

## **PAY ON PERFORMANCE 2014**

*TERZO STUDIO SULLE REMUNERAZIONI NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE*

*L'ALLINEAMENTO DI INTERESSI NEL LUNGO PERIODO – ESERCIZI 2011-2013*



**SERGIO CARBONARA**

## Indice

<b>Scopo dello studio e metodologia</b>	<b>4</b>
<b>1. Le politiche sulle remunerazioni 2014</b>	<b>9</b>
<i>1.1 Esperti esterni</i>	10
<i>1.2 Struttura dei compensi</i>	12
<i>1.3 Il pay-mix</i>	15
<i>1.4 I criteri di performance</i>	18
<i>1.5 Clausole di correzione degli incentivi</i>	23
<i>1.6 Bonus discrezionali</i>	24
<i>1.7 Indennità di fine carica (severance payments)</i>	26
<b>2. La remunerazione dei CEO nel 2013 e nel periodo 2011-2013</b>	<b>29</b>
<i>2.1 La remunerazione totale</i>	30
<i>2.2 I compensi fissi</i>	40
Fisso vs. Capitalizzazione ordinaria	
Fisso vs. Fatturato	
Fisso vs. Dipendenti e salari medi	
Fisso vs. Concentrazione azionaria	
<i>2.3 I bonus annuali</i>	53
Bonus vs. EBITDA	
Bonus vs. Tier 1 Ratio	
Bonus vs. Margine di Solvibilità	
Bonus vs. EBIT	
Bonus vs. TSR	
Conclusioni	
<i>2.4 Gli incentivi di lungo periodo</i>	75
Incentivi vs. EBITDA	
Incentivi vs. Tier 1 Capital Ratio	
Incentivi vs. Margine di Solvibilità e NAV	
Incentivi vs. EBIT	
Incentivi vs. TSR	



Conclusioni

<i>2.5 Remunerazioni totali: l'allineamento di interessi nel lungo periodo</i>	98
<b>3. Le remunerazioni dei Presidenti</b>	<b>103</b>
<i>3.1 La remunerazione dei Presidenti-CEO</i>	104
<i>3.2 La remunerazione dei Presidenti esecutivi</i>	108
<i>3.3 La remunerazione dei Presidenti non esecutivi</i>	110
<b>4. Le remunerazioni degli altri Consiglieri</b>	<b>114</b>
<i>4.1 La remunerazione dei Consiglieri esecutivi (non CEO né Presidenti)</i>	115
<i>4.2 La remunerazione dei Consiglieri non esecutivi (non Presidenti)</i>	116
<b>Appendice 1: Composizione del campione</b>	<b>121</b>

Per tornare automaticamente all'indice, cliccare sul simbolo



posto in basso a destra della pagina.



## Scopo dello studio e metodologia

Giunto alla terza edizione, lo studio di Frontis Governance continua ad analizzare i piani retributivi ed i compensi assegnati dalle principali società italiane, con lo scopo di individuare i fattori principali che determinano le remunerazioni dei principali responsabili della gestione aziendale, e di verificarne l'eventuale allineamento con gli obiettivi di lungo termine della società stessa e dei suoi azionisti.

Nelle sue disposizioni sulle politiche e prassi di remunerazione, la Banca d'Italia definisce i principi generali che dovrebbero guidare la definizione dei piani retributivi nelle imprese bancarie, che possono essere considerati come universali e comuni a tutte le organizzazioni economiche complesse: "Adeguati meccanismi di remunerazione e di incentivazione dei consiglieri e del management [...] possono favorire la competitività e il buon governo delle imprese [...]. La remunerazione, in particolare di coloro che rivestono ruoli rilevanti all'interno dell'organizzazione aziendale, tende ad attrarre e mantenere nell'azienda soggetti aventi professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa. Al contempo, i sistemi retributivi non devono essere in contrasto con gli obiettivi e i valori aziendali, le strategie di lungo periodo e le politiche di prudente gestione del rischio e di si prefigge lo scopo di analizzare l'efficacia delle remunerazioni nell'incentivare la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo".

Attraverso un dettagliato confronto delle politiche di remunerazione e dei compensi maturati nel triennio 2011-2013 nelle principali società quotate italiane, sia nel tempo che tra le diverse realtà, lo studio mira a verificarne l'effettivo allineamento con la creazione di valore nel lungo periodo e con le pratiche di mercato e del settore specifico. In questo senso, l'ammontare del compenso assume una rilevanza secondaria, in quanto analizzato non in termini assoluti ma nella misura in cui sia aderente agli obiettivi che si intendono perseguire attraverso la definizione della politica retributiva.

Lo studio non mira in alcun modo a segnalare se i compensi di questo o quel dirigente siano di per sé eccessivi, concetto peraltro assolutamente arbitrario, se non confrontato con le pratiche generali ed i risultati che si intende conseguire. I compensi sono quindi esposti in base all'emittente



ed alla carica specifica, in maniera il più possibile indipendente dal soggetto che di volta in volta la ricopre. Qualora la politica non sia mutata in maniera sostanziale, sono presi in considerazione i compensi annui corrisposti per lo specifico ruolo, anche nei casi in cui nell'esercizio in esame ne sia cambiato il titolare (è il caso, ad esempio, dei Presidenti e dei Consiglieri non esecutivi, il cui compenso è generalmente definito prima della nomina da parte del Consiglio o dell'Assemblea).

Limitare il confronto delle retribuzioni dei top managers di società quotate ad un numero, espresso dalla retribuzione complessiva, può condurre a conclusioni decisamente fuorvianti. La remunerazione degli esponenti esecutivi, infatti, si compone di una moltitudine di elementi, spesso differenti per natura (denaro, azioni, stock options o altri diritti), per criteri di valutazione, per disponibilità e, soprattutto, per competenza. Assegnare 1.000 azioni del valore di € 1 ciascuna può essere molto differente dal pagare € 1.000 in contanti, così come dall'assegnare 1.000 stock options di pari valore presunto di realizzo (*fair value*). Inoltre, lo stesso importo può assumere tutt'altra rilevanza se riferito ai risultati conseguiti in un solo esercizio, in più anni o ad eventi futuri. Per una corretta comparazione delle remunerazioni attribuite da società differenti ed in più esercizi, occorre quindi analizzare separatamente ciascuna componente retributiva in relazione agli specifici fattori che l'hanno determinata.

Il voto assembleare sulle politiche retributive, ed il conseguente obbligo di pubblicazione della Relazione sulle Remunerazioni, è stato introdotto in Italia nel 2012. Con la stagione assembleare 2014, quindi, si hanno a disposizione tutti i dettagli delle remunerazioni corrisposte dalle società quotate italiane nei tre esercizi precedenti: 2011, 2012 e 2013. Dato che tre esercizi corrisponde proprio all'orizzonte temporale generalmente utilizzato come riferimento per i piani di incentivazione pluriennali, l'analisi delle Relazioni 2014 assume una rilevanza non trascurabile: per la prima volta è possibile verificare il reale allineamento tra remunerazioni e risultati conseguiti in un intero ciclo di incentivazione. Pur partendo dall'analisi delle politiche di remunerazione stabilite nel 2014, e dai compensi corrisposti nel 2013, lo studio sarà quindi fortemente focalizzato sul medio-lungo periodo, con lo scopo di verificare il grado di correlazione tra quanto corrisposto nell'intero triennio 2011-2013 con i risultati conseguiti nei *performance period* di riferimento: l'esercizio precedente per i bonus annuali (e quindi i risultati conseguiti nel 2010, nel 2011 e nel 2012), il triennio precedente per gli incentivi di lungo periodo (e quindi il triennio 2007-2010 per gli incentivi maturati nel 2011, il triennio 2008-2011 per gli incentivi 2012 ed il triennio 2009-2012 per



gli incentivi maturati nel 2013).

Sulla base dell'obiettivo che ci si propone, l'analisi delle retribuzioni può essere realizzata attraverso 2 metodologie alternative, a seconda che si prendano come riferimento le remunerazioni attribuite (o stanziare) o quelle maturate:

1. Le **remunerazioni attribuite (o *awarded*)** rappresentano il valore massimo realizzabile dal beneficiario al termine del piano di incentivazione. Di fatto, attraverso tale metodologia si includono nella remunerazione annuale tutti i compensi e gli strumenti finanziari attribuiti nel corso dell'esercizio, ma che saranno realmente consegnati al beneficiario solo in futuro (generalmente dopo 3 o 5 anni dall'attribuzione), se e nella misura in cui gli obiettivi di performance prestabiliti sono rispettati. Nel confronto tra realtà diverse, gli incentivi monetari sono generalmente calcolati al massimo ammontare raggiungibile o, se non comunicato dalla società, al valore target (raggiungimento del 100% degli obiettivi assegnati). Di contro, gli strumenti finanziari, quali azioni, stock options o altri, sono valutati al cosiddetto *fair value*, ovvero al valore di presumibile realizzazione<sup>1</sup>.

Tale metodologia è utile per analizzare le politiche di remunerazione e l'eventuale allineamento con gli obiettivi che l'azienda intende perseguire nel medio-lungo termine. Allo stesso tempo, però, l'analisi dei compensi *awarded* presenta alcuni limiti rilevanti, in quanto si tratta di importi del tutto potenziali, la cui effettiva maturazione dipenderà da eventi futuri, come i risultati conseguiti e la permanenza in carica del beneficiario. Inoltre, le Relazioni sulle Remunerazioni non sempre riportano in maniera chiara e trasparente alcuni dettagli fondamentali per valutare i piani di incentivazione, come gli importi potenziali ed i criteri di performance cui sono collegati, di modo che l'analisi di un eventuale allineamento compensi- performance può risultare molto complessa o solo parziale.

2. Le **remunerazioni maturate (o *vested*)** includono tutti i compensi assegnati in base a risultati già conseguiti, anche se in alcuni casi ancora non entrati nella piena disponibilità

---

<sup>1</sup> Per quanto riguarda le azioni gratuite si fa generalmente riferimento al valore di mercato al momento dell'attribuzione. Per le stock options e strumenti simili si fa riferimento al *fair value* comunicato dalla società nella Relazione sulle Remunerazioni o nel Bilancio. Se non è possibile ricavarne una stima precisa dai documenti societari, il *fair value* è stimato attraverso la formula di Black e Scholes.



del beneficiario. L'analisi dei compensi maturati include tutti i compensi monetari corrisposti nell'esercizio, le azioni gratuite assegnate, anche se soggette ad eventuali periodi di indisponibilità (*lock-up period*), e le stock options attribuite nel corso dell'esercizio, anche se ancora non esercitabili. Attraverso tale metodologia, sono quindi ricompresi tutti i compensi ed i diritti acquisiti dal beneficiario per i risultati conseguiti nel periodo di riferimento dei piani di incentivazione, consentendo la più precisa analisi della correlazione tra remunerazioni e performance.

Anche l'analisi delle remunerazioni *vested* presenta dei limiti, in quanto mette insieme elementi di natura differente, come compensi monetari e strumenti finanziari, includendo ancora una volta degli importi del tutto potenziali: le azioni gratuite sono infatti interamente valutate al valore di mercato al momento dell'attribuzione (*vesting date*), anche se l'effettivo guadagno per il beneficiario avverrà solo in occasione di un'eventuale vendita, mentre al *fair value* delle stock options è calcolato alla *vesting date*, per cui il diritto è stato acquisito, ma l'esercizio potrà avvenire solo in futuro).

Come si è visto, in entrambi i casi le remunerazioni includono delle componenti stimate, che produrranno un beneficio reale solo nel futuro e se il beneficiario dovesse decidere di vendere i titoli. Per poter analizzare l'effettivo ritorno economico, occorrerebbe includere nei compensi totali l'importo ottenuto da un'eventuale vendita delle azioni o dall'esercizio delle opzioni. Tali informazioni però non sono sempre disponibili, soprattutto quando la cessione delle azioni, o l'esercizio delle stock options, avviene quando il rapporto di lavoro con la società è già terminato. Inoltre, un'eventuale disposizione degli strumenti finanziari assegnati può avvenire in periodi differenti e molto distanti dal *performance period* di riferimento degli incentivi stessi. Per cui, tale metodologia non può essere utilizzata per un confronto omogeneo della correlazione remunerazioni-performance in diverse realtà.

Lo scopo principale del presente studio è di analizzare i criteri in base ai quali sono assegnati i compensi ai massimi esponenti aziendali, cercando di individuare l'esistenza di un effettivo allineamento tra i piani di remunerazione ed i risultati raggiunti, indipendentemente dal guadagno effettivamente realizzato dai beneficiari. Per tale motivo sono presi in considerazione esclusivamente i compensi maturati (*vested*), anche qualora il guadagno economico sia puramente potenziale (azioni gratuite e stock options).



Nello studio sono analizzate le remunerazioni maturate nel triennio 2011-2013 nelle società italiane incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Italia Mid Cap alla data di pubblicazione della Relazione sulle Remunerazioni 2014 (ovvero a ridosso dell'assemblea ordinaria), ovvero le 97 società di diritto italiano con la maggiore capitalizzazione di Borsa ad aprile-maggio 2014<sup>2</sup>. Al campione sono stati aggiunti tre ulteriori emittenti che rientravano tra le società a medio-grande capitalizzazione lo scorso anno, per cui erano state ricomprese nelle analisi precedenti.

In totale, sono stati analizzati i compensi e le politiche di remunerazione di 100 società quotate italiane<sup>3</sup>. Dall'analisi delle remunerazioni del CEO è stata però esclusa la mid-cap **Banca Intermobiliare**, la cui Relazione sulle Remunerazioni presentata all'assemblea 2014 non riportava i compensi individuali degli esecutivi, ma solo l'aggregato per categoria (3 Amministratori Delegati e 3 Direttori Generali)<sup>4</sup>.

Tutti i dati relativi alle performance sono calcolati su base annuale e sono tratti dai bilanci consolidati o da altre relazioni pubblicate dalle società (relazioni di corporate governance, bilanci di sostenibilità, eccetera). Per quanto riguarda i valori azionari, sono stati considerati solo i titoli ordinari alla data di chiusura dell'esercizio. Per tutti gli emittenti l'esercizio corrisponde all'anno solare, con le sole eccezioni di **Danieli e Mediobanca**, il cui esercizio va dal 1 luglio al 30 giugno. I prezzi di mercato delle azioni ordinarie sono stati tratti dal sito di Borsa Italiana o, se non riportati nel sito perché di anzianità superiore ai 5 anni, da altri *information providers* finanziari. In ogni caso, tutti i dati azionari sono comprensivi di eventuali rettifiche derivanti da aumenti di capitale o altre operazioni che ne hanno modificato il valore.

---

2 Sono escluse dall'analisi **CNH Industrial**, **STMicroelectronics** e **Teneris**, che, seppure appartenenti all'indice FTSE MIB, sono residenti in paesi esteri e non soggette alla regolamentazione italiana in tema di remunerazioni. È ricompresa invece **Fiat** (ora denominata **Fiat Chrysler Automobiles**), che ha trasferito la propria sede legale in Olanda solo dopo l'assemblea ordinaria 2014.

3 Rispetto alla composizione attuale dei principali indici di Borsa Italiana, sono escluse dall'analisi **Anima Holding**, **Cerved**, **Fincantieri** e **Fineco Bank**, tutte quotate nel corso del 2014, mentre sono incluse **Banco Desio e Brianza**, **Bonifiche Ferraresi** e **Mondadori Editore**, che sono uscite dall'indice FTSE Italia Mid Cap nell'ultimo esercizio.

4 L'assenza di disclosure dei compensi individuali dei Direttori Generali è giustificata dalla Banca attraverso un'interpretazione degli standard tecnici regolamentari emessi dall'Autorità Bancaria Europea ("EBA"), secondo cui non sono da ricomprendere tra il personale più rilevante i manager che abbiano una remunerazione pari o inferiore al "*senior management*".



## 1. Le politiche sulle remunerazioni 2014

Secondo l'art. 123-ter del Testo Unico della Finanza, la prima sezione della Relazione sulle Remunerazioni deve illustrare la politica e le procedure che saranno utilizzate dalla società per determinare le remunerazioni dei principali esponenti aziendali (componenti degli organi di amministrazione e controllo e dirigenti strategici) a partire dall'esercizio successivo rispetto a quello di riferimento della Relazione. Lo stesso articolo specifica poi che l'assemblea degli azionisti deve esprimersi esclusivamente su tale prima sezione, e quindi sulle politiche future, e non sulla loro applicazione nell'esercizio appena trascorso (per cui in Italia non si può parlare di vero e proprio *say-on-pay*, bensì di *say-on-policy*).

Nell'ottica di un azionista di lungo periodo, le politiche sulle remunerazioni assumono una rilevanza fondamentale nella valutazione della corporate governance, in quanto rappresentano la leva principale per realizzare un allineamento di interessi nel lungo periodo, disincentivando per quanto possibile l'intrapresa di attività eccessivamente rischiose nel breve termine. L'analisi delle politiche non può comunque prescindere da una valutazione della coerenza tra tali politiche e quanto effettivamente realizzato dalla società nel passato, attraverso un'attenta analisi anche della seconda sezione della Relazione, riportante il dettaglio dei compensi corrisposti nell'esercizio appena trascorso.

Attraverso il Regolamento Emittenti, la Consob ha definito tutta una serie di informazioni minime che devono essere riportate nella Relazione sulle Remunerazioni, a partire dalle procedure che sono state seguite per definire le politiche, fino alla descrizione dettagliata di ogni singola componente della remunerazione. Tra le informazioni da inserire nelle Relazioni, si segnalano in particolare le seguenti, su cui si concentrerà l'analisi nei paragrafi successivi:

- a) le procedure seguite nella definizione della politica, specificando anche l'eventuale intervento di esperti indipendenti;
- b) il peso delle componenti fisse e variabili, distinguendo tra variabile di breve e di medio-lungo periodo;
- c) gli obiettivi di performance cui sono legate le componenti variabili ed i criteri utilizzati per



valutare tali obiettivi;

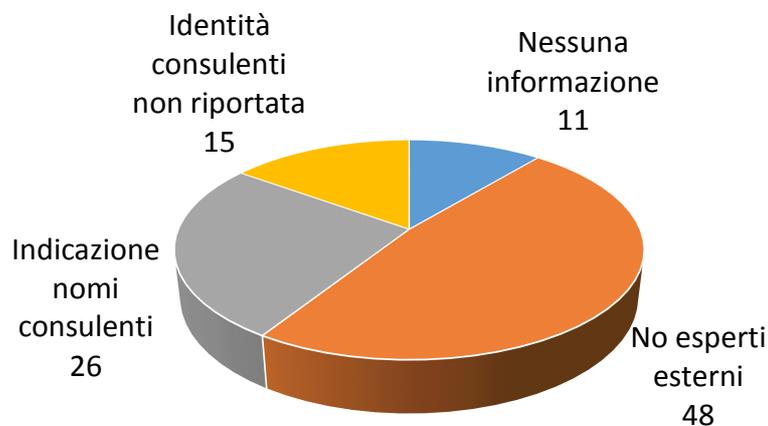
d) i criteri di maturazione degli incentivi e se sono previsti meccanismi di correzione ex-post (cosiddette clausole *malus* o *claw-back*);

e) le politiche seguite in caso di cessazione anticipata della carica (cosiddetti *severance payments*).

### 1.1 Esperti esterni

Quasi la metà delle società analizzate (49 su 100) dichiara di non avvalersi di alcuna consulenza esterna nella definizione delle politiche di remunerazione, mentre in 10 casi non è riportato alcun riferimento agli esperti indipendenti, nonostante tale informazione rientri nel contenuto *de minimis* previsto dalla Consob. Tra le 41 società che invece dichiarano di aver usufruito di esperti indipendenti, in 15 casi non è riportata l'identità di tali soggetti esterni.

**Fig. 1 – Ricorso a consulenti esterni nella definizione delle politiche**

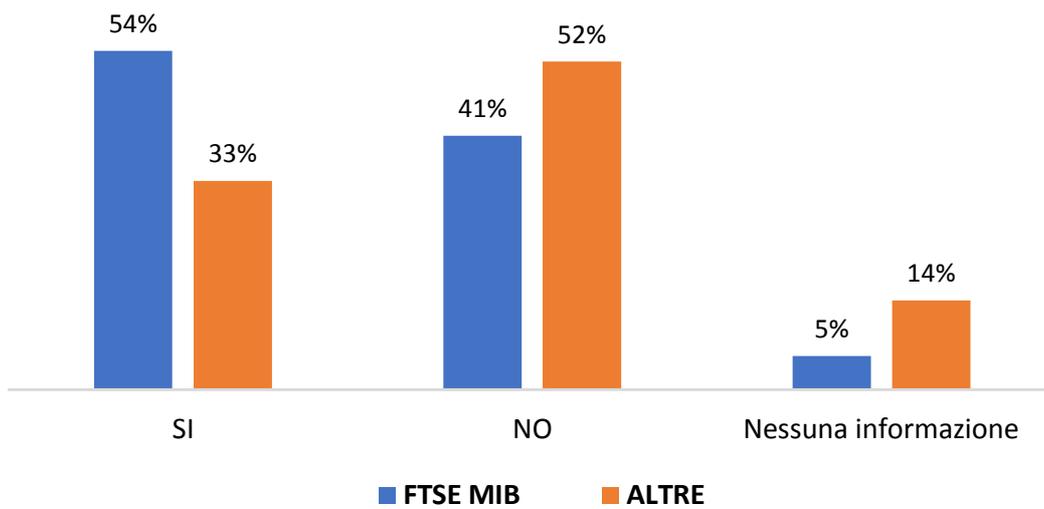


Il ricorso a consulenti esterni risulta leggermente superiore per le società a larga capitalizzazione (20 su 37 società del FTSE MIB analizzate), mentre la maggioranza degli emittenti a medio-piccola capitalizzazione hanno svolto internamente l'intero processo di analisi e definizione delle politiche (33 su 62 analizzate). Anche il livello di trasparenza risulta decisamente più elevato nelle società più grandi, con due sole Relazioni (il 5%) che non riportano alcuna indicazione sull'effettivo utilizzo di esperti indipendenti: **Banca MPS** e **Mediolanum**. Occorre però segnalare

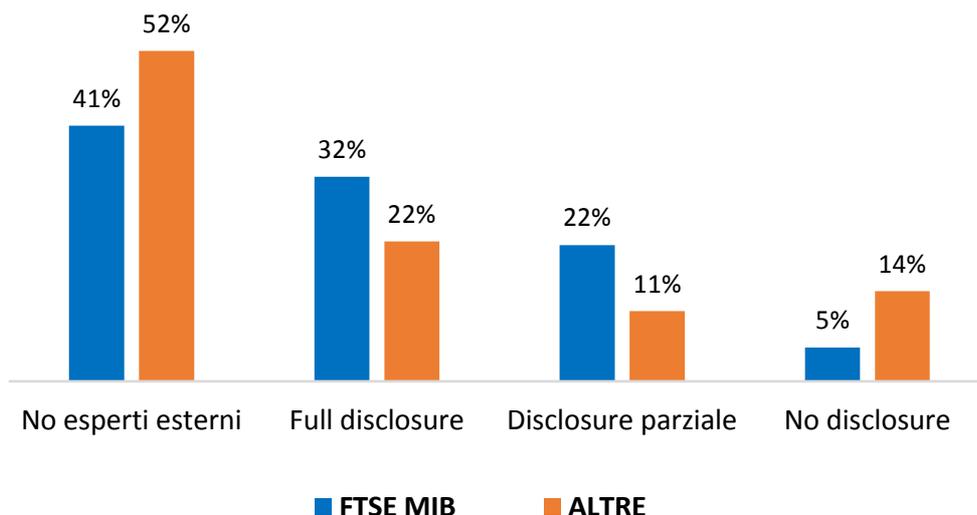


che la struttura dei compensi 2013 e 2014 per il massimo dirigente di **Banca MPS** è stata di fatto imposta dalla Comunità Europea, per consentire alla Banca l'accesso agli aiuti dello Stato italiano. Di contro, tra le società che dichiarano di aver usufruito di consulenti esterni, il livello di trasparenza (*disclosure*) risulta leggermente maggiore tra le società medio-piccole, il 67% delle quali indica anche il nome del consulente, contro il 60% delle società maggiori.

