

**L'ULTIMA RACCOMANDAZIONE DELL'UNIONE  
EUROPEA E I PRINCIPI DEL FINANCIAL STABILITY  
BOARD IN TEMA DI EXECUTIVE COMPENSATION**

*THE LAST RECOMMENDATION OF THE EUROPEAN UNION  
AND THE PRINCIPLES OF THE FINANCIAL STABILITY BOARD  
CONCERNING EXECUTIVE COMPENSATION*

Piero Marchettini

*Managing Partner  
Adelaide Consulting*

*Marchettini@adelaideconsulting.com*



*La crisi economica e finanziaria ha reso sempre più evidente l'enorme sproporzione tra i livelli retributivi dei top managers e quelli del dipendente medio. Per di più la gestione delle retribuzioni dei vertici aziendali è stata spesso caratterizzata sia nelle società quotate in generale che nelle banche in particolare da numerosi abusi e da scarsa trasparenza sollevando le ire di investitori e clienti.*

*In questo contesto sono intervenuti sia l'Unione Europea (che ha emanato circa un anno fa la Raccomandazione 2009/385/UE che disciplina le remunerazioni degli amministratori di società quotate) che il Financial Stability Board (che sta attualmente formalizzando una serie di Principi destinati a regolamentare le prassi retributive nel settore finanziario).*

*Anche nei principali Paesi dell'Unione Europea il tema dell'executive compensation è stato spesso oggetto di interventi legislativi e/o di auto-regolamentazione. Per contro in Italia questo tema è stato largamente ignorato, fatta eccezione per un intervento della Banca d'Italia di un paio d'anni fa. Ora tuttavia il nostro legislatore ha deciso di recepire, almeno in parte, il contenuto dell'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea.*

**PAROLE CHIAVE:** RETRIBUZIONI DEGLI AMMINISTRATORI • COMITATI PER LE REMUNERAZIONI • CONFLITTI DI INTERESSE

*Economic and financial crisis has made very clear the huge gap between the top managers and the average employee compensation. Moreover many abuses and a lack of transparency have characterized the management of executive compensation, both in listed companies in general and in the banking sector in particular, making investors and clients very angry.*

*In this context both EU (enacting about one year ago the Recommendation 2009/385/EU which regulates executive compensation in listed companies) and the Financial Stability Board (now officially proposing a series of Principles to regulate the remuneration practices in the financial sector) reacted.*

*Also in the main countries of the European Union executive compensation has been often regulated by law and/or by self-regulations. Vice versa, this subject has been almost totally ignored in Italy, with the exception of the Bank of Italy's rules enacted about 2 years ago. However, today*

*our legislator has decided to introduce, at least partially, the content of the last EU Recommendation.*

**KEYWORDS:** EXECUTIVE COMPENSATION • REMUNERATION COMMITTEE • CONFLICTS OF INTEREST

### **L'attuale contesto**

Nel corso di questi ultimi 10 anni abbiamo assistito in Europa ad una crescente attenzione dell'opinione pubblica, degli investitori e degli organi di controllo, nonché ad 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 è più evidente sono:

1. la Francia che ha privilegiato la via legislativa (dal 2001 ad oggi sono state emanate ben 7 leggi in materia), ma non ha trascurato forme di autoregolamentazione (*Les Recommendations* delle associazioni datoriali AFEP-MEDEF costituiscono uno dei migliori esempi di autodisciplina);
2. la Gran Bretagna che ha privilegiato il coinvolgimento attivo degli azionisti (il c.d. *say-on-pay* esiste dal 2002) ed ha prodotto codici di autoregolamentazione molto dettagliati e complessivamente efficaci.

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 azionista<sup>1</sup>. 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).<sup>2</sup>

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 azionisti in materia retributiva (anche in Olanda e in Svezia esiste il principio del *say-on-pay*, che lo scorso anno è stato introdotto anche in Germania). In questo contesto nel 2009 si verifica una svolta (in parte legata alla crisi economica e finanziaria, all'intervento di vari governi a sostegno delle banche del proprio 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 emana la Raccomandazione 2009/385/CE. 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, delle singole società quotate... Questa Raccomandazione integra due precedenti Raccomandazioni

- 
- 1) 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 managers* delle società in cui investono (Pauline Skipala, *Questions about public ownership*, *Financial Times*, 15 febbraio 2010, supplemento finanziario).
  - 2) In Francia gli investimenti da parte di investitori istituzionali esteri sono raddoppiati dal 1995 ad oggi e rappresentano attualmente 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* (Richard Milne, *A meeting of minds*, *Financial Times*, 1 marzo 2010).

in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate, la 2004/913/CE e la 2005/162/CE<sup>3</sup>.