**Fig. 2 – Esperti esterni nella definizione delle politiche**



**Fig. 3 – Trasparenza sull'utilizzo esperti esterni**



## 1.2 *Struttura dei compensi*

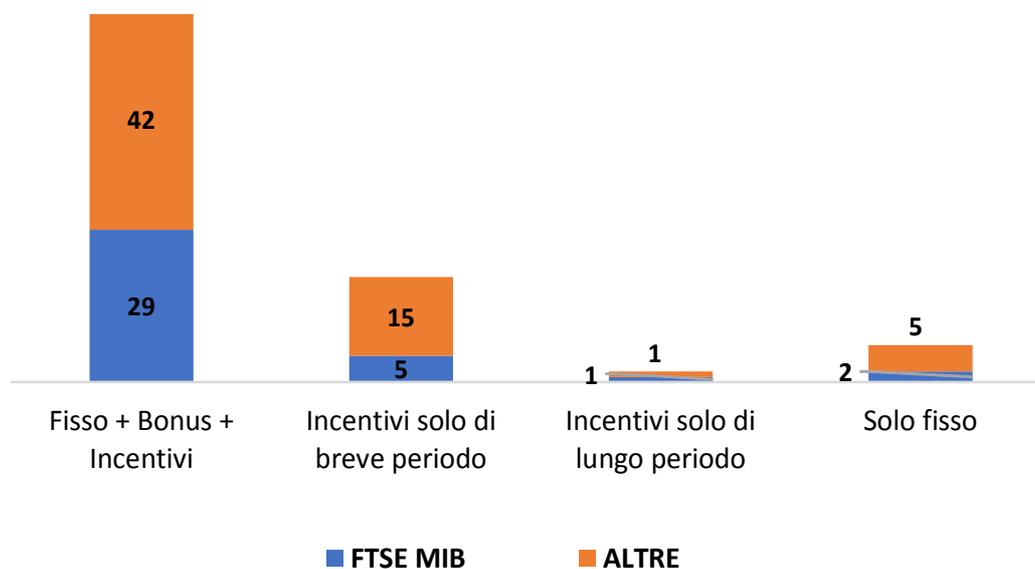
In 7 dei 100 casi analizzati, i compensi del massimo esponente aziendale (Amministratore Delegato e/o Direttore Generale) includono esclusivamente la remunerazione fissa, non prevedendo alcun incentivo né nel breve né nel lungo periodo. Tra le società in cui non è previsto alcun variabile, due appartengono al medesimo gruppo (**ASTM** e **SIAS**), mentre in quattro casi il ruolo di CEO è ricoperto dall'azionista di controllo (**Brunello Cucinelli**, **Cofide**, **Mediolanum** e **Saras**). Un'altra società che formalmente non prevede alcun compenso variabile è **Azimut**, in cui però vige per tutti i dirigenti l'obbligo di investire in azioni della società, e di vincolare almeno il 75% delle proprie azioni ad un Patto di Sindacato, in modo da realizzare comunque un allineamento tra gli interessi con del management con quelli degli azionisti nel lungo periodo.

In soli 2 casi, **Exor** ed **Erg**, i compensi variabili sono esclusivamente di lungo periodo, mentre 20 società premiano il CEO per i soli risultati annuali, non prevedendo alcun piano piano di incentivazione di lungo termine. Occorre segnalare però che, seppure nelle politiche di remunerazione di **Erg** non sia definito alcun piano di bonus annuali, negli ultimi tre esercizi l'Amministratore Delegato ha sempre ricevuto un bonus straordinario, per un valore complessivo di € 4.209.100, di cui € 1,56 milioni nel 2013. Di conseguenza, l'unica società che realmente premia il proprio CEO solo per i risultati di lungo periodo è **Exor**.

Tra le società del FTSE MIB sono in 5 (il 13,5%) a non aver previsto alcun incentivo di lungo termine nelle politiche di remunerazione del 2014. Tra queste occorre però differenziare i casi in cui l'ultimo piano di incentivazione è terminato nel 2013 (**Mediaset** e **Salvatore Ferragamo**), per cui tale mancanza è presumibilmente solo temporanea, da quelli in cui l'assenza di premi collegati alle performance di lungo periodo è dovuta ad una scelta strategica (**A2A**, **Buzzi Unicem** e **Tod's**). Di contro, l'assenza di piani di incentivazione di lungo termine corrisponde ad una precisa strategia retributiva in 15 delle 63 società a medio-piccola capitalizzazione (23,8% del totale).



**Fig. 4 – Struttura remunerazioni 2014**

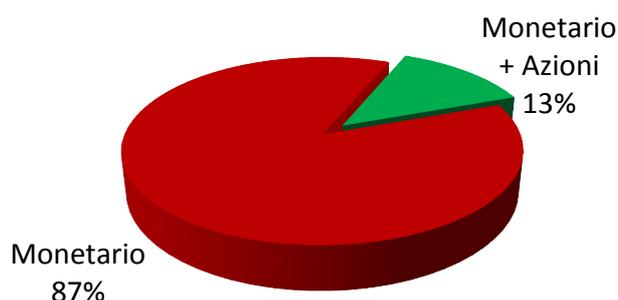


Tutte le società analizzate indicano chiaramente le modalità di attribuzione dei compensi variabili, ovvero se si tratta di incentivi monetari o di strumenti finanziari (azioni o stock options). Tra gli incentivi finanziari sono qui ricomprese anche le cosiddette *phantom shares* o *phantom stock options*, ovvero incentivi monetari pari alla differenza tra il valore dell'azione al momento della maturazione dell'incentivo (*vesting date*), o dell'esercizio del diritto (per le *phantom stock options*), ed il valore di mercato al momento dell'assegnazione iniziale (*granting date*).

Così come già evidenziato nelle analisi svolte sia nel 2012 che nel 2013, si conferma anche nel 2014 una marcata tendenza ad abbandonare gli strumenti finanziari come forma di incentivazione, a favore di compensi di natura esclusivamente monetaria. Tra le 93 società che prevedono compensi variabili, in ben 47 casi (50,5%) tutti i premi sono corrisposti esclusivamente in contanti, sia nel breve che nel lungo periodo. La percentuale di variabile esclusivamente monetario aumenta all'87% (79 società su 91) se si prendono in considerazione i soli bonus annuali, mentre si riduce al 37% (27 su 73) per quanto riguarda gli incentivi di medio-lungo periodo.



**Fig. 5 – Composizione Bonus annuale**

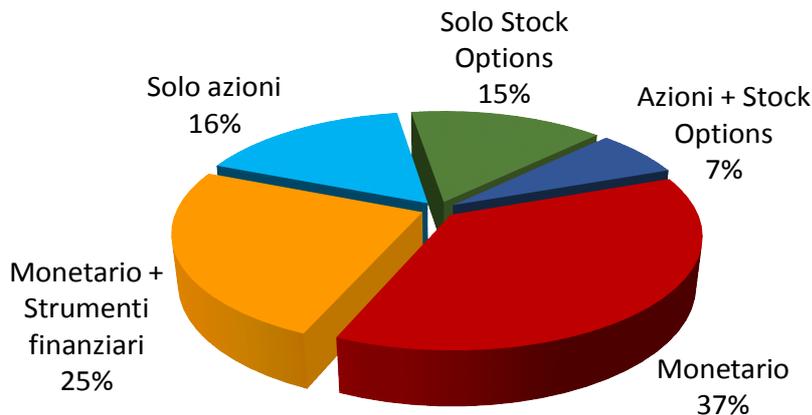


Analizzando in maggiore dettaglio, si scopre che tutte le società che prevedono una componente azionaria anche nel bonus annuale (12) sono banche. Tale particolarità deriva proprio dal forte intervento regolamentare svolto dalla Banca d'Italia, che ha raccomandato la presenza di una significativa componente azionaria nei compensi variabili, sia annuali che pluriennali. Solo 4 gruppi bancari non includono una componente azionaria di breve termine nelle politiche 2014, tra cui **UniCredit** e **Banca Generali**, che però corrispondono in strumenti finanziari una significativa parte degli incentivi di lungo periodo (azioni in **UniCredit** e stock options in **Banca Generali**). Le altre sono **Banca Popolare di Sondrio** e **Credito Valtellinese**, le cui politiche di remunerazione prevedono esclusivamente compensi variabili di breve periodo.

Per quanto riguarda i piani di medio-lungo termine, si assiste ad una discreta varietà negli strumenti di incentivazione, realizzando, almeno nella forma, un maggiore allineamento di interessi con gli azionisti rispetto ai bonus annuali. Il 63% delle politiche analizzate (46) prevedono degli strumenti finanziari per incentivare il top management nel lungo periodo, tra cui solo in 18 casi (il 25% del totale) le azioni e/o stock options sono accompagnate anche da piani monetari, mentre le rimanenti 28 società (38%) attribuiscono esclusivamente un incentivo di natura finanziaria (in 12 casi solo azioni, in 11 solo stock options ed in 5 casi entrambi gli strumenti).



**Fig. 6 – Composizione Incentivi di medio-lungo periodo**



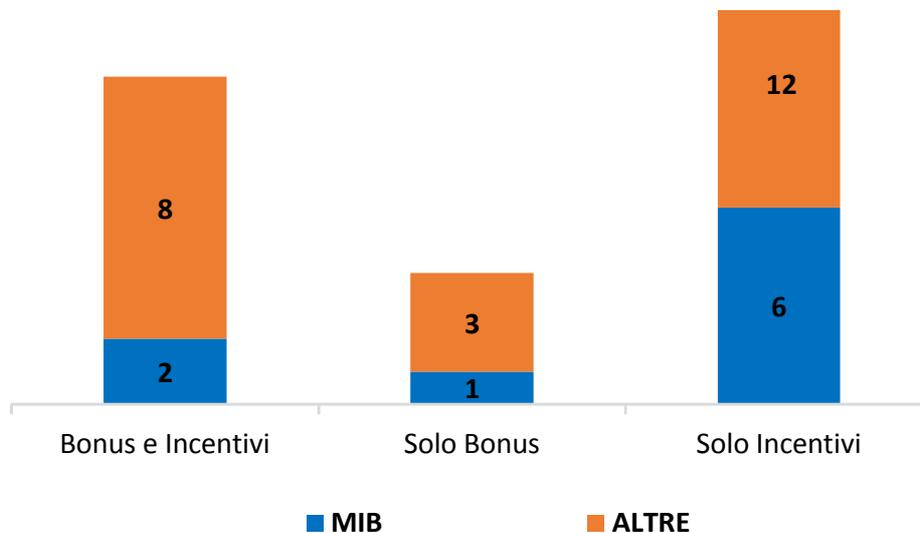
Entrando maggiormente nel dettaglio dell'analisi, si nota come tra le società del FTSE MIB, i compensi variabili sono esclusivamente monetari solo nelle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato italiano (**Enel, Enel Green Power, Eni, Finmeccanica, Saipem, Snam e Terna**) ed in **Pirelli**.

### 1.3 Il pay-mix

Come si è visto in precedenza, le Relazioni sulle Remunerazioni italiane sono estremamente trasparenti per quanto riguarda la struttura complessiva dei compensi, indicando chiaramente se ed in che modo sono corrisposte le componenti variabili. Lo stesso livello di trasparenza, però, non è riscontrabile per quanto riguarda il peso di ciascuna componente nella retribuzione totale. Per quasi un terzo delle società analizzate (32 su 100) non è possibile stimare il valore massimo degli incentivi attribuibili al CEO (Amministratore Delegato e/o Direttore Generale). Più in particolare, non è possibile stimare il livello massimo potenziale sia dei bonus annuali che degli incentivi di medio-lungo termine per 9 società che prevedono compensi variabili, mentre in 4 casi la scarsa trasparenza riguarda solo i bonus, ma sono tutte società che non prevedono un incentivo di lungo periodo (**Cementir, Marr, Salvatore Ferragamo e Sol**), in 18 casi è il livello massimo degli incentivi di lungo periodo a non essere comunicato, ed in un solo caso (**Esprinet**) è indicato il peso massimo delle componenti variabili (150% del fisso) senza indicare come queste siano distribuite tra breve e medio-lungo termine.



**Fig. 7 – Società in cui non è possibile stimare il *pay-mix* massimo**



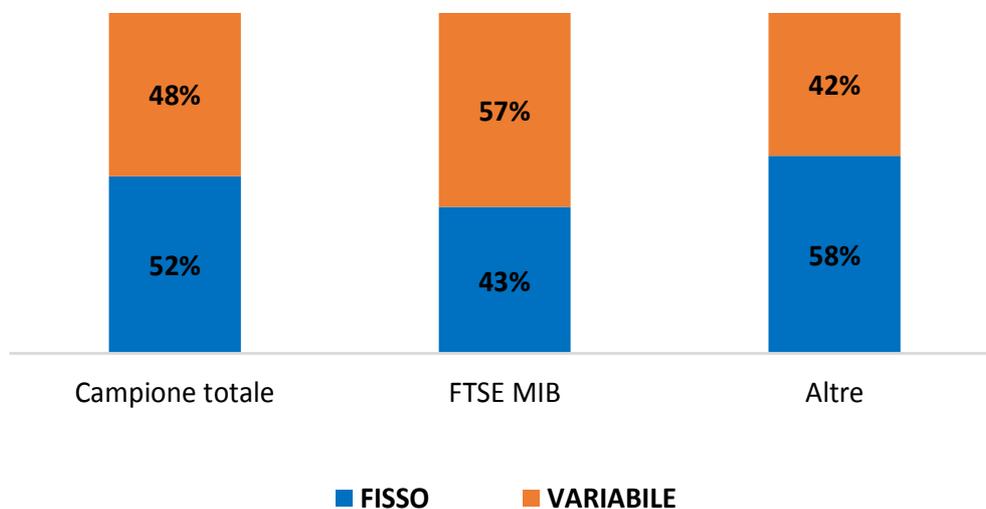
L'analisi della trasparenza non può però prescindere dalla natura degli incentivi, il cui livello potenziale non è sempre stimabile a priori. Il meccanismo di attribuzione delle azioni e delle stock options può infatti variare a seconda delle politiche adottate: in alcuni casi il valore massimo attribuibile è prestabilito, ed in base a tale valore dipenderanno gli strumenti finanziari da assegnare al beneficiario alla successiva data di maturazione dell'incentivo (*vesting*), mentre in altri casi le azioni o le stock options sono pre-assegnate, alla data di inizio di validità del piano, per cui il valore massimo dell'incentivo dipenderà dal valore dell'azione stessa alla *vesting date*. Gli incentivi sono di natura finanziaria in quasi tutte le società a maggiore capitalizzazione in cui non è possibile stimare il variabile massimo. L'unica eccezione è rappresentata da **Terna**, che nel 2014 ha rinnovato il Consiglio di Amministrazione e gli ex-componenti hanno preferito non definire con chiarezza la struttura delle remunerazioni future, come invece è accaduto in altre realtà che si sono trovate nella medesima situazione (ad esempio, **Enel**, **Eni** e **Finmeccanica**).

Discorso diverso vale per quei casi in cui non è evidenziato il livello massimo raggiungibile dagli incentivi monetari, sia di breve che di lungo periodo, la cui definizione non dovrebbe invece presentare particolari difficoltà. Tra le società maggiori, tale mancanza di trasparenza riguarda anche **Atlantia** e **Salvatore Ferragamo**, oltre alla già citata **Terna**, e 12 società a medio-piccola capitalizzazione.



Prendendo in considerazione le 68 società per cui è possibile stimare la struttura delle remunerazioni attribuibili ai massimi livelli di performance, incluse quelle in cui non è previsto alcun variabile, si nota una certa equivalenza tra componente fissa e variabile (52% contro 48%). Nelle società a maggiore capitalizzazione la proporzione si sposta leggermente a favore dei compensi variabili, il cui livello massimo può raggiungere in media il 57% della remunerazione annuale complessiva, mentre si inverte nelle società medio-piccole, dove il variabile non supera mediamente il 42%.

**Fig. 8 – Struttura media remunerazioni annuali al massimo livello del variabile**



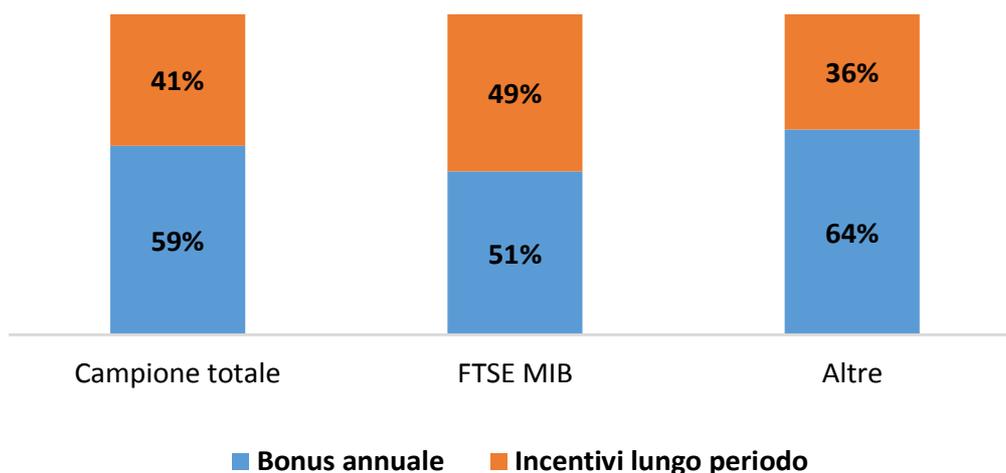
La struttura media delle remunerazioni è però significativamente influenzata dalla presenza di società che non corrispondono alcun compenso variabile, per cui il fisso ha un peso pari al 100%. Prendendo in considerazione il numero di società, anziché la media dei compensi, si nota infatti che le componenti variabili non possono superare il compenso fisso in 25 casi (il 36,8%), tra cui 5 appartenenti al FTSE MIB e ben 20 società medio-piccole (il 50% di quelle per cui è possibile stimare il *pay-mix*). In 10 casi (14,7%), tutte banche, il variabile può al massimo uguagliare il livello del fisso, mentre gli incentivi possono superare il compenso fisso in 33 casi (48,5%), tra cui 17 componenti il FTSE MIB (ovvero il 68% delle grandi società per cui è possibile stimare il *pay-mix*).

Prendendo in considerazione solo le politiche di remunerazione che prevedono compensi variabili, è possibile evidenziare come mediamente i CEO italiani siano premiati maggiormente per i



risultati conseguiti nel breve periodo (1 anno), che per le performance di medio-lungo termine (3 o più anni). In media, il 59% dei compensi variabili massimi dipendono dai risultati annuali, mentre solo il 41% è relativo ad incentivi di medio-lungo periodo. Il maggiore focus sul breve termine assume dimensioni quasi preoccupanti per le società medio-piccole, in cui il bonus annuale massimo rappresenta mediamente il 64% della componente variabile. Seppure in misura minore, anche le società maggiori sembrano preferire i risultati di breve termine, ai quali legano mediamente il 51% dei premi attribuibili al massimo responsabile della gestione. In termini numerici, 28 politiche (il 47% di quelle che prevedono una componente variabile e per cui è possibile stimare il *pay-mix*) tendono a premiare maggiormente i risultati annuali piuttosto che quelli di lungo periodo, di cui 11 relative a società del FTSE MIB (44%) e 17 a società di medio-piccola capitalizzazione (50%).

**Fig. 9 – Distribuzione componenti variabili ai massimi livelli di performance**



## 1.4 I criteri di performance

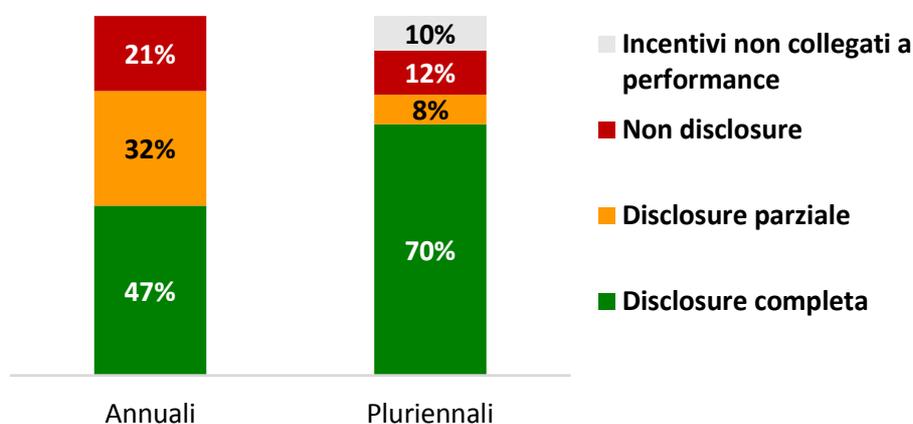
L'introduzione del voto assembleare sulle politiche di remunerazione ha sicuramente causato un generale miglioramento della trasparenza sui piani di incentivazione, grazie ad un più serrato e continuo confronto tra azionisti ed emittenti. Nonostante ciò, come già segnalato con riferimento alla stima del *pay-mix* potenziale, permangono ancora ampi margini di miglioramento, con particolare riguardo alla trasparenza sui criteri in base ai quali sono attribuiti i compensi variabili.



Tra le società analizzate che adottano dei piani di incentivazione di breve periodo, meno della metà (47%) fornisce una completa *disclosure* di tutti criteri di performance cui sono legati i bonus annuali. La percentuale di società che comunicano tutti i criteri di performance aumenta però al 70% se si prendono in considerazione i piani di incentivazione di lungo periodo. La minore trasparenza sui criteri di performance annuali è spesso giustificata dagli emittenti con il non voler fornire informazioni sensibili ai propri concorrenti, in particolare sulle strategie di breve periodo.

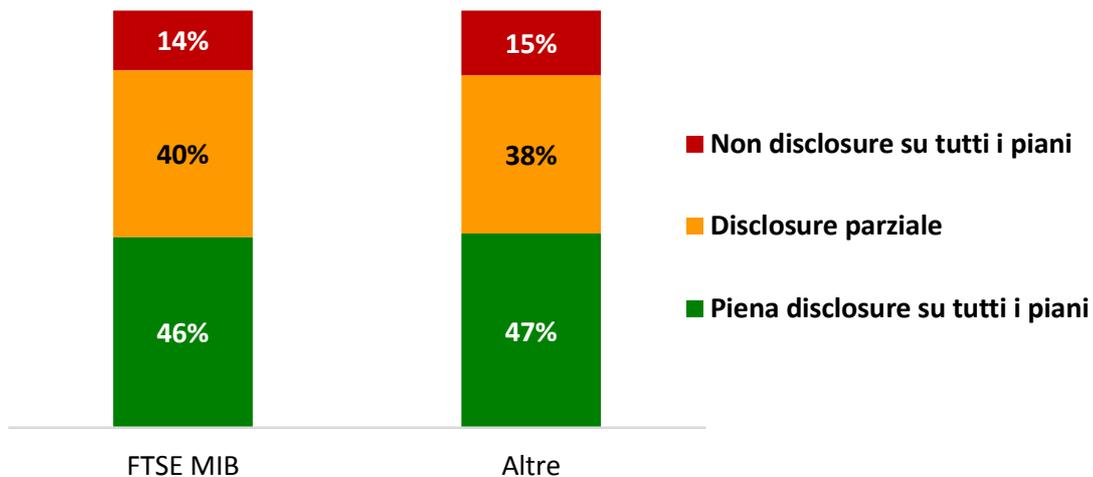
La scarsa trasparenza sui criteri di performance annuali è confermata dall'ancora elevato numero di emittenti che non fornisce alcuna indicazione, se non, a volte, in termini di mero esempio: 21% per quanto riguarda il variabile di breve periodo contro il 12% dei piani di lungo termine. Infine, il 10% dei piani di incentivazione pluriennali risultano non essere legati ad alcun criterio di performance, ovvero saranno corrisposti alla data di maturazione indipendentemente dai risultati conseguiti nel *vesting period*. In realtà, si tratta in larghissima parte di piani di stock options, per cui l'incentivo è implicitamente collegato alla performance di mercato dell'azione sottostante nel periodo di maturazione, in quanto non vi sarà alcun incentivo se il valore dell'azione dovesse scendere al di sotto del prezzo fissato per l'esercizio (*strike price*). L'unica eccezione è rappresentata da **Fiat** (oggi Fiat Chrysler Automobiles), che non attribuisce stock options al CEO, ma azioni gratuite che avranno presumibilmente un valore sempre positivo, anche se il prezzo di mercato dell'azione dovesse crollare (nello specifico, le azioni attribuite all'Amministratore Delegato Sergio Marchionne, e non ancora maturate, avevano un valore di mercato di € 8.625.000 all'assegnazione, per cui se anche dovessero crollare del 50%, il CEO della nuova **FCA** potrà comunque beneficiare di un incentivo di oltre € 4 milioni).

**Fig. 10 – Trasparenza sui criteri di performance**



A differenza di quanto ci si potrebbe aspettare, il livello di trasparenza sui criteri di performance non cambia sostanzialmente al variare delle dimensioni dell'emittente. Poco meno della metà sia delle società del FTSE MIB (46%) che di quelle medio-piccole (47%) riportano l'intera lista di criteri di performance sia per il breve che per il lungo periodo. Le società più grandi tendono invece a fornire maggiormente una lista almeno parziale degli obiettivi, mentre i casi di completa *non disclosure* sono leggermente più frequenti tra gli emittenti a capitalizzazione medio-bassa.

**Fig. 11 – Trasparenza sui criteri di performance (FTSE MIB vs. altre)**

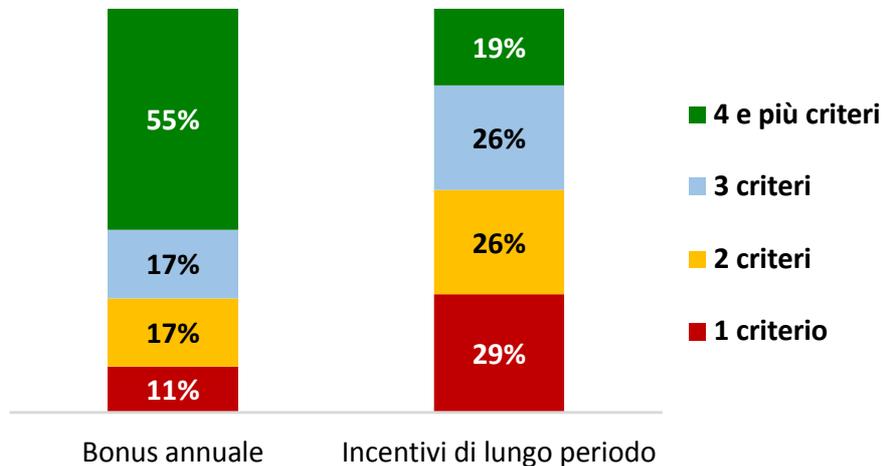


Laddove comunicati nelle Relazioni sulle Remunerazioni, gli obiettivi di performance tendono ad essere delle categorie più varie, includendo indicatori reddituali, patrimoniali, finanziari o qualitativi, questi ultimi legati sia a strategie societarie che a parametri di sostenibilità. Il collegare gli incentivi ad una pluralità di criteri di performance, sia nel breve che nel lungo periodo, risponde alla corretta necessità di ridurre il rischio di intrapresa di attività eccessivamente rischiose da parte del top management. Di fatto, occorre evitare che il management si concentri principalmente nel massimizzare solo quei parametri da cui dipende il proprio bonus, magari attraverso attività che possano mettere in pericolo la sostenibilità della crescita aziendale nel lungo periodo. A conferma di tale affermazione, si può notare come il numero di indicatori di performance tenda a crescere notevolmente con riferimento ai bonus annuali: oltre la metà degli emittenti con un adeguato livello di *disclosure* indica almeno 4 parametri cui sono collegati i premi annuali dei CEO. Di contro, i piani di incentivazione di lungo periodo sono in larga parte collegati ad un numero ridotto di



indicatori di performance: non più di 3 criteri sono utilizzati per valutare l'81% degli incentivi pluriennali.

**Fig. 12 – Numero di criteri di performance per l'attribuzione del variabile**



Oltre 40 indicatori differenti sono chiaramente indicati nelle Relazioni sulle Remunerazioni 2014, tra cui però se ne possono individuare alcuni particolarmente ricorrenti. Tra le società non finanziarie, ad esempio, a farla da padrone è l'EBITDA (o Margine Operativo Lordo), che è incluso in ben 32 piani di incentivazione annuali ed in 20 di lungo periodo. I requisiti di solidità patrimoniale (Tier 1 Ratio, CET 1 Ratio, Patrimoni di Vigilanza, eccetera) sono invece presenti in praticamente tutti i piani di incentivazione predisposti dalle banche italiane (14 bonus annuali e 13 incentivi di lungo periodo).

Oltre che sulla base del settore di riferimento, la scelta degli indicatori può variare sensibilmente anche in base all'orizzonte temporale di riferimento del piano di incentivazione. La performance di mercato del titolo azionario, ad esempio, è fortemente utilizzata per definire il compenso variabile di lungo periodo, essendo inclusa nel 36% dei piani, mentre è preso in considerazione per valutare solo l'8% dei bonus annuali.

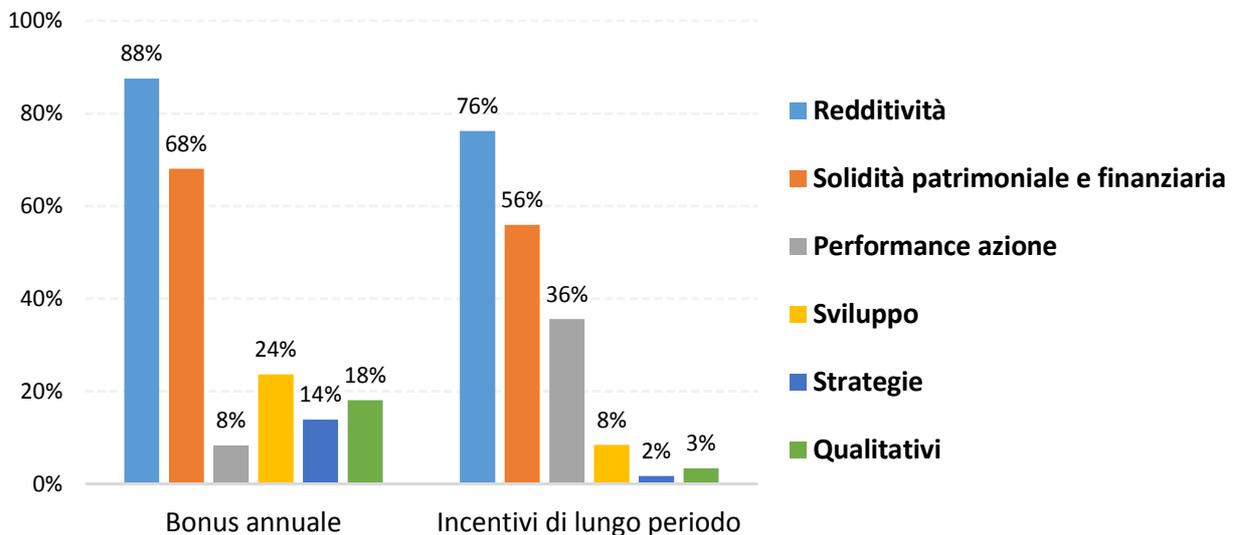
Per semplicità, tutti gli indicatori di performance riportati nelle Relazioni sulle Remunerazioni sono stati di seguito raggruppati in 5 macro-categorie:

- Indicatori di redditività (EBITDA, EBIT, Utile lordo e netto, ROI, ROE, etc.);



- Indicatori di solidità patrimoniale e finanziaria (Indebitamento netto, Tier 1, Common Equity, Cash Flow, Liquidità, Solvency, etc.);
- Performance dell'azione (Total Shareholder Return, EPS);
- Indici di sviluppo (CAGR, Investimenti, Vendite, Ordini, etc.);
- Progetti strategici (Investimenti, Nuovi Progetti, etc.);
- Indicatori qualitativi (Sostenibilità, Sicurezza, Organizzazione, Customer Satisfaction, etc.).

**Fig. 13 – Tipologia indicatori di performance**



Come si può notare dal grafico precedente, tutti gli emittenti analizzati legano l'attribuzione e l'ammontare dei compensi variabili alla redditività e/o alla solidità finanziaria e patrimoniale. Mentre però si nota una notevole varietà di indicatori utilizzati per definire le performance annuali, il valore di mercato dell'azione risulta l'unico parametro aggiuntivo nella gran parte di piani di incentivazione di lungo termine. In particolare, risalta la quasi totale assenza di obiettivi di lungo periodo legati all'implementazione delle strategie aziendali, che sono chiaramente riportati solo dalla mid-cap **Falck Renewables**. D'altra parte, solo 17 delle 49 società che forniscono piena *disclosure* sui parametri di performance, utilizzano indicatori del tutto differenti nel valutare i



risultati di breve e quelli di lungo periodo, mentre 11 società utilizzano esattamente gli stessi criteri di performance, indipendentemente dall'orizzonte temporale di riferimento.

Un'ultima annotazione si rende necessaria per quanto riguarda i criteri qualitativi, ovvero non collegati direttamente ad indicatori di bilancio o all'operatività aziendale. Nonostante solo 14 emittenti li indichino chiaramente nelle Relazioni sulle Remunerazioni, la pratica di legare parte dei compensi anche a parametri qualitativi si sta sempre più affermando tra gli emittenti italiani, così come in altri mercati internazionali. Tale pratica è generalmente supportata anche dagli investitori istituzionali, soprattutto da quanti sono soliti includere anche criteri di sostenibilità nella definizione degli investimenti, a condizione però che tutti i compensi variabili, anche quelli non prettamente finanziari, siano sempre collegati a parametri oggettivi e misurabili.

Tra i criteri qualitativi maggiormente utilizzati dalle società italiane si segnalano la *customer satisfaction*, criteri etici e reputazionali (ad esempio, la capacità di diffusione dei valori e dell'etica aziendale), indici di sicurezza sul posto di lavoro ed indicatori della sostenibilità ambientale. Anche in questo caso si nota una decisa predilezione ad applicare tali criteri esclusivamente ai bonus annuali, con due sole eccezioni: **Pirelli**, che valuta parte degli incentivi di lungo periodo alla permanenza del titolo azionario nei principali indici di sostenibilità, ed **UniCredit**, il cui incentivo di lungo periodo corrisponde però al differimento del bonus annuale, per cui l'orizzonte temporale di performance è sostanzialmente di un solo anno.

### 1.5 *Clausole di correzione degli incentivi*

L'obiettivo ultimo di qualsiasi politica di remunerazione dovrebbe essere sempre volto alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo. In tal senso, il compenso variabile dovrebbe incentivare il perseguimento del miglior interesse della società (e di conseguenza di tutti gli *stakeholders*), evitando il più possibile l'intrapresa di attività eccessivamente rischiose, che possano pregiudicare la sostenibilità della crescita aziendale, così come, ovviamente, i comportamenti fraudolenti. Allo scopo di ridurre, per quanto possibile, i rischi derivanti da piani di incentivazione particolarmente sfidanti per il management (come richiesto anche dagli azionisti), alcune società prevedono dei meccanismi di correzione *a posteriori*, che si attivano successivamente alla data di maturazione dell'incentivo stesso.



In particolare, le clausole di correzione possono essere distinte in due tipologie principali:

- clausole *malus*: il pagamento del variabile è differito ad una data successiva a quella di maturazione del diritto, ed è soggetto al mantenimento dei risultati conseguiti nel *performance period* o ad ulteriori criteri di performance;
- clausole di *claw-back*: la società ha la possibilità di recuperare gli incentivi già corrisposti, nel caso in cui dovesse successivamente emergere che i risultati in base ai quali il compenso era stato pagato non erano stati valutati correttamente, o che erano stati raggiunti grazie a comportamenti scorretti o eccessivamente rischiosi da parte del beneficiario.

Sono 27 le società del campione analizzato che utilizzano clausole di correzione degli incentivi, ovvero il 29% dei casi in cui è previsto un compenso variabile. In particolare, le clausole *malus* sono utilizzate da pressoché tutti i gruppi bancari, che tendono a differire una componente rilevante del bonus annuale nel lungo periodo ed a corrispondere una parte degli incentivi in strumenti finanziari.

Mentre la clausola *malus* è facilmente applicabile a tutti i piani di incentivazione annuali o pluriennali, che siano monetari o azionari, più complessa è l'attivazione dei meccanismi di restituzione di compensi già assegnati, soprattutto se si tratta di compensi monetari. Ciononostante, le società che inseriscono clausole di *claw-back* nei piani di incentivazione sono in costante aumento, comprendendo anche compensi di natura esclusivamente monetaria (è il caso, ad esempio, delle società a partecipazione statale **Enel**, **Enel Green Power**, **Eni**, **Finmeccanica** e **Snam**).

## 1.6 Bonus discrezionali

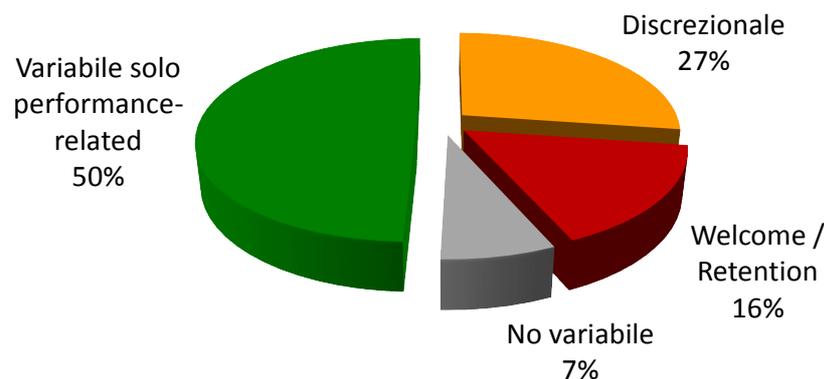
Dall'analisi della composizione dei compensi variabili si è potuto notare come le società tendano a costruire dei piani di incentivazione particolarmente complessi, che includono una varietà di strumenti di incentivazione (soprattutto nel lungo periodo), e collegati ad una pluralità di criteri (soprattutto nel breve periodo), con lo scopo di realizzare il massimo allineamento possibile degli interessi del top management con quelli della società. Ciononostante, permangono ancora



diversi casi in cui è possibile attribuire un compenso variabile al CEO in maniera del tutto discrezionale, o comunque non direttamente collegata a performance oggettive e misurabili. Si tratta, ad esempio, di bonus discrezionali attribuiti in occasione di eventi straordinari, la cui natura non è predeterminata nelle politiche di remunerazione, o rimessi al solo giudizio del Consiglio di Amministrazione. In altri casi, il compenso aggiuntivo è assicurato dalla semplice permanenza in carica del beneficiario (*retention*), o attribuito al momento dell'assunzione della carica (*entry o welcome bonus*).

In 27 casi le politiche di remunerazione prevedono esplicitamente la possibilità di attribuire dei bonus discrezionali, sempre monetari e di breve periodo. In 16 casi, invece, è prevista l'assegnazione di incentivi, sia monetari (5) che tramite strumenti finanziari (11), non collegati ad alcun risultato, ma semplicemente sulla base dell'ingresso o della permanenza nella carica.

**Fig. 14 – Componenti variabili non collegate a performance**



Tra i casi più eclatanti di compenso variabile non direttamente collegato alle performance, si ricorda il già segnalato piano di incentivazione azionaria di **Fiat**, grazie al quale, tra il 2012 ed il 2013, l'Amministratore Delegato ha maturato il diritto a ricevere azioni del valore aggregato di € 24 milioni alla *vesting date*.

Di seguito sono riportati i compensi variabili discrezionali assegnati o maturati nel corso del 2013. Il valore degli incentivi azionari è pari al valore dell'azione alla *vesting date* o al momento dell'assegnazione, se non ancora maturati.



**Tab. 1 – Top 10 componenti variabili non collegate a performance**

Società - CEO	Tipologia	Valore	Maturazione
<b>Fiat</b> - Marchionne	Azioni - no performance	€ 9.811.665	2013
<b>Generali</b> - Greco	Azioni - welcome	€ 5.337.103	2013
<b>Banca Carige</b> - Montani	Azioni - welcome	€ 1.594.000	2015
<b>Erg</b> - Bettonte	Monetario - discrezionale	€ 1.559.100	2013
<b>Autogrill</b> - Tondato da Ruos	Monetario - discrezionale	€ 750.000	2013
<b>Telecom Italia</b> - Patuano	Monetario - discrezionale	€ 400.000	2013
<b>Maire Tecnimont</b> - Forgiero	Monetario - retention	€ 350.000	2013
<b>Sogefi</b> - Fiocchi	Azioni - retention	€ 226.000	2017
<b>Danieli</b> - Benedetti	Monetario - discrezionale	€ 200.000	2013
<b>Mondadori Editore</b> - Mauri	Monetario - welcome	€ 160.000	2013

### 1.7 Indennità di fine carica (severance payments)

Le politiche sugli eventuali compensi da corrispondere in caso di cessazione della carica sono un ulteriore fattore di notevole rilevanza nella discussione tra azionisti ed emittenti, soprattutto in quei casi in cui possono rappresentare un notevole disallineamento di interessi nel lungo periodo. In particolare, la previsione di indennità particolarmente elevate potrebbe costituire un rischio significativo per la società, in quanto potrebbe assicurare un guadagno significativo per il CEO anche in caso di performance estremamente deludenti.

Tra le maggiori indennità corrisposte negli ultimi anni, che hanno rappresentato dei veri e propri *golden parachutes*, si ricordano: € 38 milioni corrisposti da **UniCredit** all'ex-Amministratore Delegato Alessandro Profumo (2010), € 10 milioni da **Fondiarria-Sai** all'ex-AD Fausto Marchionni (2011), le indennità assegnate da **Generali** all'ex-Presidente Cesare Geronzi (€ 16,7 milioni nel 2011) ed all'ex-Amministratore Delegato Giovanni Perissinotto (€ 10,7 milioni nel 2012), € 9,5 milioni da parte di **Finmeccanica** all'ex-Presidente Pier Francesco Guarguaglini ed all'ex-Direttore Generale Giorgio Zappa nel 2011. Tutti casi in cui le indennità di fine carica hanno superato di gran lunga il limite di 2 annualità di compenso fisso raccomandato dalla Commissione Europea già nel 2009<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> L'articolo 3.5 delle Raccomandazioni della Commissione Europea in tema di remunerazione degli Amministratori delle società quotate, emesse nell'aprile 2009 cita: "il trattamento di fine rapporto di lavoro non dovrebbe superare un determinato importo o un determinato numero di anni, che non deve in genere oltrepassare due anni della



Come si può notare dalla tabella seguente, nel corso del 2013 non si sono registrati casi così eclatanti di *golden parachutes*, evidenziandosi una tendenza generale verso un allineamento alle *best practices*, se non internazionali (al massimo 2 anni di compenso fisso) almeno a quelle nazionali (2 anni di compenso totale, incluso il fisso e la media dei bonus pagati nei 3 esercizi precedenti).

**Tab. 2 – Maggiori indennità di fine rapporto corrisposte nel 2013**

Società - Beneficiario (carica)	Indennità	Annualità di fisso corrispondenti
<b>Mondadori Editore</b> - Costa (CEO)	€ 5.755.000	2,6
<b>Telecom Italia</b> - Bernabè (Presidente)	€ 5.638.000	2,9
<b>Datalogic</b> - Sacchetto (CEO)	€ 4.000.000	4,6
<b>Safilo</b> - Vedovotto (CEO)	€ 3.605.990	2,7
<b>Intesa Sanpaolo</b> - Cucchiani (CEO)	€ 3.600.000	2,0
<b>Prysmian</b> - Dorjee (CSO)	€ 2.500.000	4,2
<b>Saipem</b> - O'Donnel (Deputy CEO)	€ 926.000	1,5
<b>Iren</b> - Garbati (CEO)	€ 779.000	0,9
<b>Iren</b> - Bazzano (Presidente)	€ 324.000	0,7

La maggiore “attenzione” nell'attribuire le indennità di fine rapporto può essere ricondotta principalmente a due fattori: da una parte il grande clamore suscitato nell'opinione pubblica dai compensi attribuiti negli anni passati, soprattutto in considerazione della grande crisi finanziaria internazionale, ma anche il forte impulso dato dall'introduzione del *say-on-pay*, che ha favorito una più ampia e consapevole diffusione delle *best practices* internazionali.