L'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea 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 sono analizzati in un documento predisposto dal Comitato di Basilea<sup>4</sup> e sostanzialmente affrontano tre temi principali:

1. la *governance* delle retribuzioni del personale direttivo e/o operativo con significative responsabilità nel settore finanziario (*top managers, executives, bankers...*);
2. l'effettivo allineamento delle retribuzioni al rischio insito nelle attività svolte o controllate dal predetto personale;
3. 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;

---

3) *Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009 che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate (2009/385/CE)*, Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 15 maggio 2009.

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

- 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).

### **Confronto tra la Raccomandazione UE e i Principi del FSB**

Abbiamo ritenuto opportuno esaminare i punti chiave dell'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea, confrontandoli con gli analoghi punti rilevanti nei Principi del *Financial Stability Board*.

- *Retribuzione variabile*

I concetti chiave sono: “*Pay-for-performance*” e equilibrio tra “*short and long term*”. Lo scopo deve essere quello di assicurare la sostenibilità a lungo termine della società, nonché garantire che *bonus* e altre forme di incentivazione in denaro a breve termine siano basati sui risultati effettivamente conseguiti. I risultati devono essere conformi a criteri di *performance* predeterminati e misurabili, che possono essere sia di natura finanziaria che non finanziaria (ad esempio valorizzazione degli *intangible assets*). La Raccomandazione indica che sarebbe inoltre opportuno stabilire un tetto, cioè un limite massimo, per la retribuzione variabile. Una parte significativa degli importi maturati ogni anno dovrebbe in ogni caso essere congelata per venir poi erogata nel medio termine, allorché i risultati di breve termine potranno considerarsi consolidati (ad esempio dopo 3 - 5 anni). Infine, qualora la retribuzione variabile risulti a posteriori erogata sulla base di dati manifestamente erronei, il relativo importo dovrebbe essere rimborsato.

Queste indicazioni risultano più o meno allineate a varie proposte avanzate in numerosi Paesi europei (nonché negli U.S.A.). Occorre peraltro osservare che proposte di limiti massimi alla retribuzione variabile (o addirittura un suo totale azzeramento) sono state previste per quelle società (in particolare nel settore finanziario negli U.S.A.) che avevano ricevuto finanziamenti pubblici a causa della loro situazione critica, non per tutte le società quotate. Peraltro difficilmente una tale proposta verrà passivamente adottata dalle società quotate non bisognose di aiuti pubblici. Viceversa tutte le altre proposte in

materia di retribuzione variabile appaiono ragionevoli e conformi a sani principi di *corporate governance*.

Appaiono sostanzialmente analoghi, ma più specifici, i Principi del *Financial Stability Board* in materia in quanto prevedono che:

- una parte significativa (circa il 40-60%) del *bonus* annuale debba essere differita per un periodo di almeno 3 anni;
- in caso di eventi negativi riconducibili agli obiettivi che hanno generato tale *bonus* e verificatosi negli anni successivi, la componente differita deve essere ridotta o addirittura azzerata;
- in ogni caso il sistema di incentivazione deve tener conto dei rischi di varia natura (finanziari, di liquidità, di immagine...) connessi agli obiettivi assegnati.<sup>5</sup>

- *Piani di azionariato*

Lo scopo dei piani di azionariato dovrebbe essere quello di contribuire alla creazione di valore nel lungo periodo per la società. A tal fine i predetti piani dovrebbero prevedere una maturazione del diritto (il c.d. *vesting*) dopo almeno un triennio dalla attribuzione delle azioni (*stock grant*) o delle opzioni (*stock options*). Inoltre tale *vesting* dovrebbe essere sempre condizionato al raggiungimento di obiettivi di *performance* e non al semplice decorso del termine temporale. Infine gli amministratori dovrebbero mantenere una parte dei titoli ricevuti o posporre l'esercizio delle opzioni (anche dopo il *vesting*) sino alla cessazione del loro rapporto di lavoro e/o mandato con la società. La Commissione precisa poi che (allo scopo di evitare conflitti di interesse) non dovrebbero essere attribuite *stock options* agli amministratori non esecutivi. Anche i principi contenuti in questa sezione appaiono conformi alle norme e alle prassi di *corporate governance* attualmente prevalenti a livello internazionale.