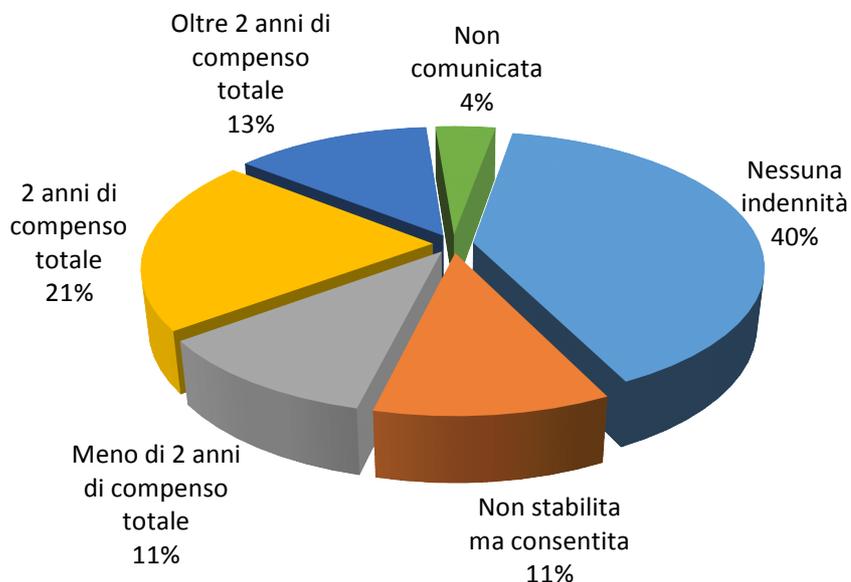
La tendenza generale verso un maggiore allineamento alle migliori pratiche di mercato diventa ancora più evidente analizzando le politiche di remunerazione per i prossimi anni, e quindi le indennità che saranno eventualmente assegnate agli attuali CEO. In 55 casi non è possibile calcolare con precisione l'eventuale indennità, tra cui: 40 società che non prevedono alcuna

componente non variabile della retribuzione o del suo equivalente”. Inoltre, le Raccomandazioni prevedono che nessuna indennità sia versata “se il recesso è dovuto a prestazioni inadeguate o se un amministratore decide autonomamente di dimettersi”.



indennità aggiuntiva rispetto a quanto previsto dagli accordi nazionali di lavoro<sup>6</sup>, 11 che non prevedono clausole specifiche di *severance*, ma la cui politica non esclude la possibilità di accordi specifici al momento della cessazione, e 4 società che non riportano alcuna indicazione in merito all'eventuale indennità. Tra le residue 45 società che specificano chiaramente le clausole di fine rapporto, in ben 21 casi l'indennità sarà pari a 2 anni di compenso totale (fisso più media degli incentivi monetari pagati negli ultimi esercizi), in 14 casi potrà superare l'equivalente di 2 anni di remunerazione totale, mentre in 11 casi potrà essere pari (7) o inferiore (4) alle 2 annualità di compenso fisso raccomandate dalla Comunità Europea.

**Fig. 15 – Politica sull'indennità di fine rapporto**



<sup>6</sup> Una pratica estremamente diffusa in Italia è di assumere l'Amministratore Delegato come dipendente della società, con l'ulteriore carica di Direttore Generale. Tale pratica si presta a forti contestazioni, in quanto il ruolo ed i compensi del massimo esponente aziendale non sono paragonabili a quelli dei normali dirigenti, per cui non dovrebbero valere anche per il CEO le medesime tutele previste dai contratti di lavoro nazionali. Anche in questo ambito, però, si sta assistendo ad un allineamento con le pratiche internazionali, seppure estremamente lento. Si segnala, ad esempio, il caso di **A2A**, il cui Amministratore Delegato Luca Camerano, nominato a giugno 2014, non è stato assunto anche come dipendente della società.



## 2. La remunerazione dei CEO nel 2013 e nel periodo 2011-2013

Come già segnalato nella nota metodologica, in questa sezione sono analizzate tutte le componenti della remunerazione maturate (*vested*) nell'esercizio di riferimento, anche se ancora non entrate nella piena disponibilità del beneficiario. Le seguenti componenti sono incluse nella remunerazione complessiva dell'anno:

- tutti i compensi monetari assegnati al beneficiario, tranne eventuali componenti differite negli anni successivi e soggette al verificarsi di ulteriori criteri di performance;
- gli incentivi in forma azionaria attribuiti al beneficiario, anche se non ancora entrati nella sua disponibilità, considerati al loro valore di mercato alla data di maturazione del diritto (*vesting date*);
- le stock options attribuite, anche se non ancora esercitabili, valutate al *fair value* indicato dalla società o, in assenza di ulteriori indicazioni nella Relazione, stimato attraverso la formula di Black e Scholes, ed interamente imputate all'esercizio in cui è maturato il diritto.

La metodologia qui utilizzata, che può essere definita del *vesting*, presenta il limite di includere nelle remunerazioni totali sia dei benefici reali, costituiti dai compensi monetari già corrisposti, che dei benefici potenziali, rappresentati dal valore attuale o stimato degli strumenti finanziari. Come già sottolineato in precedenza, però, l'obiettivo di questa analisi non è quello di calcolare il reddito reale dei CEO italiani, ma quello di verificare l'eventuale correlazione tra i piani di compensi ed i risultati conseguiti nel rispettivo periodo di performance. Gli incentivi finanziari maturati nel corso del 2013, ad esempio, sono stati attribuiti sulla base dei risultati ottenuti nel corso del 2012, se relativi a piani annuali, o nel triennio precedente (2010 – 2012) per i piani di incentivazione pluriennali. Di contro, se si prendessero in considerazione le azioni di cui il beneficiario può disporre o le stock options esercitate nell'esercizio di riferimento, si avrebbe sì evidenza dell'importo effettivamente realizzato dal CEO, ma si perderebbe il collegamento con il periodo di performance. Il periodo in cui è possibile esercitare le stock options, ad esempio, è



generalmente posticipato di diversi anni rispetto al *performance period*. Di conseguenza, le stock options esercitate nell'esercizio in esame si riferiscono per lo più ad assegnazioni avvenute in epoche molto precedenti, rispetto al periodo di performance cui si riferiscono gli incentivi maturati nello stesso esercizio.

Per rendere più chiara la differenza tra le tre diverse metodologie utilizzabili ("realizzato", *vested* o *awarded*), si può considerare il caso di **Luxottica**: nel 2013, l'Amministratore Delegato Andrea Guerra ha esercitato 2 milioni di stock options, realizzando un guadagno totale di € 53,9 milioni (compenso "realizzato"); il diritto a ricevere quelle stock options, però, era maturato già nel 2006 e quindi relativo ai risultati conseguiti in un periodo che precede di gran lunga quello considerato in questa analisi (2010 – 2012); allo stesso tempo, nel 2013 Luxottica ha attribuito al CEO 90.000 azioni gratuite, del valore di € 3.253.725 alla data di maturazione del diritto (compenso *vested*), perché si sono verificati determinati criteri di maturazione nel triennio precedente; inoltre, sempre nel 2013 sono state attribuite ulteriori 44.400 azioni al Dott. Guerra, che però matureranno solo nel 2016 al verificarsi di condizioni predeterminate nei prossimi tre esercizi (compensi *awarded*).

## 2.1 La remunerazione totale

Nel 2013, le remunerazioni complessive dei CEO delle principali società quotate italiane hanno subito una forte riduzione, risultando al livello più basso degli ultimi 3 anni: il 13% in meno rispetto al 2012 e l'8% in meno rispetto al 2011.

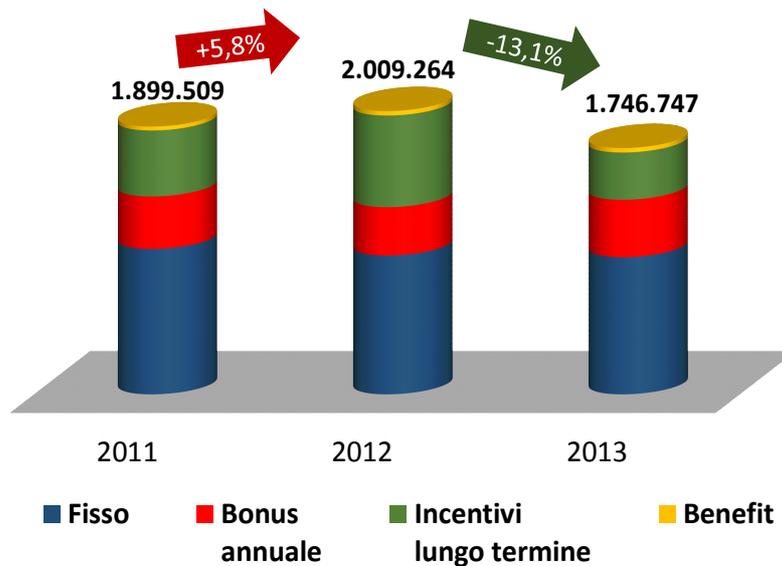
Scomponendo l'importo delle remunerazioni in base alla natura del compenso, si può però notare come il forte calo non abbia riguardato tutte le componenti:

- le retribuzioni fisse si evidenziano per un leggero ma costante calo nel corso degli ultimi tre esercizi (-1,2% rispetto al 2012 e -5,7% rispetto al 2011);
- gli incentivi di lungo periodo maturati nel 2013 sono ai livelli più bassi degli ultimi anni, praticamente dimezzati rispetto al 2012 (-48%) e notevolmente inferiori anche rispetto al 2011 (-28%),
- i bonus annuali, al contrario, risultano ai livelli più elevati negli ultimi tre anni, in

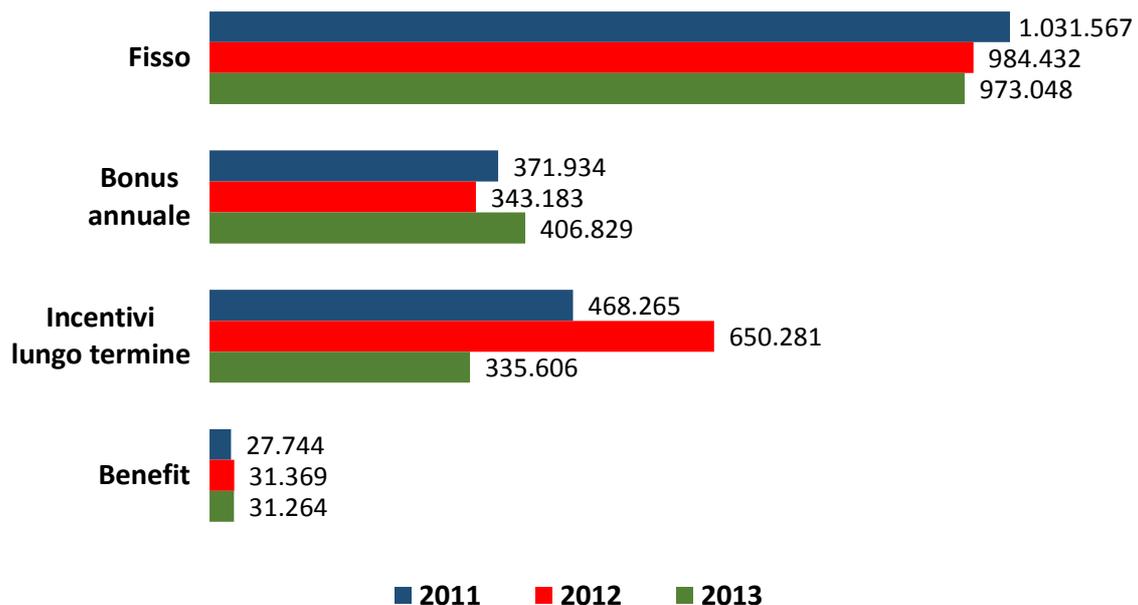


- aumento del 18,5% rispetto al 2012 e del 9,4% rispetto al 2011,
- i benefici non monetari si confermano una quota residuale e pressoché costante della remunerazione.

**Fig. 16 – Compensi totali CEO 2011 – 2013 (€)**

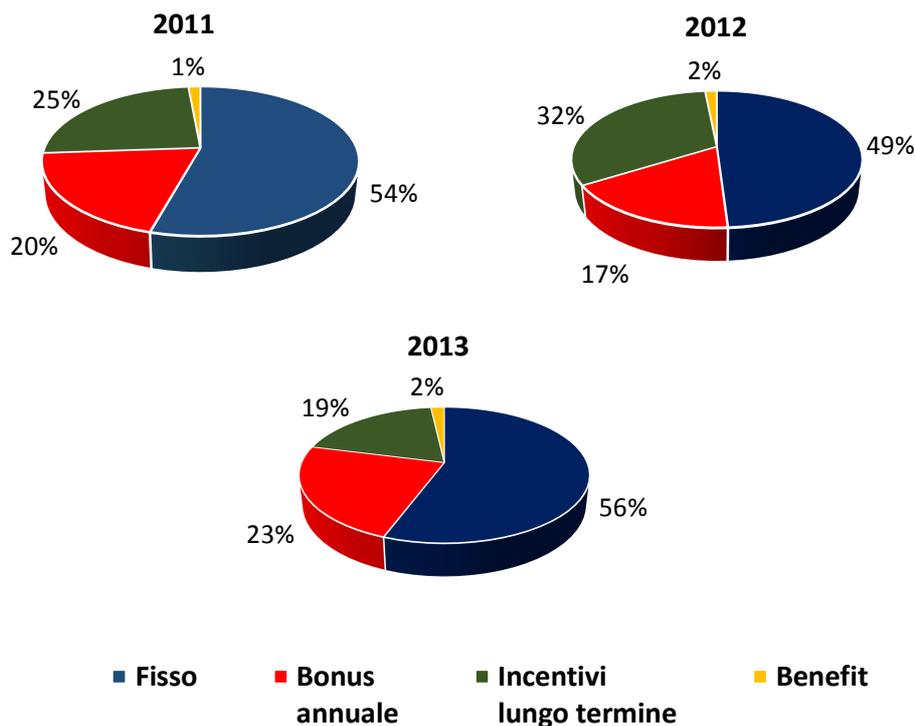


**Fig. 17 – Componenti remunerazioni CEO 2011 – 2013 (€)**



Con la sola eccezione del 2012, quando l'ammontare del variabile ha superato il compenso fisso, seppure di pochissimo (in media € 993.464 di variabile contro € 984.432 di fisso), le politiche retributive italiane tendono sempre a prediligere le componenti retributive non collegate alle performance.

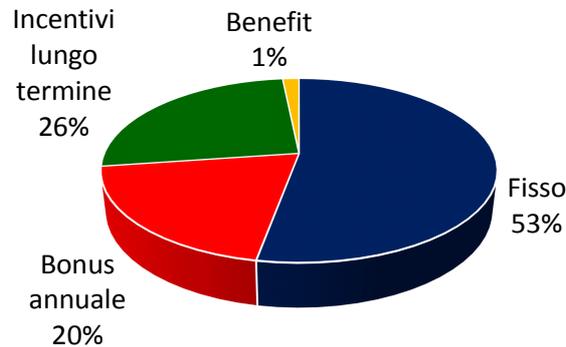
**Fig. 18 – Struttura remunerazioni annuali 2011-2013**



Come si può notare dai dati riportati finora, la componente più instabile della remunerazione è rappresentata dagli incentivi di lungo periodo maturati in ciascun esercizio. Occorre però evidenziare come questa "instabilità" sia principalmente dovuta alla differente definizione dei piani stessi nelle politiche di remunerazione: mentre in alcuni casi una quota dell'incentivo matura annualmente, sulla base dei risultati conseguiti nei 3 esercizi precedenti, altri piani prevedono un'unica attribuzione al termine del periodo di performance, attivando un nuovo piano solo in seguito alla conclusione del ciclo precedente. Per poter valutare con più precisione la struttura media delle remunerazioni dei CEO italiani, occorre quindi analizzare un intero ciclo di incentivazione, includendo il totale dei compensi maturati negli ultimi 3 esercizi.



**Fig. 19 – Composizione remunerazioni totali triennio 2011-2013**



Prendendo in considerazione le remunerazioni complessivamente assegnate nel triennio 2011 – 2013, da una parte si conferma la prevalenza dei compensi fissi (53%), ma dall'altra si nota come gli incentivi di lungo periodo assumano una rilevanza decisamente maggiore rispetto ai bonus annuali, contrariamente a quanto evidenziato dall'analisi delle remunerazioni maturate nel solo esercizio 2013.

Questo risultato potrebbe sorprendere, alla luce di quanto rilevato nel corso dell'analisi delle politiche di remunerazione, ovvero del gran numero di società che non prevedono alcun incentivo di lungo periodo o che tendono a premiare maggiormente il CEO per i risultati di breve periodo. In effetti, in termini numerici, sono molti di più i bonus maturati nel periodo 2011 – 2013 (83) rispetto agli incentivi di lungo periodo (54), ma l'ammontare medio di quest'ultimo è risultato quasi il doppio: € 2.603.803 gli incentivi medi maturati nei tre anni, contro € 1.312.377 dei bonus.

Da questa prima analisi della struttura delle remunerazioni si può quindi concludere che la pratica di collegare fortemente i compensi ai risultati di medio-lungo periodo è ancora poco praticata dagli emittenti italiani, ma che, laddove previsti, i piani di incentivazione pluriennali assumono dimensioni decisamente significative. A conferma di ciò, si possono confrontare le 15 società con i compensi più elevati e quelle con i compensi più bassi maturati sia nel 2013 che nel triennio 2011 – 2013.



**Tab. 3 – Struttura 15 remunerazioni più elevate nel 2013 (€)**

Società	Compenso fisso	Bonus annuale	Incentivi di lungo periodo	Benefit	Totale
FIAT	2.300.000	1.496.603	9.811.665	107.100	<b>13.715.368</b>
GENERALI	1.300.000	7.532.931	0	110.398	<b>8.943.329</b>
LUXOTTICA	2.512.261	1.944.179	3.253.725	26.205	<b>7.736.370</b>
GTECH	855.699	1.406.266	3.992.179	79.378	<b>6.333.522</b>
PRYSMIAN	1.115.500	0	5.042.929	12.725	<b>6.171.154</b>
PIRELLI & C.	3.383.347	1.800.000	0	6.201	<b>5.189.548</b>
ENI	1.430.000	2.088.000	1.022.000	15.000	<b>4.555.000</b>
INTERPUMP	1.351.000	66.000	2.138.100	0	<b>3.555.100</b>
TERNA	1.485.000	850.000	1.125.000	63.871	<b>3.523.871</b>
MEDIASET	2.319.665	960.000	0	9.498	<b>3.289.164</b>
ENEL	1.424.261	739.474	1.040.000	74.365	<b>3.278.100</b>
ERG	1.189.157	1.559.100	0	443.379	<b>3.191.635</b>
UNIPOL	1.885.789	1.141.036	0	64.813	<b>3.091.638</b>
CEMENTIR	1.869.000	1.058.000	0	3.000	<b>2.930.000</b>
UNICREDIT	2.013.823	0	295.761	306.085	<b>2.615.669</b>

Con riguardo ai compensi maturati nel 2013, occorre sottolineare che il bonus annuale corrisposto da **Generali** include un “premio di benvenuto” di € 5.337.103, attribuito all'Amministratore Delegato Mario Greco al momento della nomina nel giugno 2012, inizialmente previsto in 380.868 azioni gratuite (di cui metà disponibili dal 2015 e metà dal 2018) e successivamente erogato in contanti a maggio 2013. I benefit riportati in **Erg**, invece, includono una quota di € 420.000 accantonata dalla società relativamente all'indennità che sarà attribuita al CEO al momento della cessazione della carica (pari al 40% del compenso fisso annuo).



**Tab. 4 – Struttura 15 remunerazioni più elevate nel triennio 2011-2013 (€)**

Società	Compenso fisso	Bonus annuale	Incentivi di lungo periodo	Benefit	Totale
FIAT	6.867.200	3.470.603	24.011.665	516.100	<b>34.865.568</b>
PIRELLI & C.	10.061.339	6.330.000	14.141.840	16.728	<b>30.549.908</b>
LUXOTTICA	7.528.053	5.498.140	14.797.600	160.133	<b>27.983.926</b>
GTECH	2.557.003	4.128.847	9.348.207	225.287	<b>16.259.344</b>
ENI	4.290.000	6.308.000	5.193.000	45.000	<b>15.836.000</b>
EXOR	5.887.700	0	9.037.500	8.700	<b>14.933.900</b>
GENERALI	3.712.702	9.312.931	0	155.169	<b>13.180.802</b>
ENEL	4.230.200	5.548.383	2.288.000	204.234	<b>12.270.817</b>
SALVATORE FERRAGAMO	2.274.000	1.252.000	8.382.105	49.000	<b>11.957.105</b>
PRYSMIAN	3.351.570	419.232	8.026.864	31.016	<b>11.828.682</b>
MEDIASET	6.998.049	2.570.000	54.000	27.235	<b>9.649.285</b>
MONDADORI EDITORE	5.566.199	1.000.000	2.500.000	50.475	<b>9.116.674</b>
YOOX	2.143.111	920.000	5.886.802	13.951	<b>8.963.864</b>
TERNA	4.347.404	2.550.000	1.500.000	189.148	<b>8.586.552</b>
UNICREDIT	5.212.669	337.016	2.089.390	782.151	<b>8.421.226</b>

**Tab. 5 – Struttura 15 remunerazioni più basse nel 2013 (€)**

Società	Compenso fisso	Bonus annuale	Incentivi di lungo periodo	Benefit	Totale
ASTM	561.825	0	0	0	<b>561.825</b>
TREVI FIN INDUSTRIALE	499.000	50.000	0	0	<b>549.000</b>
SIAS	531.752	0	0	0	<b>531.752</b>
EI TOWERS	402.133	125.000	0	2.583	<b>529.716</b>
DIASORIN	511.678	0	0	3.596	<b>515.274</b>
IREN	429.000	50.000	0	11.000	<b>490.000</b>
HERA	352.461	98.700	0	6.529	<b>457.690</b>
BUZZI UNICEM	317.893	32.604	0	9.615	<b>360.112</b>
DATALOGIC	359.333	0	0	0	<b>359.333</b>
IGD	266.500	63.960	15.990	0	<b>346.450</b>
ASCOPIAVE	267.542	0	0	0	<b>267.542</b>
COFIDE	160.000	0	0	0	<b>160.000</b>
BANCA CARIGE	133.000	0	0	1.000	<b>134.000</b>
BONIFICHE FERRARESI	103.847	15.400	0	546	<b>119.793</b>
DEA CAPITAL	30.000	0	87.989	0	<b>117.989</b>



**Tab. 6 – Struttura 15 remunerazioni più basse nel triennio 2011-2013 (€)**

Società	Compenso fisso	Bonus annuale	Incentivi di lungo periodo	Benefit	Totale
ZIGNAGO VETRO	952.333	795.000	0	11.374	<b>1.758.707</b>
SOL	1.720.508	0	0	21.033	<b>1.741.541</b>
BANCA CARIGE	1.101.000	367.000	203.000	21.000	<b>1.692.000</b>
ITALMOBILIARE	1.026.893	172.065	90.166	258.705	<b>1.547.829</b>
SIAS	1.534.489	0	0	0	<b>1.534.489</b>
TREVI FIN INDUSTRIALE	1.305.000	150.000	0	0	<b>1.455.000</b>
HERA	1.057.449	378.700	0	17.839	<b>1.453.988</b>
IREN	1.299.000	126.000	0	20.000	<b>1.445.000</b>
ASTM	1.343.932	0	0	0	<b>1.343.932</b>
BUZZI UNICEM	916.875	65.208	28.903	22.430	<b>1.033.416</b>
IGD	802.500	192.600	15.990	0	<b>1.011.090</b>
ASCOPIAVE	725.194	0	0	0	<b>725.194</b>
DEA CAPITAL	167.795	0	264.533	0	<b>432.328</b>
COFIDE	400.000	0	0	0	<b>400.000</b>
BONIFICHE FERRARESI	320.282	33.400	0	1.638	<b>355.320</b>

Dalle tabelle che precedono si può notare come la remunerazione sia fortemente condizionata dal maturare degli incentivi di lungo periodo, ma anche dall'entità dei compensi fissi, che in diversi casi assumono una rilevanza tale da superare da soli i compensi totali corrisposti da altri emittenti più "morigerati". A questo proposito si evidenziano in particolare **Pirelli**, il cui CEO si classificherebbe sempre tra i 15 più pagati in Italia anche se non dovesse ricevere alcun variabile, **Mediaset**, che si piazza al 10° posto nel 2013 nonostante l'assenza di incentivi di lungo periodo, **Luxottica**, **Fiat** ed **UniCredit**.

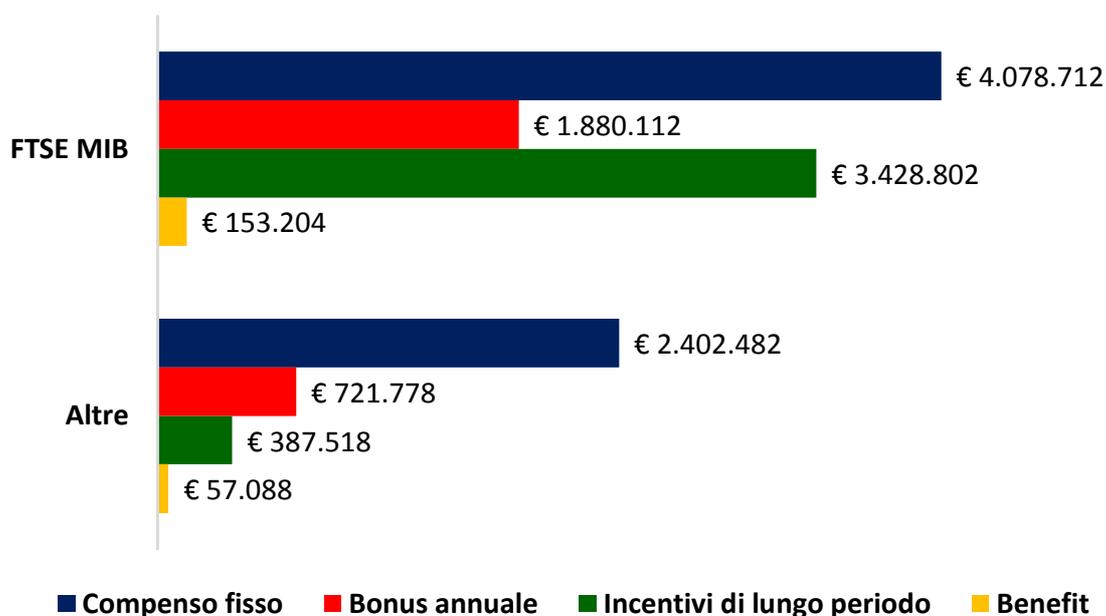
Dalla lettura delle tabelle precedenti emerge anche un'altra indicazione, ovvero che le società che riconoscono i compensi più elevati sono anche quelle a maggiore capitalizzazione (con la sola eccezione di **Mondadori**), mentre le remunerazioni più basse si riscontrano generalmente tra le società a medio-bassa capitalizzazione (con la sola eccezione di **Buzzi Unicem**).

Analizzando separatamente i compensi medi delle società appartenenti al FTSE MIB da quelli delle *small* e *mid-cap*, si conferma una prima evidente correlazione tra dimensioni societarie ed ammontare delle remunerazioni. Inoltre, è possibile verificare quanto le società del principale



listino tendano a collegare maggiormente gli incentivi ai risultati di lungo periodo, probabilmente a causa della maggiore esposizione nei confronti dei mercati internazionali, sia in termini di attività che di presenza di investitori istituzionali nell'azionariato.

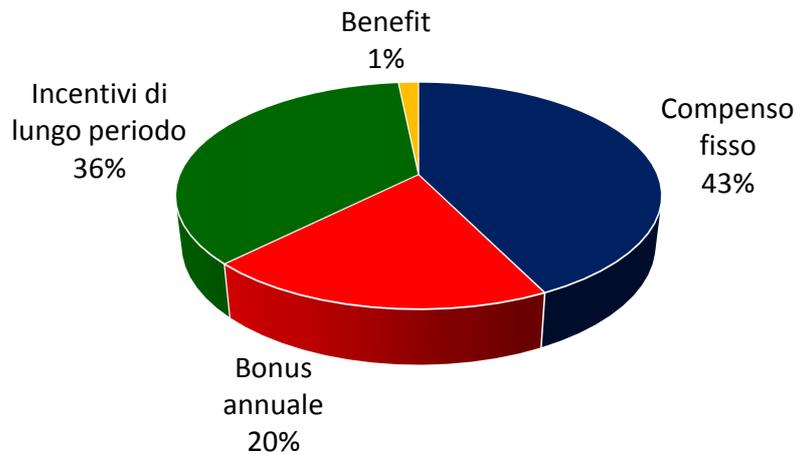
**Fig. 20 – Struttura remunerazioni totali triennio 2011-2013  
in base alla capitalizzazione di mercato**



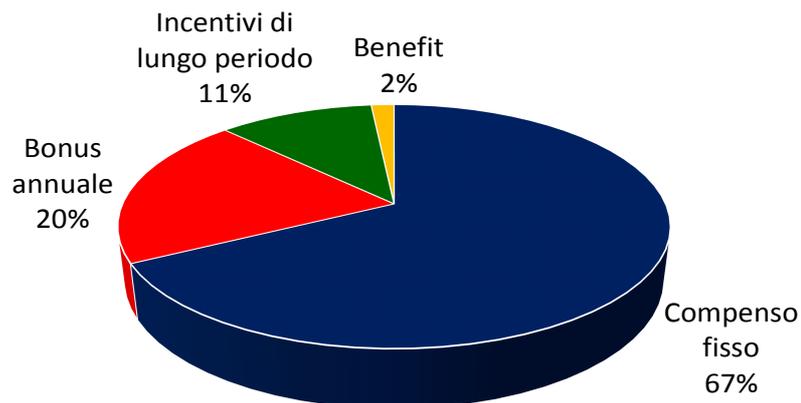
Nei tre anni in esame, i compensi medi dei CEO delle società del FTSE MIB sono stati quasi il triplo di quanto ricevuto dai colleghi in società medio-piccole: € 9.540.830 assegnati dalle società maggiori contro € 3.568.866 delle altre. La discrepanza assume dimensioni ancora più rilevanti se si considerano i soli incentivi di lungo periodo maturati tra il 2011 ed il 2013, che nel FTSE MIB sono stati di quasi 9 volte superiori rispetto a quelli maturati nelle società medio-piccole, dove tale voce assume un ruolo pressoché marginale sui compensi totali (solo 11% delle remunerazioni maturate nel triennio, contro il 36% nelle società maggiori).



**Fig. 21 – Composizione remunerazioni medie FTSE MIB triennio 2011-2013**



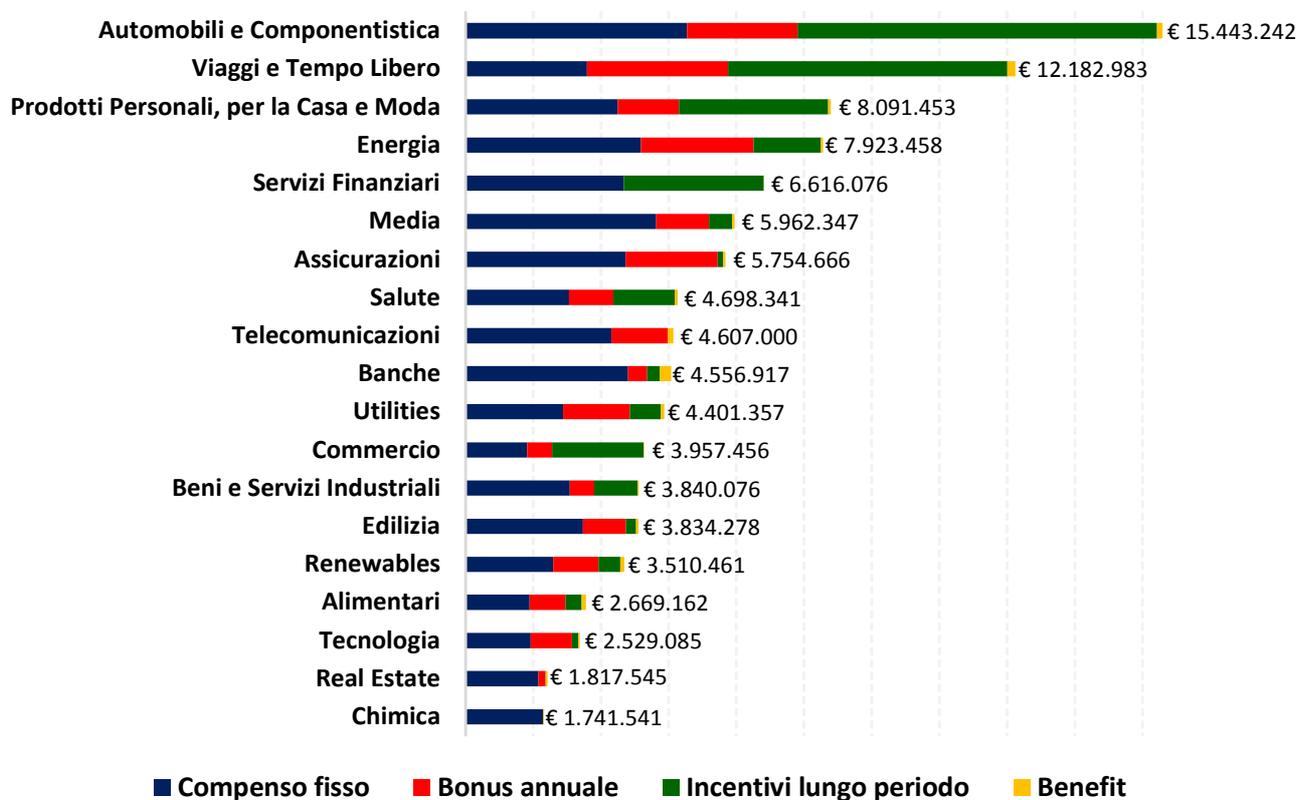
**Fig. 22 – Composizione remunerazioni medie Società a medio-piccola capitalizzazione triennio 2011-2013**



Oltre alla dimensione della società, anche il settore di appartenenza sembra avere un impatto significativo sulla struttura e l'ammontare dei compensi. Nel grafico seguente sono elencati, in ordine decrescente, i compensi medi maturati in ciascun settore nel triennio in esame. Per individuare il settore di attività si è utilizzata la definizione di "Super Sector" riportata sul sito di Borsa Italiana ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).



Fig. 23 – Compensi totali triennio 2011-2013: medie per settore di attività



I CEO del settore automobilistico hanno ottenuto compensi medi notevolmente più elevati dei propri colleghi italiani, con € 15.443.242 nei tre esercizi considerati, pari a 2,7 volte la media complessiva del mercato. Il settore risente però fortemente dei compensi corrisposti da **Fiat** e **Pirelli** che, come si è visto in precedenza, risultano costantemente tra i più elevati in Italia, grazie sia alla componente fissa che al variabile. Al netto di **Fiat** e **Pirelli**, la struttura delle remunerazioni delle altre società del settore automobilistico (**Brembo**, **Sogefi** e **Piaggio**) non si discosta particolarmente dal resto del listino, evidenziando anzi compensi complessivamente più contenuti (€ 3.933.577 nel triennio in analisi, contro una media del mercato di € 5.651.176).

Al secondo posto nella classifica dei settori più redditizi, almeno per i CEO, si colloca il settore Viaggi e Tempo Libero (oltre € 12 milioni), che include però due soli componenti, **Gtech** (€ 16,3 milioni) ed **Autogrill** (€ 8,11 milioni), entrambi di dimensioni medio-grandi.

Sul fronte opposto, si segnala il settore Chimica, con “soli” € 1.741.541 nei tre anni in esame, ed il Real Estate (€ 1.817.545), ma in entrambi i casi il campione di società è estremamente esiguo,



con una sola sola società chimica (**Sol**) e due real estate (**Beni Stabili** ed **IGD**) presenti nei principali indici italiani.

Si segnala infine il settore bancario, in cui le remunerazioni medie degli ultimi 3 anni sono risultate esattamente in media con il resto del listino, piazzandosi al 10° posto tra i 19 settori esaminati, con € 4.556.917 di compensi triennali medi. Anche in questo caso, però, si devono differenziare le 8 banche maggiori<sup>7</sup>, dove i compensi medi hanno raggiunto € 5,68 milioni nel triennio, dalle altre 7<sup>8</sup>, i cui CEO hanno guadagnato mediamente il 42% in meno (€ 3,27 milioni). Se i CEO delle banche maggiori hanno però potuto godere di compensi fissi più che doppi dei propri colleghi (€ 4,72 milioni contro € 2,32 milioni), nelle banche di dimensioni minori sono stati corrisposti bonus annuali medi decisamente più elevati (€ 678.504 nei tre anni, contro € 200.907 pagati dalle banche incluse nel FTSE MIB).

Nei prossimi paragrafi saranno analizzate nel maggior dettaglio possibile tutte le componenti della remunerazione, sia fissa che variabile, allo scopo di individuarne un'eventuale correlazione con le principali caratteristiche aziendali ed i risultati raggiunti nel breve e nel medio-lungo periodo.

## 2.2 I compensi fissi

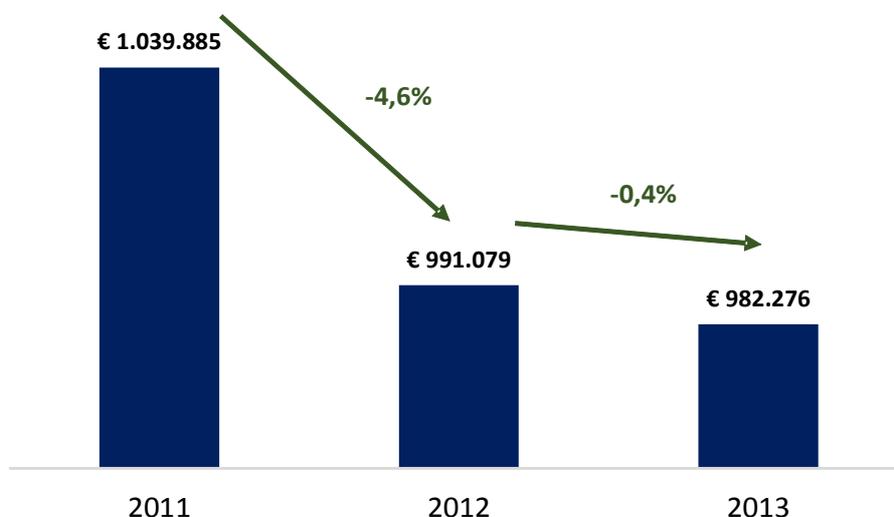
Come si è visto nel corso dell'analisi precedente, il compenso base, non collegato quindi alle performance, costituisce ancora in molti casi la principale componente di remunerazione dei massimi dirigenti delle società quotate italiane, seppure in misura decisamente più evidente nelle realtà medio-piccole. Diversamente però dalle remunerazioni complessive, che sono fortemente diminuite nel 2013, dopo l'incremento registrato nel 2012, i compensi fissi mostrano un trend di continuo calo negli ultimi tre esercizi, seppure in misura decisamente più contenuta nell'ultimo anno.

<sup>7</sup> Banca MPS, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, UBI Banca ed UniCredit.

<sup>8</sup> Banca Carige, Banca Generali, Banca Ifis, Banca Popolare di Sondrio, Banco Desio e Brianza, Credito Emiliano e Credito Valtellinese.



**Fig. 24 – Trend compensi fissi medi: 2011 - 2013**



Il trend discendente degli ultimi anni risente però di molteplici cambiamenti al vertice avvenuti nel 2012 e nel 2013 nelle principali società italiane. I compensi qui riportati, sono infatti riferiti ai CEO in carica al 31 dicembre di ciascun anno, per cui l'importo può risultare solo parziale nei casi in cui il titolare è cambiato nel corso dell'esercizio. Tra le società analizzate, 9 hanno cambiato CEO nel corso del 2012<sup>9</sup> e 10 nel corso del 2013<sup>10</sup>, tra cui **Finmeccanica** ed **Intesa Sanpaolo** che hanno cambiato il massimo dirigente in entrambi gli anni.

Prendendo in considerazione gli importi su base annua attribuiti da tutte le società, il salario base medio dei CEO italiani aumenterebbe di circa cinque mila euro nel 2013, raggiungendo la cifra di € 991.938, ed il calo rispetto al 2011 sarebbe più contenuto (-3,1% rispetto al -5,1% dei compensi pagati). Non tutte le società però comunicano l'esatto compenso fisso annuo stabilito per il nuovo CEO, per cui l'ultima cifra riportata potrebbe non corrispondere alla realtà. Ad esempio, il nuovo CEO di **Banca Carige**, Piero Luigi Montani, ha ricevuto un compenso di € 133.000 nel 2013, per soli 2 mesi in carica (da novembre). Nella Relazione sulle Remunerazioni di **Banca Carige** non è riportato con chiarezza l'ammontare fisso annuo attribuito al Dott. Montani, per cui si è considerato qui un ammontare proporzionale a € 133.000 per 2 mesi, ovvero € 798.000 per un anno. Tale importo, però, risulterebbe molto superiore a quanto corrisposto all'ex-CEO nei due esercizi

<sup>9</sup> **Banco Desio e Brianza, DeA Capital, Ei Towers, Finmeccanica, Generali, Geox, Intesa Sanpaolo, RCS Mediagroup e Salini Impregilo.**

<sup>10</sup> **Acea, Banca Carige, Datalogic, Finmeccanica, Intesa Sanpaolo, Iren, Maire Tecnimont, Marr, Mondadori e Saipem.**



precedenti (€ 484.000), per cui potrebbe risultare non veritiero. Ad ogni modo, per rendere maggiormente omogeneo il confronto tra le diverse realtà, nel prosieguo dell'analisi tutti i compensi fissi sono considerati su base annua (quindi, per **Banca Carige** si farà riferimento ad un fisso di € 798.000, nonostante possa risultare superiore a quanto effettivamente previsto per il nuovo CEO).

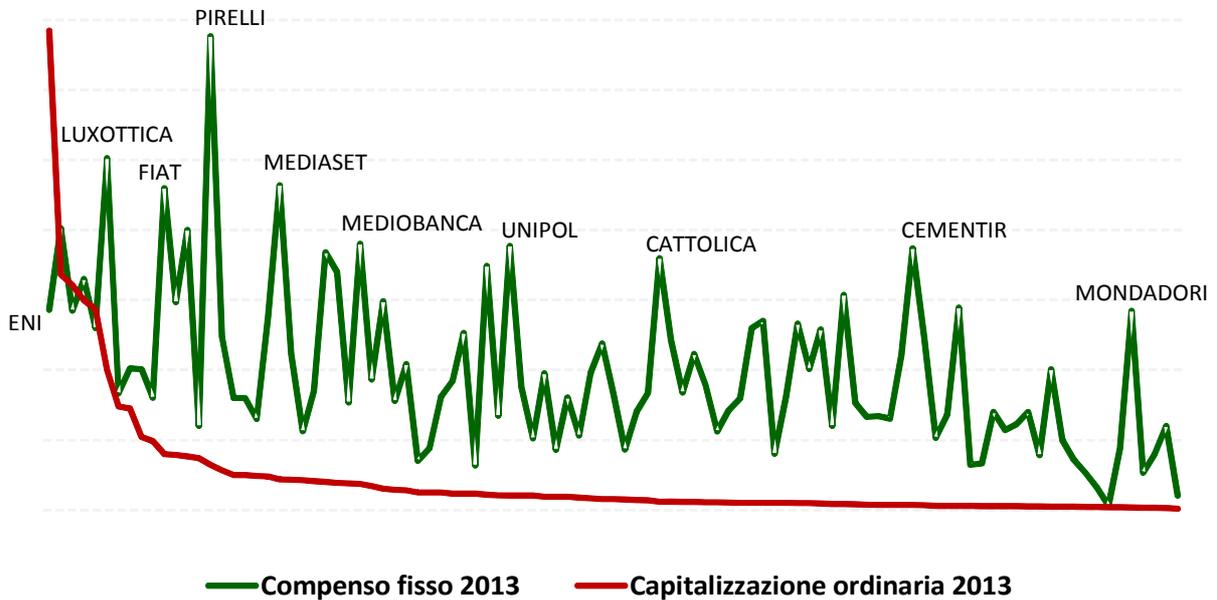
Secondo le *best practices* del mercato italiano, i compensi fissi dovrebbero essere abbastanza elevati da remunerare l'impegno del CEO, anche qualora non dovesse maturare alcun compenso variabile. Allo stesso tempo, però, il fisso non dovrebbe essere così elevato da rappresentare un vero e proprio paracadute nel caso di performance insoddisfacenti. Ma come può essere definito l'importo ideale per ciascuna realtà? È sicuramente plausibile aspettarsi una correlazione diretta tra le dimensioni globali della società e compenso base del massimo dirigente. Come indicatori della dimensione, si è deciso di prendere come riferimento la capitalizzazione ordinaria di Borsa, il fatturato consolidato ed il numero di dipendenti medi.

### Fisso vs. Capitalizzazione ordinaria

Il grafico seguente evidenzia come variano i compensi fissi (linea verde) al decrescere della capitalizzazione ordinaria (linea rossa). Come si può notare, alcuni dei compensi fissi più elevati sono attribuiti da società a media capitalizzazione, come **Mondadori** (€ 1.421.313), che è recentemente passata dall'indice delle Mid Cap a quello delle Small Cap, **Cementir Holding** (€ 1.869.000), **Unipol** (€ 1.885.789) e **Cattolica Assicurazioni** (€ 1.800.000).