---

5) Una interessante analisi sui fattori che stanno alla base dei profitti nel settore finanziario, nonché dei rischi connessi a tali profitti, è contenuta in una pubblicazione di Banca d'Italia a cura di Fabio Pennetta e Paolo Angelini (*Financial Sector pro-cyclicality: lesson from the crisis*, Banca d'Italia, n°44, aprile 2009, pag 61).

Un'interessante novità è costituita dalla richiesta che gli amministratori mantengano una quota significativa delle azioni ricevute o sottoscritte sino alla fine del loro mandato. Tale quota dovrebbe idealmente avere un valore almeno pari a due annualità di retribuzione complessiva (data dalla somma del fisso e del variabile).

Il *Financial Stability Board* ritiene che almeno la metà della retribuzione variabile dei *top managers* debba essere erogata sotto forma di azioni e/o strumenti retributivi il cui valore è collegato alla quotazione del titolo.

- *Indennità di fine rapporto*

Occorre evitare che l'erogazione di indennità *ad personam* a favore di amministratori esecutivi ed altri *top managers* si traduca in un premio per il fallimento come è avvenuto in numerosi casi, in particolare nel settore finanziario. L'obiettivo è quello di eliminare i c.d. *golden parachutes* riportando le indennità di fine rapporto e/o mandato a livelli simili a quelli versati ai normali dirigenti. Tale obiettivo viene raggiunto limitando l'importo massimo erogabile (non superiore a due annualità di retribuzione fissa) ed escludendo qualsiasi indennità in caso di risoluzione per prestazioni inadeguate o di dimissioni volontarie. Rimane comunque inteso che cessazioni di rapporto e/o mandato dovute a mutate strategie aziendali o a fusioni/acquisizioni (pur essendo formalmente casi di dimissioni) possano ancora essere oggetto del versamento di un'indennità.

Specifici limiti normativi di importo inferiore sono stati recentemente approvati dal Governo belga (12 mesi di retribuzione fissa, incrementati a 18 in presenza di oltre 20 anni di anzianità aziendale).

I principi enunciati in questa sezione risultano condivisi anche dal *Financial Stability Board*, che vieta altresì una forma di *benefit* piuttosto diffusa nel settore finanziario: l'estinzione gratuita, all'atto della risoluzione del rapporto di lavoro e/o della cessazione del mandato di amministratore, di prestiti e/o mutui concessi ai *top managers*.

- *Informativa su politiche e livelli retributivi*

In generale si può osservare che il tema della “*disclosure*” sulle po-

litiche retributive dei *top managers* è stato molto enfatizzato negli Stati Uniti, forse come contrappeso rispetto ai diritti piuttosto limitati attribuiti agli azionisti di minoranza.<sup>6</sup> Anche le Nazioni Unite si erano espresse in materia, nell'ambito di un documento sulle “*best practices*” in tema di *corporate governance*.<sup>7</sup> L'Unione Europea interviene ora precisando che l'informativa societaria in tema di retribuzioni (già presente nella precedente Raccomandazione 2004/913/CE) deve essere ulteriormente rafforzata tramite:

- spiegazioni dei criteri di *performance* adottati ai fini della determinazione della retribuzione variabile, nonché dei metodi di calcolo prescelti e del relativo impatto sui risultati di lungo termine, incluse le previsioni in caso di risultati negativi;
- informazioni sulle modalità di differimento della retribuzione variabile;
- informazioni sulla determinazione delle indennità di fine rapporto e/o mandato;
- informazioni sulle modalità di “*vesting*” dei piani di azionariato e sui loro effetti ai fini della fidelizzazione del *management*;
- spiegazione sui criteri prescelti ai fini di rilevare le prassi di mercato (in particolare nella scelta delle società considerate ai fini del *benchmarking*).

Senza entrare nei dettagli è opportuno rilevare che circa il 60% dei Paesi membri dell'Unione Europea richiede attualmente una *disclosure* della politica retributiva e circa i 2/3 una *disclosure* a livello individuale dei compensi degli amministratori.

Anche il *Financial Stability Board* si sofferma in modo dettagliato sul contenuto della *disclosure* prevedendo la predisposizione di un “*annual report on compensation*” che deve essere reso pubblico “*on a timely basis*”.

Lo scopo di tale “*disclosure*” è soprattutto quello di consentire un costruttivo coinvolgimento di tutti gli “*stakeholders*” che debbono

---

6) Sul punto è particolarmente interessante l'analisi effettuata da Simon Wong (*Failings of US disclosure-based regulation*, *Financial Times*, 1 marzo 2010, supplemento finanziario).

7) *Guidance on good Practices in Corporate Governance Disclosure*, Nazioni Unite, 2006, pag.20-21.

essere in grado di valutare in modo appropriato il collegamento tra strategia aziendale, rischi ad essa connessi e retribuzioni dei *decision-makers*. In tal modo i vari *stakeholders* potranno basare le proprie decisioni su precise e tempestive informazioni nell'ambito delle loro relazioni di *business* con la banca e/o società finanziaria in questione.

- *Comitato remunerazioni e ruolo dei consulenti*

La Raccomandazione 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 Commissione 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 C.E.O.) rispetto a quella degli altri dipendenti della società. Le altre indicazioni sul ruolo del comitato (revisione periodica della politica retributiva), sul suo operato (che deve essere reso con indipendenza di giudizio ed integrità) e sull'obbligo di riferire agli azionisti in assemblea risultano abbastanza ovvie e conformi alle prevalenti prassi di *corporate governance*. È pertanto opportuno soffermarsi sulle tre proposte particolarmente innovative.

La prima, relativa alla presenza di un esperto di prassi retributive nell'ambito del comitato (e quindi del consiglio d'amministrazione) appare piuttosto ambigua. In realtà la Raccomandazione prevede che *“Almeno uno dei membri del comitato per le remunerazioni dovrebbe possedere conoscenze ed esperienza nell'ambito della politica in materia di remunerazione”*. Letteralmente questa previsione non implica l'inserimento di un esperto.

Del resto è ben difficile trovare un consiglio d'amministrazione di una

società quotata nel quale non sia presente almeno un amministratore indipendente che non abbia rivestito (o non rivesta attualmente) cariche di C.E.O. in società importanti. In quanto C.E.O. (o ex C.E.O.) ha certamente affrontato e gestito temi di natura retributiva. Quindi si potrebbe sostenere che ha sufficienti “*conoscenze ed esperienza*” in materia. Occorre peraltro osservare che sino ad ora la presenza nei comitati di C.E.O. (o ex C.E.O.) non ha impedito il verificarsi di scandali retributivi, probabilmente a causa di una conoscenza troppo generica della materia. Certo resterebbe la possibilità di inserire nei comitati ex direttori risorse umane o consulenti esperti di politiche retributive. Ma occorre chiedersi che senso abbia (in un periodo in cui la tendenza è quella di ridurre consigli d’amministrazione pletorici) utilizzare un posto di consigliere soltanto per acquisire competenza ed esperienza nell’ambito delle politiche retributive.

Ha molto più senso applicare in modo incisivo la seconda proposta innovativa della Commissione in materia di comitati remunerazioni ovvero quella che prevede che il consulente che assiste il comitato sia diverso da quello che assiste il *management*, la direzione risorse umane o altre direzioni aziendali. In sostanza, come si è chiaramente indicato nella Comunicazione della Commissione Europea che accompagna la Raccomandazione, “*allo scopo di ridurre al minimo le situazioni di conflitto di interessi dei consulenti in materia di remunerazioni, questi ultimi, se fungono da consulenti del comitato remunerazione, non dovrebbero nello stesso periodo operare come consulenti di altri organi della società*”. Chiaramente una corretta e rigorosa applicazione di questa indicazione contenuta nella Raccomandazione della Commissione implica che il comitato remunerazioni (o quantomeno il consiglio di amministrazione) disponga di un proprio *budget* di spesa per farsi assistere da consulenti con competenze ed esperienze adeguate. È per contro assolutamente sconsigliabile che il costo dei consulenti del comitato sia sostenuto dalla direzione risorse umane o (peggio) dal *top management*. Questa posizione è condivisa anche dal *Financial Stability Board* che precisa quanto segue: “*The board remuneration committee should have access to advice... that is independent of advice provided to senior management*”. Questa presa di posizione è in linea con quanto enunciato nel Principio n° 1: “*The firm’s board of directors must actively oversee the compensation sys-*