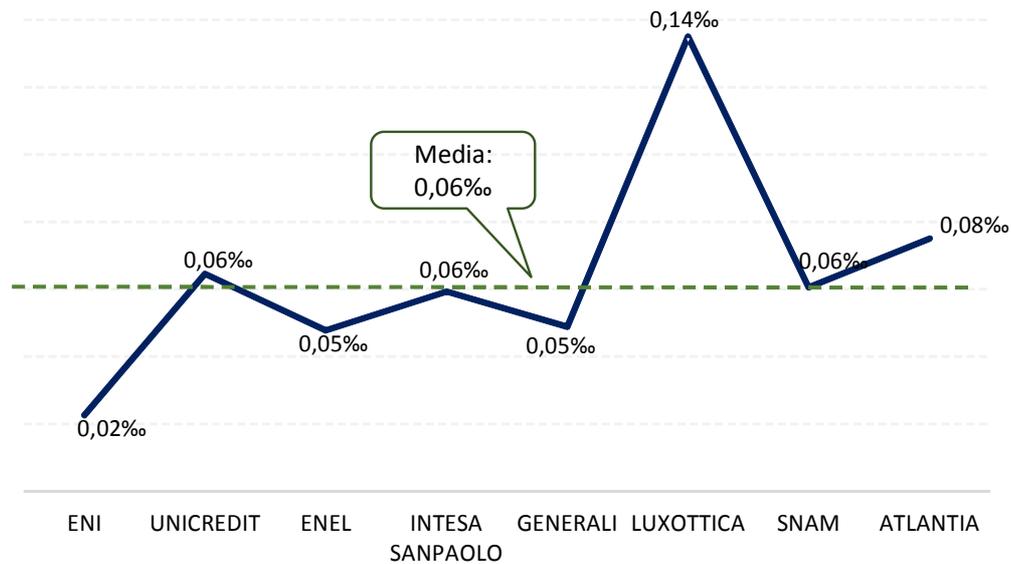
Fig. 25 – Compenso fisso vs. Capitalizzazione ordinaria fine esercizio 2013



I compensi fissi medi tendono a decrescere, seppure molto lentamente, al ridursi della capitalizzazione ordinaria di Borsa, evidenziando comunque una leggera correlazione tra le due variabili, nonostante le molteplici eccezioni segnalate. La tendenza dei compensi è però influenzata anche dalle notevoli differenze nelle dimensioni delle società inserite nel campione, che non sono sempre paragonabili tra loro. Ad esempio, la capitalizzazione di **Eni**, la più grande del mercato italiano con € 63,5 miliardi al 31 dicembre 2013, supera di circa 324 volte quella di **Bonifiche Ferraresi**, la più piccola con € 196 milioni. Non essendo quindi ragionevole aspettarsi una perfetta proporzionalità tra i compensi fissi in società così diverse, il campione è stato di seguito suddiviso in 4 gruppi maggiormente omogenei: il primo include le società la cui capitalizzazione supera i € 10 miliardi, il secondo quelle con capitalizzazione compresa tra € 5 miliardi e € 10 miliardi, il terzo tra € 1 miliardo e € 5 miliardi, mentre l'ultimo gruppo ricomprende le società la cui capitalizzazione non raggiunge il miliardo di euro. Il compenso fisso del CEO è stato poi rapportato alla capitalizzazione della rispettiva società, per verificare se esiste un'effettiva proporzionalità sulla base delle dimensioni di mercato.



**Fig. 26 – Capitalizzazione (oltre € 10 mld) / Compenso fisso**

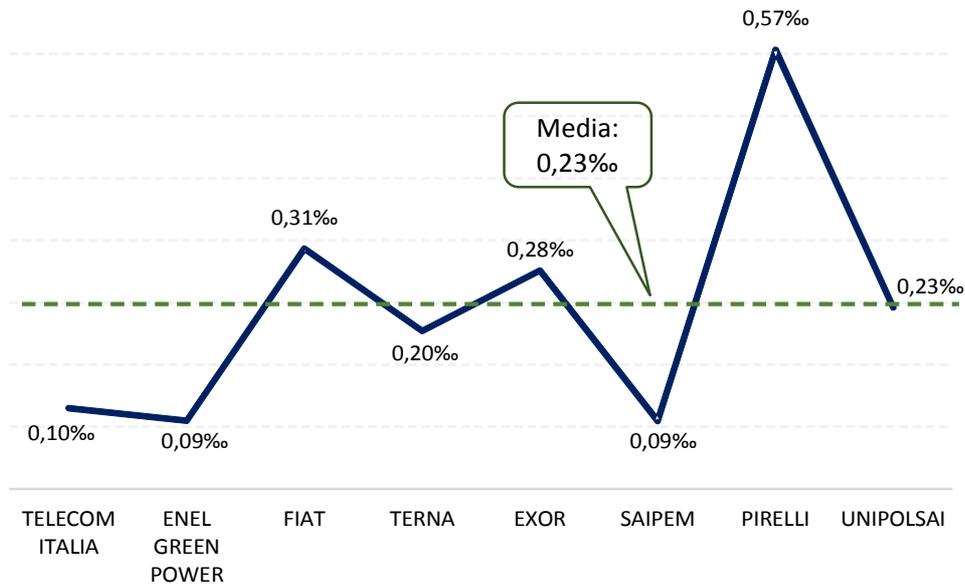


Come si può notare, le 8 società a maggiore capitalizzazione mostrano una certa proporzionalità nella definizione del salario base del CEO, con due sole deviazioni di rilievo: **Eni**, in cui il compenso fisso è meno che proporzionale ma la cui capitalizzazione più che doppia rispetto alla media delle altre società maggiori, e **Luxottica**, che con € 2,5 milioni assicura all'Amministratore Delegato il secondo compenso fisso più elevato in Italia.

Il secondo gruppo di 8 società a grande capitalizzazione (tra cinque e dieci miliardi di euro) evidenzia una minore proporzionalità nella definizione del compenso fisso, influenzata però significativamente dalla presenza di **Pirelli**, che con € 3,4 milioni l'anno è la società che assicura di gran lunga il maggiore salario al proprio CEO (che nello specifico è anche Presidente del Consiglio di Amministrazione ed il maggiore azionista fino ad ottobre 2013).

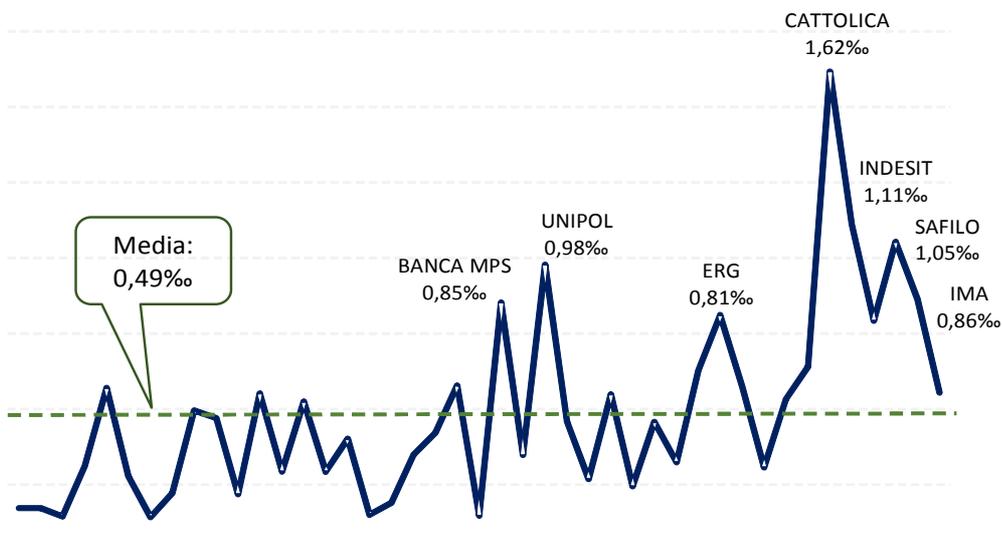


Fig. 27 – Capitalizzazione (da € 5 mld a € 10 mld) / Compenso fisso



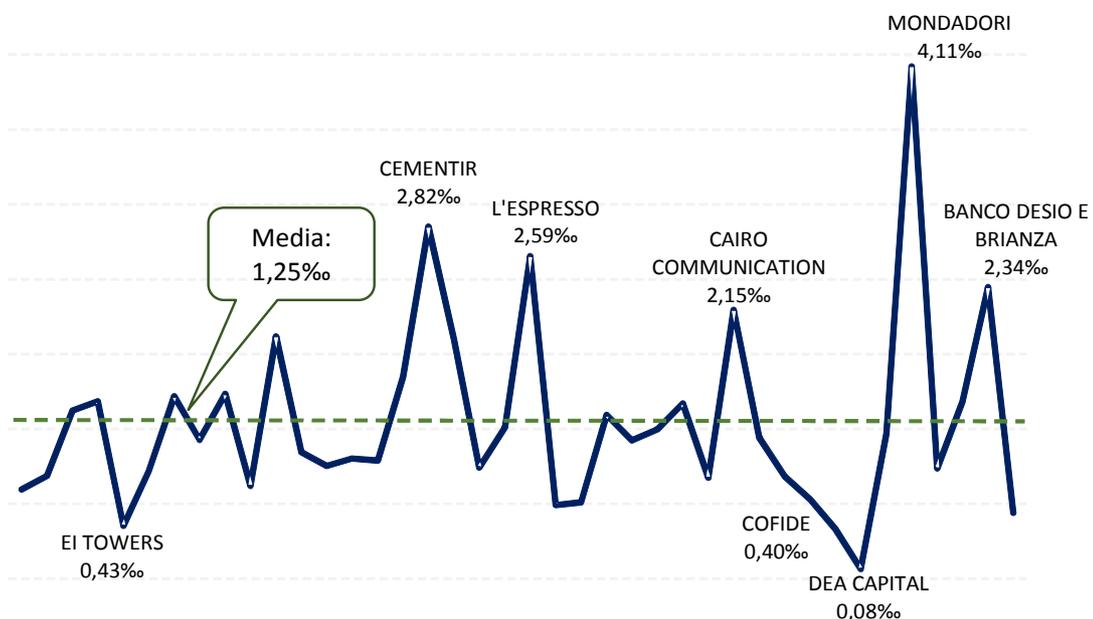
Il terzo gruppo (tra uno cinque miliardi di euro di capitalizzazione ordinaria al 31 dicembre 2013) include 43 emittenti. In 7 casi i compensi fissi sembrerebbero decisamente sproporzionati rispetto alla media del campione: **Unipol** (€ 1,89 milioni), **Cattolica Assicurazioni** (€ 1,8 milioni), **Banca MPS** (€ 1,74 milioni), **Indesit** (€ 1,21 milioni), **Erg** (€ 1,19 milioni), **Safilo** (€ 1,11 milioni) e **IMA** (€ 0,89 milioni).

Fig. 28 – Capitalizzazione (da € 1 mld a € 5 mld) / Compenso fisso



In particolare, si segnala il caso di **Banca MPS**, il cui Amministratore Delegato e Direttore Generale, Fabrizio Viola, ha ricevuto un compenso fisso di € 1.743.638 per le due cariche, nonostante la Commissione Europea avesse imposto un limite di € 500.000 alla remunerazione potenziale del management, in funzione dell'approvazione del Piano di Ristrutturazione 2013-2017. In effetti, come riportato nella Relazione sulle Remunerazioni, il *salary cap* imposto dalla Commissione decorreva dal mese di dicembre 2013, per cui ha impattato solo su un mese di retribuzione annuale.

**Fig. 29 – Capitalizzazione (meno di € 1 mld) / Compenso fisso**



L'ultimo gruppo di 40 società a medio-piccola capitalizzazione (meno di un miliardo di euro) evidenzia una maggiore variabilità nella definizione del compenso fisso del CEO. In particolare si segnala ancora **Mondadori Editore**, che presenta un rapporto capitalizzazione su salario base di oltre 3 volte superiore alla media delle società di dimensioni simili. Il nuovo Amministratore Delegato Ernesto Mauri, in carica dal 20 marzo 2013, ha ricevuto € 1.131.610 di compensi non legati a performance per 9 mesi, di cui € 262.500 per un patto di non concorrenza, equivalenti a circa € 1,4 milioni su base annua.

Dai dati riportati, si può concludere che esiste un certo grado di correlazione diretta tra capitalizzazione e compensi fissi, seppure con alcune divergenze significative. Può essere poi

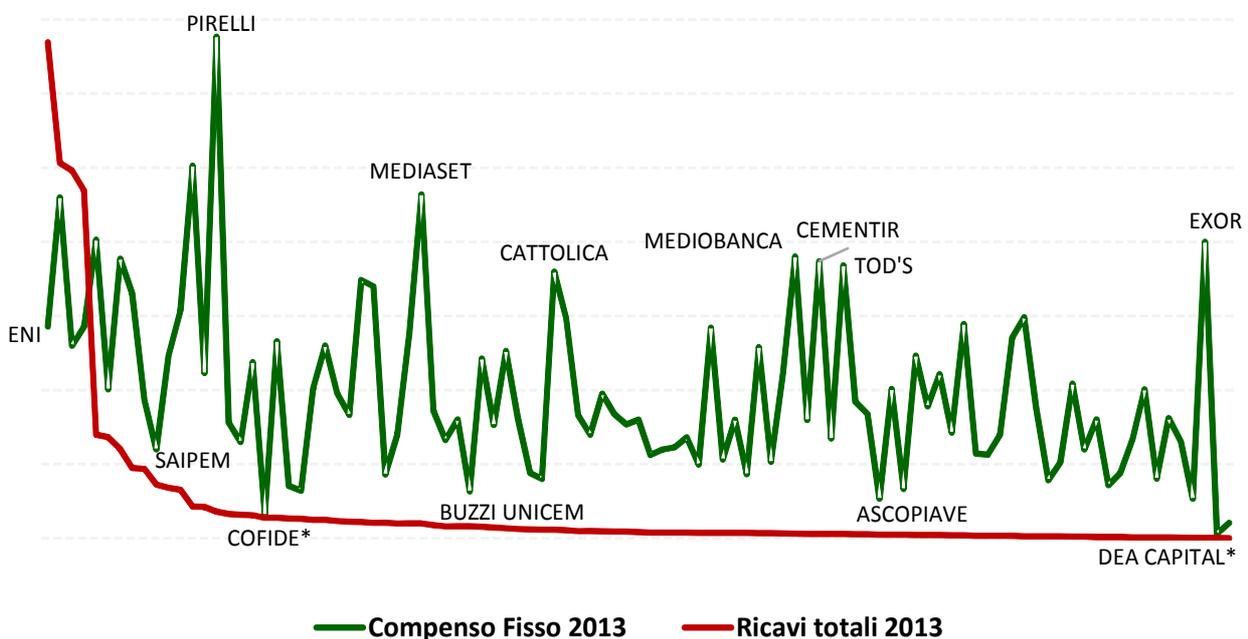


interessante segnalare come il numero di società in cui il rapporto tra capitalizzazione e compenso fisso eccede di oltre il 50% la media del gruppo di riferimento (16)<sup>11</sup> è più che controbilanciato dai casi in cui tale rapporto è inferiore di oltre il 50% (20)<sup>12</sup>, evidenziando come la sproporzione tra dimensioni societarie e compensi non sia sempre a favore del massimo dirigente.

### Fisso vs. Fatturato

Come misura alternativa delle dimensioni aziendali può essere utilizzato il giro d'affari complessivo del gruppo, ovvero il fatturato consolidato. Attraverso lo stesso esercizio effettuato con riferimento alla capitalizzazione di Borsa, è possibile verificare come esista una leggera correlazione tra compenso fisso del CEO e ricavi totali realizzati nel 2013. Come si può notare dal grafico seguente, infatti, la linea verde dei compensi fissi presenta un andamento estremamente irregolare, ma con una tendenza leggermente decrescente al diminuire del fatturato (linea rossa).

Fig. 30 – Compenso fisso vs. Ricavi totali 2013



11 Luxottica, Pirelli, Banca MPS, Unipol, Erg, Cattolica Assicurazioni, Indesit, Banca Popolare di Sondrio, Safilo, IMA, Saras, Cementir Holding, Credito Valtellinese, l'Espresso, Cairo Communication e Mondadori.

12 Eni, Telecom Italia, Enel Green Power, Saipem, Salvatore Ferragamo, Mediolanum, Parmalat, Moncler, Gtech, Campari, Hera, World Duty Free, Buzzi Unicem, Acea, Ei Towers, Italmobiliare, Engineering, Cofide, DeA Capital e Bonifiche Ferraresi.



Nel grafico sono evidenziate le società con maggiore sproporzione tra compensi fissi del CEO e fatturato 2013, sia per eccesso che per difetto. Oltre a **Pirelli**, **Cattolica Assicurazioni** e **Cementir**, che si erano segnalati per i compensi "eccessivi" anche in rapporto alla capitalizzazione di mercato, si evidenziano qui anche **Mediaset**, **Mediobanca**, **Tod's** ed **Exor**. Di contro, tra le società con compensi proporzionalmente più bassi in rapporto al fatturato si evidenziano **Saipem**, **Buzzi Unicem**, **Ascopiave**, **Cofide** e **DeA Capital**. Occorre però sottolineare che i compensi dei CEO di **Cofide** e **DeA Capital** sono particolarmente contenuti in quanto non comprendono le remunerazioni ricevute dalle rispettive società capogruppo (**Cir** e **De Agostini**). In particolare, l'Amministratore Delegato di **Cofide**, Rodolfo De Benedetti, nel 2013 ha ricevuto un compenso complessivo di € 1.479.000 come Presidente di **Cir**, non riportati in **Cofide** per evitare di duplicare l'importo, mentre non sono stati pubblicati i compensi ricevuti dall'Amministratore Delegato di **DeA Capital**, Paolo Ceretti, dalla controllante **De Agostini SpA**, di cui è Direttore Generale.

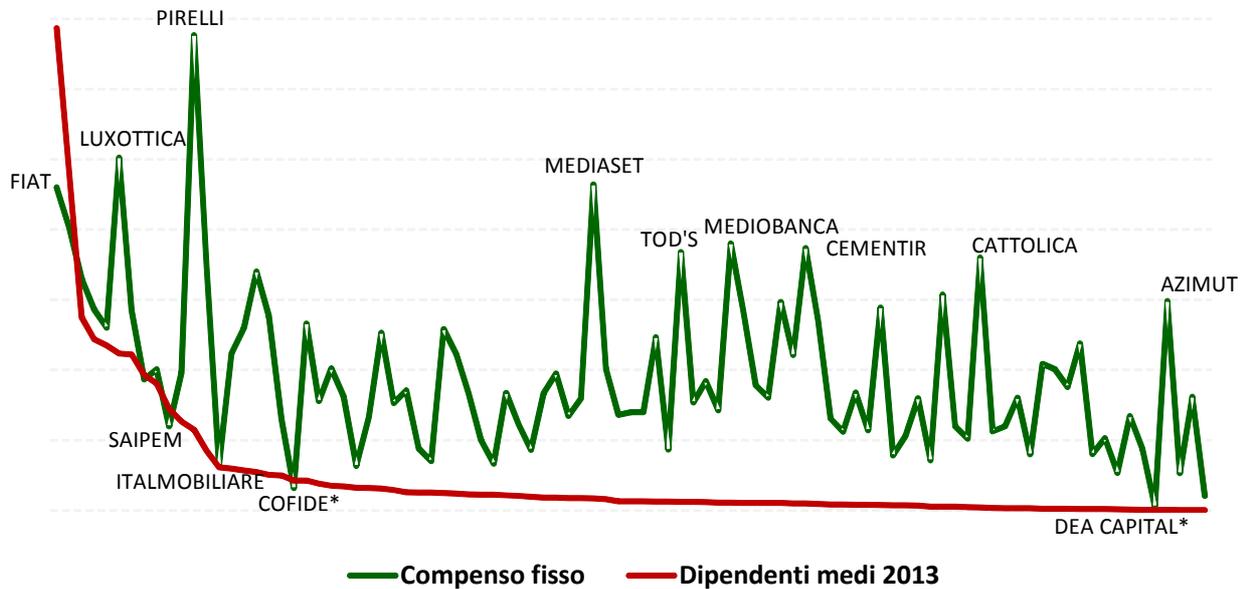
### Fisso vs. Dipendenti e salari medi

Come terzo ed ultimo criterio, per valutare un'eventuale dipendenza dei compensi fissi dalle dimensioni aziendali, si è considerato il personale mediamente occupato dal gruppo di riferimento. A tale scopo sono state analizzate 93 delle 99 società incluse nel campione: **Exor** è stata esclusa in quanto i dati del gruppo ricomprendono anche **Fiat**, già inclusa nell'analisi, mentre **Salvatore Ferragamo**, **Unipol**, **UnipolSai**, **Indesit** ed **Iren** sono state escluse perché non riportano nel Bilancio consolidato alcun dettaglio sul personale mediamente occupato dal gruppo.

È interessante notare come una certa correlazione diretta tra compensi fissi del CEO ed organico medio sia verificabile per le società con il maggior numero di dipendenti, ma come a circa metà del campione, dove il compenso torna a crescere per poi stabilizzarsi. In particolare, il compenso medio tra **Mediaset** (al 44° posto per dipendenti medi) ed **Interpump** (al 62° posto), pari a € 1.165.518, è maggiore rispetto alla media delle 43 società precedenti (€ 1.063.388).



Fig. 31 – Compenso fisso vs. Organico medio 2013

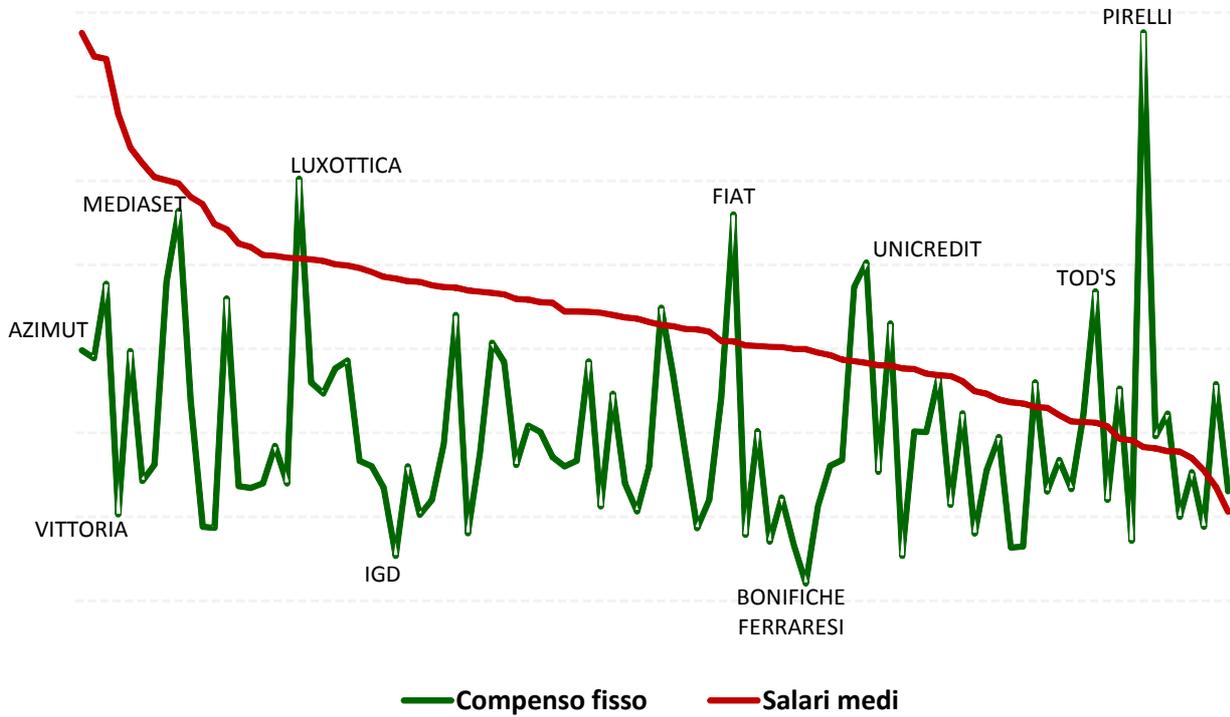


Nel grafico che segue, i compensi dei CEO sono stati messi in relazione anche con gli stipendi mediamente pagati ai dipendenti, evidenziando anche in questo caso una sostanziale assenza di correlazione. Il salario base mediamente corrisposto ai CEO italiani, esclusi quindi gli incentivi ed i benefici non monetari, supera di 21,98 volte i salari medi dei dipendenti, con un picco in **Pirelli** (136,2 volte) ed un minimo in **Bonifiche Ferraresi** (2,6).