*tem's design and operation. The compensation system should not be primarily controlled by the chief executive officer and management team. Relevant board members and employees must have independence and expertise in risk management and compensation”.*

Occorre altresì rilevare che il problema del conflitto di interesse dei consulenti in *executive compensation* (o meglio il conflitto delle società nell'utilizzare i consulenti) era già stato da tempo oggetto di una approfondita analisi anche negli U.S.A.. Per la precisione vi erano state prese di posizione sia da parte degli investitori istituzionali che del Congresso degli Stati Uniti d'America.

In particolare in una lettera inviata nel 2006 alle 25 maggiori società U.S.A. da 13 fondi pensione con 850 miliardi di \$ di investimenti complessivi si leggeva quanto segue<sup>8</sup>:

- “È fondamentale che un consulente in remunerazioni risulti libero da ogni conflitto di interesse, percepito o reale”;
- “Le molteplici relazioni d'affari nell'ambito di una società cliente potrebbero compromettere l'indipendenza delle raccomandazioni fornite da un consulente al comitato remunerazioni e ciò potrebbe costituire un pericolo rispetto alla fiducia posta dagli azionisti”;
- “Le preoccupazioni che gli investitori istituzionali hanno relativamente all'indipendenza dei consulenti in politiche retributive sono analoghe a quelle sollevate negli ultimi anni a proposito dell'indipendenza dei revisori contabili”.

Il Congresso nel 2007 aveva poi svolto un'approfondita analisi evidenziando la presenza di conflitti d'interesse in materia di *executive compensation* nel 45% delle 250 maggiori società U.S.A.<sup>9</sup>. Come conseguenza di questa analisi, nonché delle posizioni assunte dagli investitori istituzionali, una delle maggiori società di consulenza internazionali di origine U.S.A., la Hewitt Associates, ha deciso all'inizio del 2010 di separarsi negli Stati Uniti dalla sua divisione di *executive compensation*, costituendo tramite uno *spin-off* una società specializ-

8) Francesco Guerrera, *Financial Times*, 2 novembre 2006.

9) Gretchen Morgenson, *International Herald Tribune*, 6 dicembre 2007.

zata totalmente indipendente, la Meridian Compensation Partners. In questo modo Hewitt Associates, quanto meno negli U.S.A., permette alla propria clientela di evitare situazioni di conflitto d'interesse. È ragionevole ipotizzare che Hewitt estenda rapidamente questa scelta anche alle sue operazioni europee e che in un prossimo futuro anche le altre maggiori società di consulenza operanti (tra l'altro, ma non solo) nel settore dell'*executive compensation* si adeguino a questa impostazione.

La terza indicazione innovativa contenuta nella Raccomandazione appare abbastanza ovvia: non è sufficiente che sussista una relazione giustificata tra la retribuzione del C.E.O. e quella dei suoi omologhi in società paragonabili, ma occorre anche che la retribuzione del C.E.O. sia proporzionata a quella dei propri collaboratori, nonché di tutto il personale della società.

- *Ruolo degli azionisti*

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 a tutt'oggi soltanto 4 paesi nell'Unione Europea (Gran Bretagna,

Olanda e Svezia, nonché dallo scorso anno anche la Germania) hanno introdotto per legge il principio del “*say-on-pay*”, cioè del voto, per ora in genere solo consultivo, degli azionisti in assemblea sulle remunerazioni degli amministratori.

Il *Financial Stability Board* ha adottato una posizione decisamente più innovativa facendo riferimento nel Principio n°9 a tutti gli *stakeholders* (“*Firms must disclose clear, comprehensive and timely information about their compensation practices to facilitate constructive engagement by all stakeholder*”).

Il più ampio coinvolgimento richiesto dal *Financial Stability Board* è del resto facilmente comprensibile. Le società operanti nel settore finanziario in caso di crisi creano notevoli pregiudizi non solo ai propri azionisti, cioè agli investitori, ma anche e soprattutto ad un’ampia platea di soggetti esterni (risparmiatori, aziende clienti, i relativi dipendenti, tutti i contribuenti in caso di *bail out*...). Le recenti vicende di intervento statale in quasi tutti i maggiori paesi a sostegno del proprio sistema bancario hanno reso evidente che una crisi finanziaria ha ripercussioni negative infinitamente maggiori rispetto ad una crisi in altri settori dell’economia.

### **Autoregolamentazione o intervento legislativo?**

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, con ben 7 interventi legislativi nel corso di quest’ultimo decennio, risulta il paese caratterizzato da una decisa prevalenza dell’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. Ciò non significa che in Francia non vi siano esempi di autoregolamentazione (pensiamo in particolare alle *Recommendations AFEP-*

MEDEF)<sup>10</sup> oppure che in Gran Bretagna siano del tutto assenti gli interventi legislativi (si pensi alla recentissima imposta sui *bonus* dei *bankers*). Ma in generale in questa materia la Francia può considerarsi il capofila dell'intervento legislativo, la Gran Bretagna dell'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 *oborto collo*, per evitare l'introduzione di una normativa sgradita e presentano codici più o meno stringenti di autodisciplina. Il caso più lampante è quello tedesco. In Germania si sono viste iniziative giudiziarie (evidentemente non giuridicamente infondate) che hanno rischiato di compromettere la carriera di un grande banchiere come Ackermann, *Chief Executive Officer (C.E.O.)* della Deutsche Bank, per una veniale leggerezza (come membro del Consiglio di Sorveglianza di Mannesmann approvò un trattamento retributivo troppo generoso a favore dei dirigenti esecutivi che avevano propiziato la vendita della società alla Vodafone). Ackermann venne poi assolto, ma il principio della responsabilità del Consiglio di Sorveglianza per l'erogazione di compensi eccessivi al *top management* è stato ribadito da una legge del settembre 2009<sup>11</sup>. Tale legge prevede che i membri del Consiglio di Sorveglianza, se ritenuti colpevoli, debbano pagare un importo minimo corrispondente al 10% del danno subito dalla società, nonché al 150% del proprio compenso annuo. Inoltre costoro 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. Sempre in Germania sono state avanzate alcune tra le proposte di legge più draconiane, quale

---

10) "Recommandation sur la remuneration des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé", AFEP-MEDEF, Ottobre 2008.

11) Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung.

il “*rimborso*” di un anno di retribuzione/compenso da parte del *top management* in caso di perdite significative dovute ad errori gestionali. L'associazione datoriale tedesca dal canto suo ha mostrato una certa disponibilità a trattare i temi di *corporate governance* soltanto in presenza di sgradite proposte normative, salvo far rapidamente retromarcia non appena il pericolo fosse svanito.

L'esperienza della Svizzera mostra invece una singolare tendenza a “*chiudere la stalla allorché sono scappati i buoi*”. Sino a pochi anni fa non esisteva una *disclosure* individuale dei compensi del C.E.O. Tuttora non è previsto il voto degli azionisti sulle retribuzioni del *top management* (il cosiddetto “*say-on-pay*”).

Tale voto è stato introdotto a titolo peraltro consultivo soltanto in alcune società (tra le quali l'UBS, dopo le disastrose perdite verificatesi nel corso di quest'ultimo biennio). La grande banca sarebbe peraltro fallita senza un massiccio intervento statale e malgrado ciò ha distribuito nel 2009 due miliardi di franchi al proprio personale a titolo di *bonus*. Ospel, C.E.O. dell'UBS sino ad un paio di anni fa, non ha subito alcuna condanna per le truffe poste in essere dai suoi *bankers* negli U.S.A..<sup>12</sup>

Tali truffe, 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).<sup>13</sup>

In questo contesto Thomas Minder, un imprenditore di Sciaffusa, è diventato una *star* del mondo economico e politico svizzero facendosi promotore di un *referendum* contro le “*remunerazioni abusive dei top*”

---

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

13) La crisi del segreto bancario svizzero costituisce il tema di un altro libro di Myret Zaki (*Le secret bancaire est mort, vive l'évasion fiscale*, Losanna 2010).