I dati sono quasi tutti riferiti alla voce "Salari e stipendi", tranne che per le poche società in cui tale dettaglio non è riportato nel Bilancio, né consolidato né individuale, per le quali è stato considerato il costo del lavoro (**Acea, Bonifiche Ferraresi, De'Longhi, Fiat, Generali, Interpump, Recordati, Reply, Vittoria Assicurazioni e Yoox**).



Fig. 32 – Compenso fisso CEO vs. Salari medi dipendenti 2013



Come si può notare dal grafico, l'andamento dei salari dei CEO (linea verde) non è in alcun modo influenzato dal decrescere dei salari medi dei dipendenti (linea rossa). Per un maggiore dettaglio, si segnalano di seguito le 10 società con maggiore e minore diseguaglianza tra compensi fissi del top management e stipendi medi. Nel primo gruppo di società, il CEO guadagna di base almeno quanto 45 dipendenti, mentre nel secondo il rapporto è inferiore a 10.



**Tab. 7 – Società con rapporto salario CEO / salari medi dipendenti più elevato**

Società	Salario CEO	Salari medi dipendenti	Rapporto
PIRELLI & C.	3.383.347	24.833	136,2
PIAGGIO	1.290.000	18.412	70,1
TOD'S	1.840.800	28.777	64
FIAT	2.300.000	41.946	54,8
UNICREDIT	2.013.823	38.425	52,4
SALINI IMPREGILO	1.264.161	26.170	48,3
CEMENTIR HOLDING	1.869.000	38.718	48,3
SAFILO	1.114.699	24.155	46,1
LUXOTTICA	2.512.261	55.306	45,4
SAVE	652.958	14.432	45,2

**Tab. 8 – Società con rapporto salario CEO / salari medi dipendenti più basso**

Società	Salario CEO	Salari medi dipendenti	Rapporto
DATALOGIC	392.000	41.285	9,5
HERA	352.461	41.009	8,6
ENGINEERING	333.667	40.707	8,2
EI TOWERS	402.133	50.103	8
ASCOPIAVE	267.542	37.537	7,1
ANSALDO	432.891	60.844	7,1
FALCK RENEWABLES	440.000	64.057	6,9
VITTORIA ASSICURAZIONI	516.014	78.616	6,6
IGD	266.500	52.049	5,1

## Fisso vs. Concentrazione azionaria

Le analisi effettuate finora evidenziano una grande variabilità nella definizione del compenso fisso del CEO, che sembra dipendere solo in minima parte dalle dimensioni della società. Oltre alle caratteristiche dimensionali, però, anche l'influenza sulla gestione societaria da parte del principale azionista potrebbe ricoprire un ruolo significativo nel determinare il compenso del CEO. Nelle società caratterizzate da una forte concentrazione proprietaria, infatti, l'azionista di controllo tende ad assegnare i ruoli apicali a propri rappresentanti, che potrebbero trovare un'adeguata

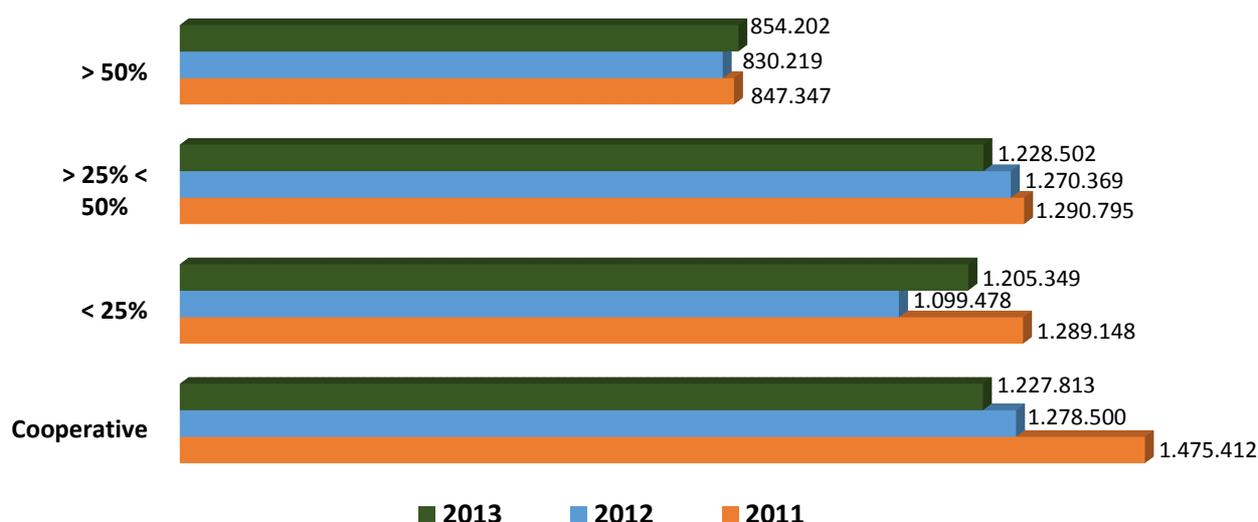


retribuzione già nella distribuzione dei dividendi o in compensi ricevuti per altri incarichi nel gruppo di controllo.

Nel grafico che segue, il campione è stato diviso in 4 gruppi sulla base della concentrazione azionaria:

- superiore al 50%: società soggette a controllo di diritto;
- tra il 25% ed il 50%: società il cui principale azionista esercita un'influenza significativa nell'assemblea, riuscendo ad approvare da solo pressoché tutte le risoluzioni ordinarie e straordinarie, pur senza controllare la maggioranza del capitale;
- meno del 25%: nessun azionista ha il potere di approvare, da solo, le risoluzioni proposte all'assemblea ordinaria;
- società cooperative: a causa della speciale disciplina delle cooperative, nessun azionista può detenere il controllo della società, ma gli investitori istituzionali sono di fatto esclusi dalla vita societaria, dato che solo gli azionisti registrati sono ammessi alle assemblee, per cui non è possibile parlare né di azionariato concentrato né di *public company*.

**Fig. 33 – Compensi fissi medi per concentrazione azionaria**



I dati sopra riportati confermano l'esistenza di un certo grado di correlazione tra concentrazione azionaria e salario base del massimo dirigente. Nelle società in cui un azionista detiene il controllo assoluto, i compensi fissi del CEO non solo tendono ad essere decisamente più contenuti (di oltre il 30% rispetto alle altre società), ma sono anche più stabili nel tempo, o almeno lo sono stati negli ultimi tre esercizi.

Non si notano particolari differenze tra le società non soggette a controllo di diritto, se non nel 2012, quando il compenso fisso nelle realtà ad azionariato maggiormente diffuso è crollato di quasi il 15%, soprattutto a causa di alcuni cambiamenti al vertice avvenuti in quell'anno (in particolare in **Generali** ed **RCS Mediagroup**).

Particolarmente interessante è l'andamento dei compensi fissi nelle cooperative, in larga parte gruppi bancari, che fino al 2011 riconoscevano ai CEO salari medi decisamente più elevati del resto del listino, ma che hanno costantemente ridotto i compensi nei due esercizi successivi, allineandosi finalmente con altre realtà non soggette a controllo di diritto. La tendenza ad attribuire salari più elevati nelle cooperative può essere in parte spiegato anche dal potere che viene attribuito ai dipendenti-azionisti, garantito dalle norme speciali che ne regolano le assemblee. La grande discussione pubblica sulle remunerazioni nelle società quotate, scatenata soprattutto a causa della crisi finanziaria, e sfociata in norme particolarmente restrittive per gli istituti bancari, ha sicuramente giocato un ruolo determinante nel contenere i compensi anche in tali realtà.

### **2.3 I bonus annuali**

Dall'analisi svolta in precedenza sulle remunerazioni complessive, si è evidenziato come il bonus sia l'unica componente della remunerazione ad essere mediamente aumentata nel 2013. Premi annuali monetari ed azioni gratuite, valutate alla data di maturazione del diritto (*vesting date*), hanno raggiunto mediamente € 406.829 nell'ultimo anno, il 18,5% in più rispetto a € 343.183 del 2012 ed il 9,4% in più di € 371.934 distribuiti nel 2011. Come si è visto, però, alcune politiche di remunerazione non prevedono alcun meccanismo di incentivazione nel breve periodo, se non eventualmente dei bonus discrezionali di natura "straordinaria". È il caso ad esempio di **Erg**, che negli ultimi tre esercizi ha costantemente attribuito bonus straordinari al proprio Amministratore Delegato, nonostante questi non rientri tra i beneficiari del piano di incentivazione annuale, o *MBO*



(Management By Objectives).

Per poter valutare con maggiore precisione l'eventuale allineamento tra compensi variabili e performance, occorre escludere dall'analisi le società che non prevedono alcuna incentivazione per il massimo dirigente, neanche di natura straordinaria o discrezionale. Nello specifico, sono escluse dall'analisi del bonus annuale **ASTM, Azimut, Brunello Cucinelli, Cofide, Mediolanum, Saras e Sias**, che non prevedono alcun variabile, più **Exor**, che ha in vigore esclusivamente piani di incentivazione di lungo periodo e non consente compensi variabili di altra natura.

Nonostante la dimensione differente del campione in esame, il trend dei bonus maturati negli ultimi tre anni non subisce particolari variazioni: nel 2013 sono stati attribuiti bonus mediamente pari a € 442.595 nelle 91 società che prevedono questa forma di incentivazione, in aumento del 18,2% rispetto a € 374.381 del 2012 e più 9,1% rispetto a € 405.746 del 2011. In termini numerici, nel 2013 il bonus è maturato nel 73,6% delle società che lo prevedono (67), in leggero calo rispetto al 75% che lo hanno distribuito nel 2012.

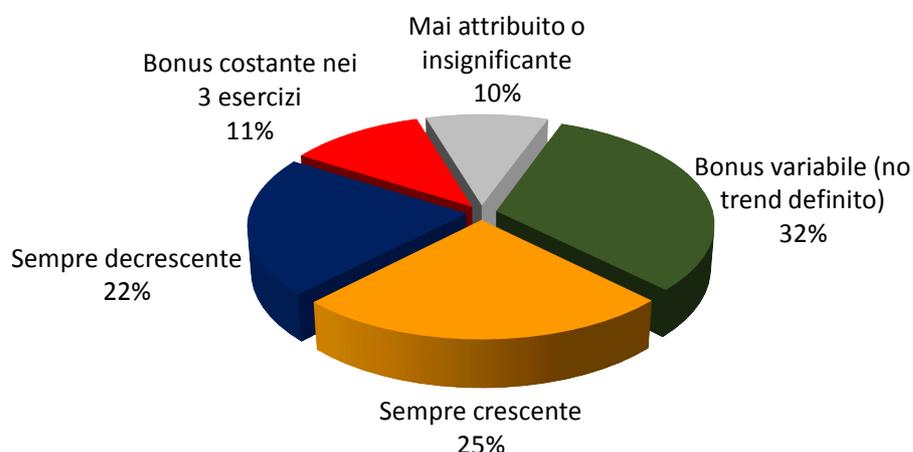
Stando a questi primi dati, e presupponendo una correlazione diretta tra performance aziendali e bonus annuali, si potrebbe desumere che un numero inferiore di società abbia conseguito risultati migliori nel 2012, anno di riferimento del bonus 2013, rispetto all'esercizio precedente, ma con livelli di performance decisamente più soddisfacenti, tali da giustificare l'incremento di circa il 20% nei bonus attribuiti al CEO.

Allargando l'indagine al triennio 2011-2013, 22 società analizzate hanno attribuito bonus sempre crescenti nei tre esercizi analizzati, mentre in 19 società la tendenza è stata verso una riduzione costante dei bonus, in alcuni casi fino all'azzeramento, ed in 28 società è variato in maniera incostante nei tre esercizi. In 9 società il bonus non è mai maturato, o è sempre stato di importo non significativo (**Ascopiave, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Credito Valtellinese, Danieli, DeA Capital, Mediobanca, Piaggio, Sol ed UBI Banca**), per cui è ipotizzabile che abbiano ottenuto risultati non particolarmente soddisfacenti, o che abbiano definito obiettivi decisamente ambiziosi. Nelle rimanenti 10 società (**Atlantia, Banca Popolare di Sondrio, Eni, Falck Renewables, IGD, Reply, Snam, Terna, Trevi e Zignago Vetro**) il bonus è stato sempre costante, o è variato in maniera poco significativa nei tre esercizi analizzati. In questi ultimi casi, poi, il bonus è quasi sempre costantemente pari o molto prossimo al massimo importo possibile, per cui occorrerebbe



verificare se gli obiettivi cui era legato il premio fossero effettivamente sfidanti, o se invece il bonus non rappresenti una mera integrazione dei compensi fissi<sup>13</sup>.

**Fig. 34 – Trend bonus annuali nel triennio 2011-2013**



Data la grande varietà di criteri utilizzati per la definizione del bonus, risulta particolarmente complesso individuare dei parametri di performance omogenei per tutti gli emittenti. Come si è visto nel corso dell'analisi delle politiche di remunerazione, infatti, si possono individuare almeno 40 differenti indicatori di performance utilizzati per valutare i risultati annuali, della più varia natura (reddituali, di mercato, qualitativi, eccetera). Inoltre, solo il 48% degli emittenti analizzati riporta tutti i parametri nella Relazione sulle Remunerazioni, rendendo praticamente impossibile verificare con precisione come è stato definito il bonus attribuito nell'esercizio di riferimento. Ad ogni modo, è possibile individuare alcuni parametri particolarmente ricorrenti nelle politiche di società appartenenti al medesimo settore di attività:

- **EBITDA** (o Margine Operativo Lordo) per le società non finanziarie,
- **Tier 1 Ratio** per le banche, e
- **Margine di Solvibilità** per le imprese assicuratrici.

<sup>13</sup> Il totale delle società elencate è 88 e non 91, in quanto sono escluse **Moncler**, **UnipolSai** e **World Duty Free**, quotatesi nel 2013, per cui non sono disponibili dati relativi agli esercizi precedenti.



Per analizzare l'allineamento generale degli incentivi con le performance, è poi possibile individuare due parametri comuni per tutti gli emittenti, indipendentemente dal settore di appartenenza:

- EBIT** (o Risultato Operativo Netto), che può essere utilizzato come parametro reddituale omogeneo per valutare la creazione di valore aziendale,
- TSR** (*Total Shareholder Return*), calcolato come performance di mercato dell'azione più i dividendi distribuiti nel periodo di riferimento, che rappresenta il principale indicatore dell'allineamento tra incentivi e valore complessivamente creato per gli azionisti.

## Bonus vs. EBITDA

Tra le società non finanziarie analizzate, 70 prevedono la possibilità di assegnare un bonus annuale al CEO, in maniera discrezionale o collegato almeno in parte a criteri di performance<sup>14</sup>. Nel 2013, il bonus è maturato per i CEO di 57 società, ovvero l'81% dei casi, nonostante nel 2012 l'EBITDA sia peggiorato per il 40% delle società (28). In particolare, il bonus è maturato nel 75% dei casi in cui l'EBITDA è peggiorato (21 su 28), mentre solo 6 delle 42 società in cui EBITDA è cresciuto (14%) non hanno attribuito alcun incentivo annuale.

Di fatto, si può riscontrare una certa correlazione tra bonus maturato e miglioramento dell'EBITDA nel 61,4% delle società non finanziarie analizzate (43 su 70), mentre il disallineamento è favorevole al CEO (bonus in presenza di peggioramento dell'EBITDA) nel 30% dei casi.

Tra i bonus più elevati, maturati a fronte di un EBITDA più basso, si segnalano: **Autogrill** (€ 1.203.180 contro una variazione dell'EBITDA di -4,4%), **Mediaset** (bonus € 960.000, EBITDA -30,5%), **Italcementi** (bonus € 812.500, EBITDA -157%), **Enel** (bonus € 739.474, EBITDA -10,2%), **Campari** (€ 585.000, EBITDA -1,7%), **Geox** (bonus € 450.000, EBITDA -46,3%), **Telecom Italia** (€ 402.000, EBITDA -5,5%), **l'Espresso** (€ 376.500, EBITDA -35,9%), **Cir** (€ 376.000, EBITDA -32,4%) ed **Acea** (€ 324.400, EBITDA -7,1%).

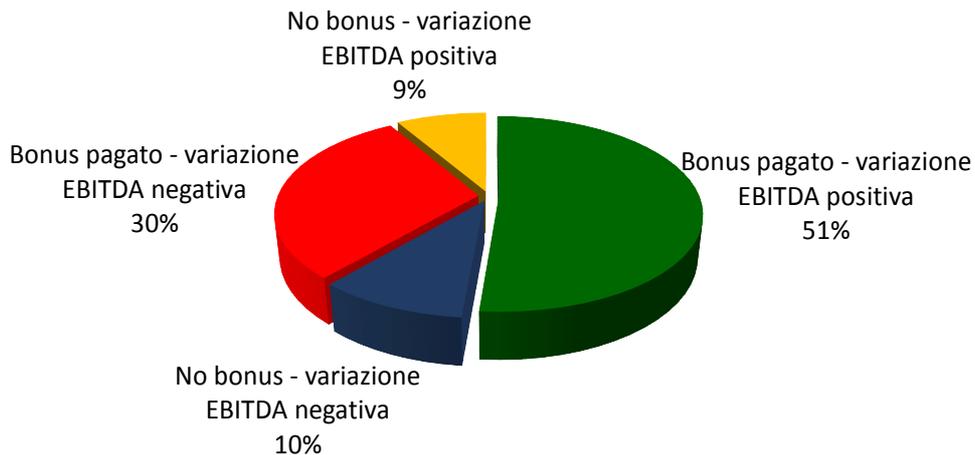
Di contro, le 6 società che non hanno riconosciuto alcun bonus nonostante il risultato positivo

<sup>14</sup> In questa sezione è inclusa anche **DeA Capital**, unica società di investimento finanziario a prevedere un'incentivazione di breve periodo. Al posto dell'EBITDA, per **DeA Capital** si è qui considerato il *Net Asset Value* (NAV) consolidato, ovvero il valore netto di tutte le attività del gruppo.



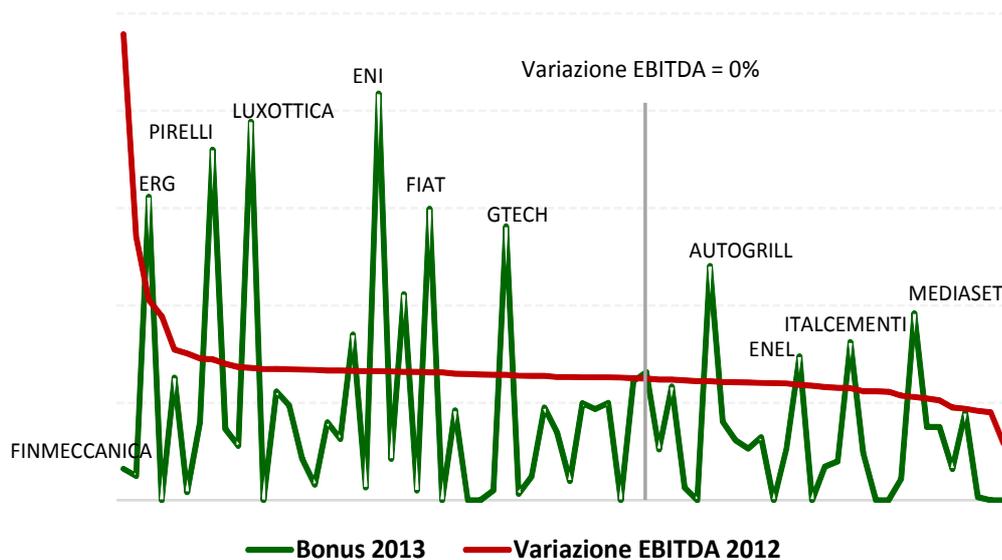
sono: **Prysmian** (il cui EBITDA è cresciuto del 103% nel 2012 rispetto al 2011), **Diasorin** (EBITDA +15,9%), **Ascopiave** (EBITDA +10,2%), **Tod's** (EBITDA +7,6%), **Datalogic** (EBITDA +6,7%) e **Sol** (EBITDA +1,4%).

**Fig. 35 – Allineamento Bonus 2013 con variazione EBITDA 2012**



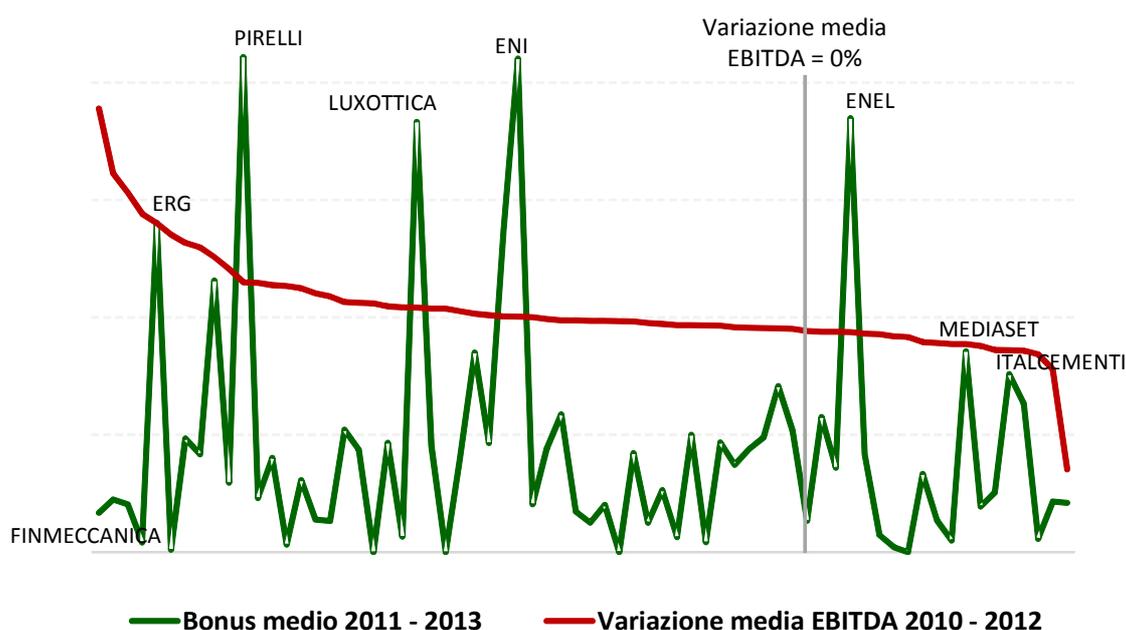
Nel grafico seguente è riportato l'andamento dei bonus maturati nel 2013 nelle società non finanziarie (linea verde) in corrispondenza di performance decrescenti in termini di EBITDA (linea rossa), evidenziando la sostanziale indipendenza dell'incentivo dai risultati annuali, almeno con riferimento a tale indicatore.

**Fig. 36 – Bonus 2013 vs. variazione EBITDA 2012**



L'assenza di correlazione tra bonus ed EBITDA si può verificare anche nel medio periodo, prendendo in considerazione i premi annuali medi attribuiti nei tre esercizi dal 2011 al 2013 e le variazioni medie dell'indicatore di redditività nei rispettivi esercizi di riferimento (2010, 2011 e 2012). **Moncler** e **World Duty Free** sono escluse dal confronto nel triennio, in quanto quotate a partire dal 2013.