*managers*”<sup>14</sup>

Il *Financial Stability Board* dal canto suo ha predisposto una serie di Principi destinati alle autorità di vigilanza sul settore bancario nei vari paesi. Tali Principi, nonché i relativi *standard* applicativi, come si è precedentemente indicato, sono riassunti in un documento predisposto dal Comitato di Basilea sulla vigilanza nel settore bancario (“*Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*”). Spetterà poi a ciascun Paese introdurre le norme necessarie per rendere effettivamente applicabili i principi emanati dal *Financial Stability Board*.

- *L'esperienza britannica*

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 prevede 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 *Chief Executive Officer* 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 C.E.O. e che per tale motivo dovevano essere motivati tramite strumenti retributivi *ad personam*).

---

14) Yves Petignat, *vers un vote du peuple contre les bonus abusifs*, *Le Temps*, 12 marzo 2010.

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 Walker. Tra le proposte contenute nel Rapporto Walker figura quella di una automatica dimissione (fatta salva un'eventuale rielezione) del Presidente del comitato remunerazioni, qualora il rapporto sulle retribuzioni del *top management* predisposto da tale Comitato non venga approvato almeno con il 75% dei voti favorevoli.<sup>15</sup>

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 recentissimo e macroscopico esempio è costituito dalla tassa sui *bonus* dei *bankers* introdotta alcuni mesi fa dal governo di Gordon Brown. Tale tassa prevede un'aliquota pari al 50% sui *bonus* eccedenti £ 25.000. Questa 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 colpisce anche i dipendenti di banche che non hanno 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 *bankers*, si è rivelata una cospicua fonte di reddito per il Tesoro britannico (che ha incamerato circa £ 2,5 miliardi), nonché un esempio per la Francia (che ha adottato una norma pressoché identica) e per gli Stati Uniti (dove il Governo sta considerando analoghe forme di tassazione sui *bonus*).<sup>16</sup>

- *L'esperienza francese*

Come si è indicato precedentemente, dal 2001 ad oggi in Francia sono state emanate ben 7 leggi in materia di retribuzioni del *top management*. Per la precisione si tratta delle seguenti norme:

---

15) John Plender, *Rarely pointed finger*, *Financial Times*, 18 gennaio 2010.

16) Brooke Masters, George Parker e Sharlene Goff, *Bonus supertax yields £ 2.5 bn*, *Financial Times*, 5 marzo 2010.

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 sècuritè 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 Tepa (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 options* e sulle *stock grants* vengono notevolmente incrementati.

6. *Loi de finance (2009)*

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

7. *Decret 31 mars 2009*

Nelle società che hanno ricevuto un sostegno dallo Stato è vietata l’attribuzione di *stock options* e/o *stock grants* ai *mandataires sociaux*.

Inoltre non possono ricevere altre forme di retribuzione variabile (ad esempio *bonus*) qualora vi siano stati rilevanti licenziamenti.

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 più volte citate “*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 applicazione<sup>17</sup>, nonché uno specifico *vademecum* sul ruolo del Comitato Remunerazioni e Nomine.<sup>18</sup>

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 di Bouton, ex PDG della Società Generale, che pur avendo mantenuto la propria carica, nonostante una perdita di quasi € 5 miliardi 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 options*. 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 *affaire* di azionariato legato alla *performance* del titolo e lo scandalo che ne seguì costrinse Bouton alle dimissioni.

Attualmente tutti i *compensation package* dei *gran patrons* francesi

---

17) *Pour l’application des recommandations AFEP-MEDEF sur la rémunération des mandataires sociaux des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé*, Publication IFA, febbraio 2009.

18) “*Les Comités de Rémunération et Nomination*”, Publication IFA, 16 gennaio 2006.

vengono sistematicamente vagliati dall'opinione pubblica, a prescindere dal fatto che siano rispettosi delle norme giuridiche ed allineati ai criteri di autodisciplina.

### **Quali conseguenze per l'Italia?**

Sino ad ora l'Italia ha assunto una posizione piuttosto marginale in tema di *executive compensation*. Sia a livello legislativo che a livello di autoregolamentazione siamo sostanzialmente fermi alla metà degli anni '90. Un'eccezione in tema di autoregolamentazione è costituita dai "Principi in materia di remunerazione degli amministratori esecutivi" emanati da Assogestioni nel 2008. Tali principi sono peraltro largamente ignorati, anche (ma non solo) a causa dello scarso rilievo rivestito dagli investitori istituzionali nel nostro Paese.

Occorre per contro rilevare che la Banca d'Italia sin da tempi non sospetti (cioè precedenti alla crisi finanziaria) si era espressa in tema di retribuzioni nel settore bancario. In particolare i "Meccanismi di remunerazione e di incentivazione" degli amministratori e del *management* costituivano l'oggetto di una specifica sezione delle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" emanate in data 4 marzo 2008<sup>19</sup>.

Peraltro, posto che il Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi è anche Presidente del *Financial Stability Board*, è abbastanza evidente che i principi emanati dal predetto *Board* dovrebbero essere applicati diligentemente e tempestivamente anche in Italia.

Sotto il profilo normativo generale va rilevato che all'inizio del 2010 il Governo ha presentato un emendamento al Disegno di Legge Comunitaria sulla base del quale verranno recepite le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE. Tale emendamento prevede sostanzialmente una pubblicità delle remunerazioni degli amministratori e dei direttori generali analoga a quella prevista in Francia (sin dal 2001)

---

19) *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, Banca d'Italia, Divisione Normativa, Fascicolo W1, n° 264010, 4 marzo 2008.

per i *mandataires sociaux*<sup>20</sup>.

Infine, alcuni giorni dopo, grazie ad un *blitz* dell'opposizione condiviso dal Governo, è stato approvato al Senato un emendamento che vieta i piani di *stock option* a favore del *top management* di società quotate e limita le retribuzioni del predetto *management* ad un importo massimo che coincide con i compensi dei parlamentari. Era del tutto evidente che una tale norma, peraltro abolita dopo alcune settimane, presentava ampi profili di anticostituzionalità ed appariva del tutto anomala nel contesto internazionale<sup>21</sup>. È però altrettanto evidente che il fatto di aver sostanzialmente ignorato per oltre un decennio i temi connessi alla *governance* delle retribuzioni dei *top managers* lascia ampi spazi a norme estemporanee approvate sotto la spinta di istanze populistiche.

Occorre peraltro riconoscere che in Italia nel corso di quest'ultimo decennio non si sono più verificati casi clamorosi di abusi retributivi da parte del *top management*. Le principali anomalie risultano costituite da indennità di fine rapporto/mandato decisamente eccessive rispetto agli *standard* internazionali (cioè ben superiori alle due annualità di norma previste) e dalla scarsa correlazione tra retribuzione variabile e *performance* del *top management* (quest'ultimo fenomeno è particolarmente evidente nelle società quotate a controllo familiare nelle quali gli azionisti di maggioranza rivestono anche le principali cariche operative)<sup>22</sup>.

In generale questi abusi appaiono coerenti con un modello di capitalismo familiare che tende a premiare un *top manager* per la sua fedeltà (o per la sua appartenenza) alla famiglia che controlla la società piuttosto che per le sue capacità e per le sue *performances*. Questo modello di capitalismo non gradisce la presenza di investitori istitu-

---

20) Marco Rogari, *Pubblici tutti i compensi dei managers*, Il Sole 24 Ore, 27 gennaio 2010.

21) La sola eccezione applicabile a società che non hanno ricevuto fondi pubblici è costituita da un limite di € 5.000 al mese imposto sulle retribuzioni dei C.E.O. delle società controllate dallo Stato, nell'ambito delle recentissime misure introdotte dal Governo greco su richiesta dell'Unione Europea (Hugh Williamson e Kerin Hope, *Greece reduces CEO salaries*, *Financial Times*, 10 febbraio 2010).

22) . Questo aspetto è stato posto in evidenza nel libro di Gianni Dragoni e Giorgio Meletti, *La paga dei padroni*, Milano 2008.

zionali esteri e sopporta con fastidio le regole di “*corporate governance*”. L’introduzione anche in Italia delle regole contenute nella Raccomandazione 2009/385/CE e dei Principi emanati dal *Financial Stability Board* potrebbe dunque contribuire a rendere più aperto agli investitori istituzionali esteri il nostro mercato azionario.