**Fig. 37 – Bonus medio triennio 2011-2013 vs. variazione media EBITDA 2010-2012**



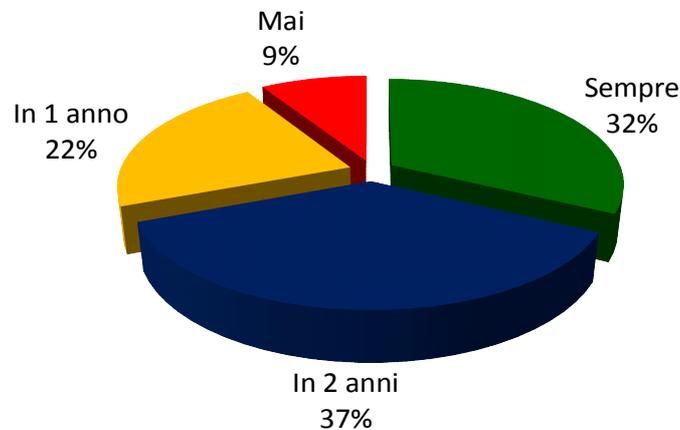
Un effettivo allineamento tra bonus maturati e variazione annuale dell'EBITDA (bonus attribuito in presenza di una variazione positiva dell'indicatore, o pari a zero a fronte di una variazione negativa) è verificabile nei tre esercizi analizzati in sole 22 società su 68, meno di un terzo. Di contro, nel 9% dei casi tale allineamento non è verificabile in nessuno degli ultimi tre esercizi, e nel 59% si è verificato solo in uno o due esercizi.

Tra le 22 società in cui il bonus è stato attribuito solo in presenza di un miglioramento dell'EBITDA, se ne segnalano 8, poco più di un terzo (ed appena il 12% del totale), in cui è possibile verificare una certa correlazione diretta anche tra l'ammontare del bonus e l'entità della variazione del parametro (migliore è la performance più alto è il bonus, e viceversa): **Engineering, Erg, Gtech, Hera, Interpump, Reply, Saipem** e **Salvatore Ferragamo**. È interessante notare come tra i rari casi di correlazione quasi perfetta tra risultati e premio annuale sia compresa anche **Erg**, l'unica che



dichiara apertamente la natura discrezionale del bonus.

**Fig. 38 – Allineamento Bonus con variazione EBITDA nel triennio 2011-2013**



### Bonus vs. Tier 1 Ratio

Quasi tutte le banche analizzate specificano nella Relazione sulle Remunerazioni di collegare almeno in parte il bonus annuale del CEO ad un parametro di solidità patrimoniale, con le sole eccezioni di **Banca Popolare di Milano** (in cui il bonus è esclusivamente legato al Risultato Operativo Netto) e **Credito Valtellinese** (che non ha riportato nella Relazione 2014 i criteri del bonus annuale, in quanto sospeso nel 2013). Tra gli indici di solidità patrimoniale, il Tier 1 Capital Ratio rappresenta di gran lunga il più utilizzato.

Delle 15 banche incluse nel campione in analisi, solo 6 (40%) hanno riconosciuto al CEO un compenso variabile di breve periodo nel 2013, contro 9 nel 2012 (60%) e 10 nel 2011 (67%). Inoltre, tra le banche che hanno corrisposto un bonus si annoverano anche **UBI Banca** e **Banca Popolare dell'Emilia Romagna**, in cui i premi riconosciuti ai CEO sono stati di importo decisamente simbolico, rispettivamente pari a € 1.560 e € 7.000.

Il bonus medio maturato nel 2013, pari a € 108.832, risulta del 32% inferiore a quanto maturato nel 2012 (€ 160.513) e del 29,5% più basso del 2011 (€ 154.441). Il trend fortemente negativo dei bonus non trova però una giustificazione evidente nell'andamento del principale indicatore di performance utilizzato dai gruppi bancari italiani. Il Tier 1 Capital Ratio del 2012, anno di riferimento del bonus 2013, risulta infatti in aumento in quasi tutte le banche analizzate, con le



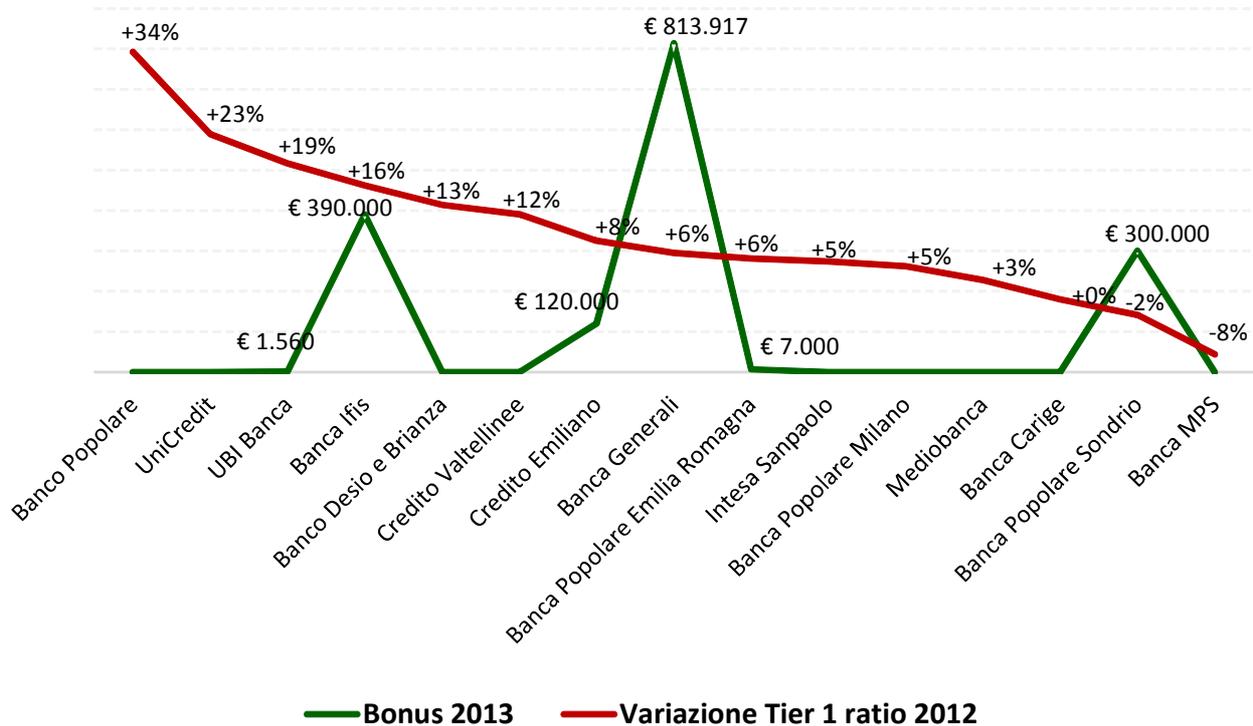
sole eccezioni di **Banca MPS**, in cui è diminuito dal 10,3% al 9,5%, **Banca Popolare di Sondrio** (da 10,4% a 10,2%) e **Banca Carige**, il cui indice è rimasto costante al 7,4%. In media, l'indicatore di solidità patrimoniale è aumentato del 9,2%, del tutto in controtendenza rispetto alla riduzione di quasi un terzo nei bonus maturati per i massimi responsabili della gestione.

Il forte contenimento dei compensi variabili potrebbe trovare una giustificazione esterna, nella forte attività di regolamentazione esercitata dalle autorità europee e dalla Banca d'Italia, che hanno ridotto notevolmente l'autonomia dei gruppi bancari nel definire la politica di remunerazione. Già con la Direttiva europea sui requisiti di solidità patrimoniale degli enti creditizi, la cosiddetta CRD 3 (*Capital Requirements Directive*), recepita nel 2011 tramite provvedimento della Banca d'Italia, si stabilivano delle linee guida ben precise per la definizione della politica di remunerazione. La successiva CRD 4 del giugno 2013, recepita dalla Banca d'Italia a novembre 2014, è entrata ancora più in profondità, dettando dei limiti prestabiliti ai compensi variabili attribuibili dalle banche europee, che non possono complessivamente superare l'ammontare del compenso fisso annuo se non attraverso una specifica risoluzione assembleare. In ogni caso, gli incentivi dei top manager bancari non possono superare l'equivalente di 2 volte il salario base.

La forte turbolenza legata alla crisi finanziaria e l'evoluzione regolamentare ancora in corso hanno quindi svolto un ruolo determinante nel "disallineare" i bonus maturati nel 2013 rispetto ai risultati, per lo più positivi dell'esercizio precedente. Ciononostante, occorre evidenziare come non tutte le banche abbiano reagito allo stesso modo all'evolversi della regolamentazione e dei mercati: **Banca Popolare di Sondrio**, una delle due sole banche il cui indicatore di solidità patrimoniale è calato nel 2012, risulta anche tra le pochissime ad aver attribuito un incentivo annuale significativo al proprio CEO, mentre l'importo più elevato è maturato in **Banca Generali**, la cui performance in termini di Tier 1 ratio è sostanzialmente in linea con la media del settore.



Fig. 39 – Bonus 2013 vs. Variazione Tier 1 Ratio 2012



Solo 4 banche hanno attribuito un bonus ogni anno dal 2011 al 2013 (**Banca Generali, Banca Ifis, Banca Popolare di Sondrio e Credito Emiliano**) ed in altrettante il bonus annuale è stato pari a zero o meramente simbolico (**Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Credito Valtellinese, Mediobanca e UBI Banca**). Le rimanenti 7 banche hanno azzerato il bonus nel 2013, dopo averlo distribuito in almeno uno dei due esercizi precedenti.

In soli 3 casi è possibile verificare un allineamento costante tra bonus maturati e variazione del Tier 1 ratio nel triennio analizzato: **Banca Generali, Banca MPS e Credito Emiliano**. Di contro, in 6 banche tale allineamento non si è mai verificato, tra le quali si segnalano **Mediobanca**, in cui il bonus non è mai maturato nonostante il Tier 1 costantemente in crescita, e soprattutto **Banca Popolare di Sondrio**, che ha sempre riconosciuto un incentivo annuale al proprio CEO nonostante il calo costante dell'indicatore, passato da 12,55% nel 2009 a 10,2% nel 2012. In nessun caso è comunque possibile verificare anche un allineamento tra l'ammontare del bonus ed il livello di performance: il bonus aumenta o diminuisce indipendentemente da quanto è variato il Tier 1 Capital ratio.



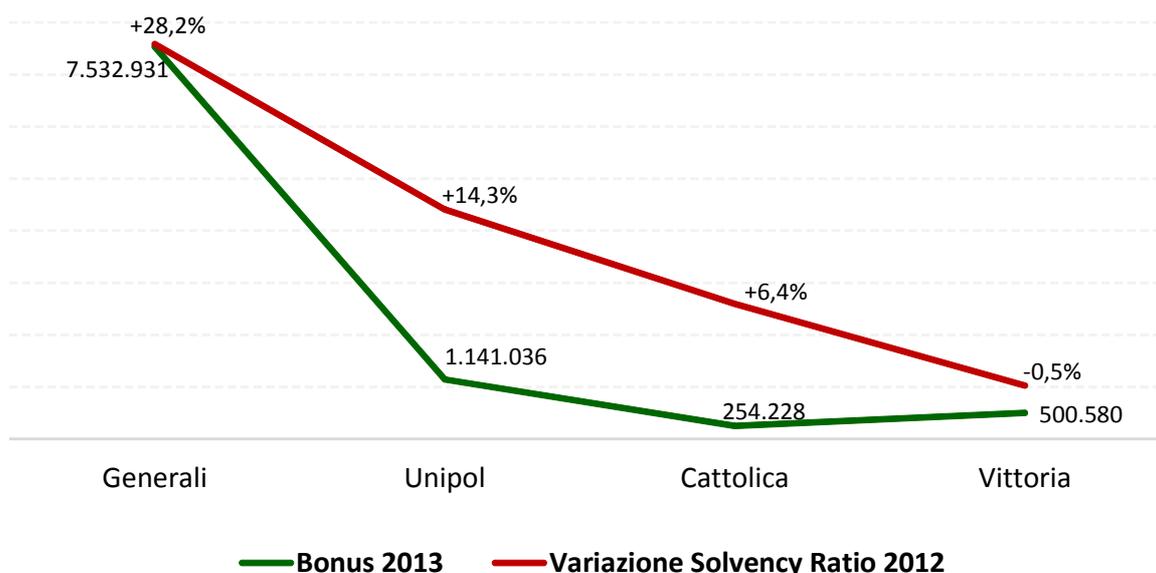
## Bonus vs. Margine di Solvibilità

Sono solo 5 le società assicuratrici presenti nel campione analizzato, di cui due, **Unipol** ed **UnipolSai**, appartenenti allo stesso gruppo e con lo stesso CEO. Dato che **UnipolSai** è nata solo a gennaio 2014, in seguito all'integrazione del gruppo Fondiaria-Sai, si è preferito escluderla da questa analisi.

Il margine di solvibilità è espressamente indicato come parametro di riferimento per il bonus annuale solo dal gruppo **Unipol**. Ciononostante, si è deciso di separare l'analisi delle assicuratrici da quelle delle società non finanziarie e delle banche, data la sostanziale differenza nell'attività svolta e nei parametri di performance utilizzati. Inoltre, il margine di solvibilità è il criterio individuato da tutte le assicuratrici per la definizione dell'incentivo di lungo periodo (con la sola esclusione di **Vittoria Assicurazioni**, che non prevede alcun piano di incentivazione pluriennale). Per cui si è valutato opportuno utilizzare questo parametro per valutare l'allineamento tra le performance ed i premi assegnati ai CEO anche nel breve periodo.

Nel 2013, il bonus annuale è maturato per i CEO di tutte e quattro le società assicuratrici analizzate, mentre solo **Vittoria Assicurazioni** ha registrato un leggero peggioramento nel margine di solvibilità nel 2012 (-0,5%).

**Fig. 40 – Bonus 2013 vs. Variazione Solvency Ratio 2012**



Il settore assicurativo sembrerebbe quindi l'unico in cui è possibile verificare un reale allineamento tra bonus maturati e performance annuali. Questo risultato è però fortemente influenzato dall'esiguo numero di casi analizzati, ridotto a solo 4 assicuratrici, contro 70 società non finanziarie e 15 banche. Inoltre, il parametro qui considerato è chiaramente indicato in una sola politica di remunerazione, per cui l'elevato grado di correlazione riscontrato può essere puramente casuale. In effetti, allargando l'analisi agli ultimi tre esercizi, in nessun caso si riscontra un costante allineamento tra bonus annuale e variazione del margine di solvibilità. In particolare, si segnala ancora il caso di **Vittoria Assicurazioni**, che ha riconosciuto il bonus annuale al proprio CEO in ogni esercizio, nonostante il margine di solvibilità sia risultato costantemente in calo tra il 2009 ed il 2012.

## Bonus vs. EBIT

Finora sono stati considerati parametri di performance il più possibile specifici per la tipologia di attività svolta (bancaria, assicuratrice o non finanziaria). In questa sezione e nella prossima si cercherà di verificare l'eventuale allineamento dei bonus con le performance annuali in termini di creazione di valore per l'azienda e per gli azionisti.

Con riguardo al valore aziendale, si è deciso di utilizzare l'EBIT (o Risultato Operativo Netto), in quanto rappresenta un indicatore la cui misurazione è pressoché omogenea, indipendentemente dal settore di riferimento. Inoltre, nel corso dell'analisi delle politiche di remunerazione si è rilevato come quasi metà degli emittenti analizzati indichi espressamente l'EBIT tra i principali parametri cui sono legati il sia il pagamento che l'ammontare dei bonus annuali.

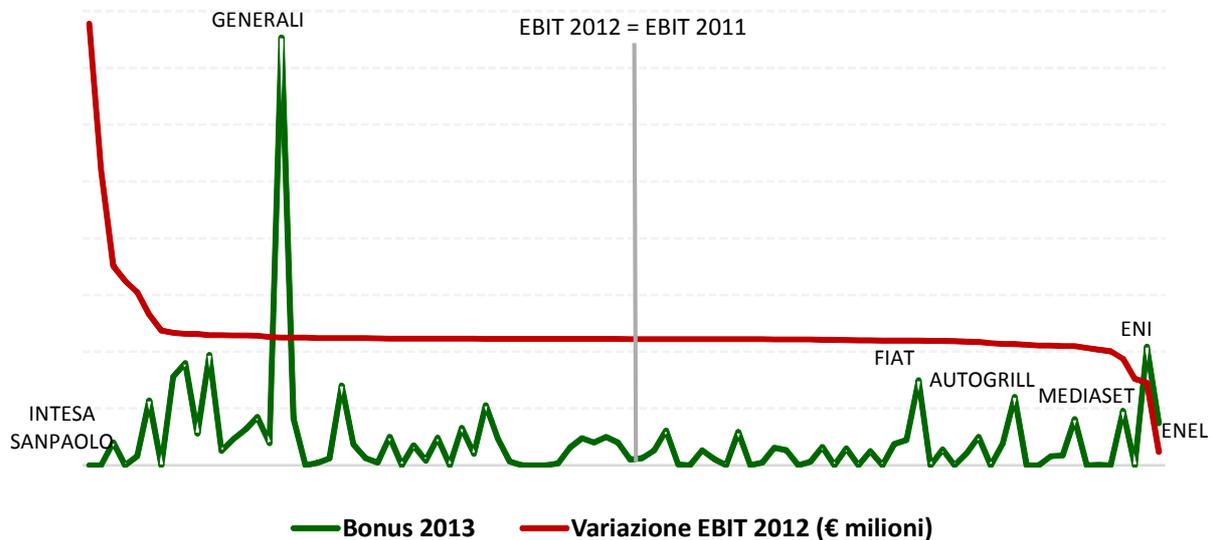
Nel 2012 l'EBIT è aumentato in 47 delle 90 società che prevedono la possibilità di attribuire un incentivo annuale<sup>15</sup>, 38 delle quali (l'81%) hanno premiato il proprio CEO con un bonus annuale. Di contro, il bonus è maturato anche in 28 delle 43 società (65%) che hanno riportato un peggioramento nella redditività operativa. Anche con riferimento a questo parametro non sembrerebbe quindi esserci una chiara correlazione tra performance e bonus annuali: in ben 37 società non vi è stato alcun allineamento (41%), di cui solo 9 non hanno premiato il CEO nonostante

<sup>15</sup> Oltre alle società che non prevedono un compenso variabile di breve periodo, è esclusa anche **World Duty Free**, per la quale non è stato possibile reperire l'EBIT 2011 dai bilanci consolidati del gruppo **Autogrill**, di cui faceva parte all'epoca.



un risultato positivo (10%), mentre 28 top managers sono stati premiati nonostante la minore redditività (31%).

**Fig. 41 – Bonus 2013 vs. Variazione assoluta EBIT 2012**



Ancora una volta, l'assenza di correlazione diretta è evidente anche a livello grafico. Tra le società che hanno premiato il CEO nonostante il peggiore risultato in termini di EBIT, ovvero tra tutte quelle posizionate a destra della linea grigia nel grafico, si segnalano: **Eni**, che ha attribuito un bonus di € 2,1 milioni nonostante un calo di € 1,7 miliardi dell'EBIT, **Fiat** (€ 1,5 milioni di bonus contro una variazione negativa dell'EBIT di € 63 milioni), **Autogrill** (€ 1,2 milioni contro un EBIT in calo di € 200,8 milioni, al netto del de-consolidamento di **World Duty Free**), **Mediaset** (bonus di € 960.000, a fronte di una variazione dell'EBIT di meno € 774,1 milioni), **Italcementi** (bonus € 812.500, variazione EBIT - € 279 milioni) ed **Enel**, che ha attribuito un bonus di € 739.474 nonostante abbia riportato la peggiore performance del mercato in termini di reddito operativo nel 2012 (- € 4,5 miliardi). Sul fronte opposto, nessun bonus è maturato in **Intesa Sanpaolo**, nonostante abbia fatto registrare il maggiore incremento nel risultato netto della gestione operativa nel 2012 (+ € 12,5 miliardi).

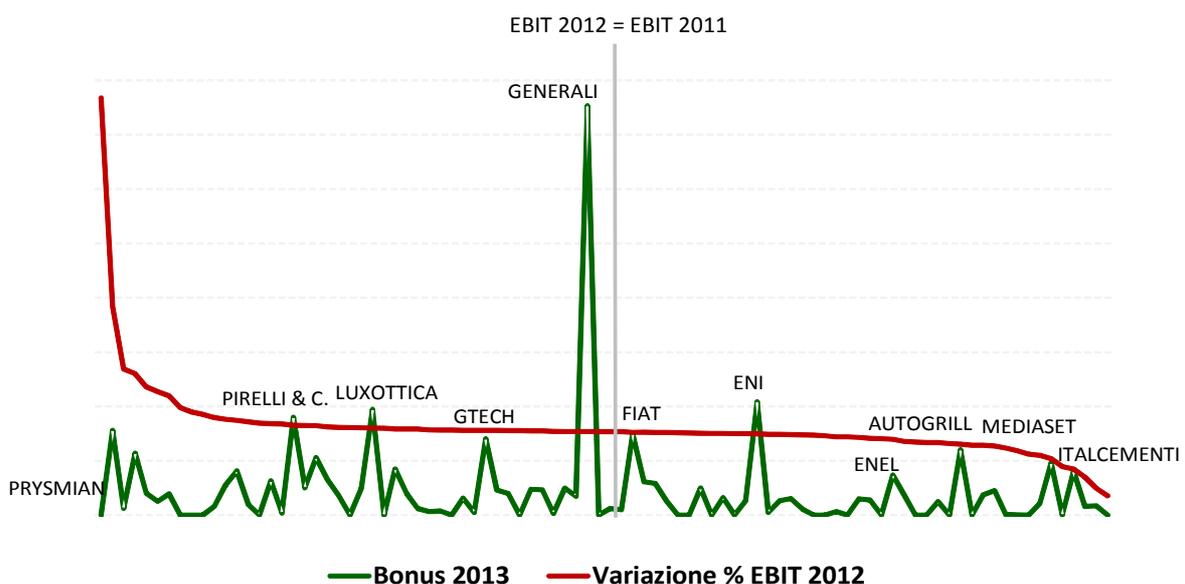
Nel grafico risalta anche il bonus attribuito al CEO di **Generali**, che risulta di gran lunga il più elevato con € 7.532.931. Occorre però segnalare che oltre l'80% del bonus maturato nel 2013 è relativo ad un *welcome bonus* assegnato al momento della nomina del CEO nel 2012 (€ 783.493



monetario, come copertura fiscale del *welcome bonus* azionario corrisposto nel 2012, più 380.868 azioni gratuite maturate nel 2013, del valore di mercato complessivo di € 5.337.103 alla *vesting date*). Per cui, la componente del bonus 2013 realmente collegata ai risultati del 2012 ammonta a € 1.412.335, interamente pagato *cash*, a fronte di un incremento di € 66 milioni dell'EBIT consolidato di gruppo.

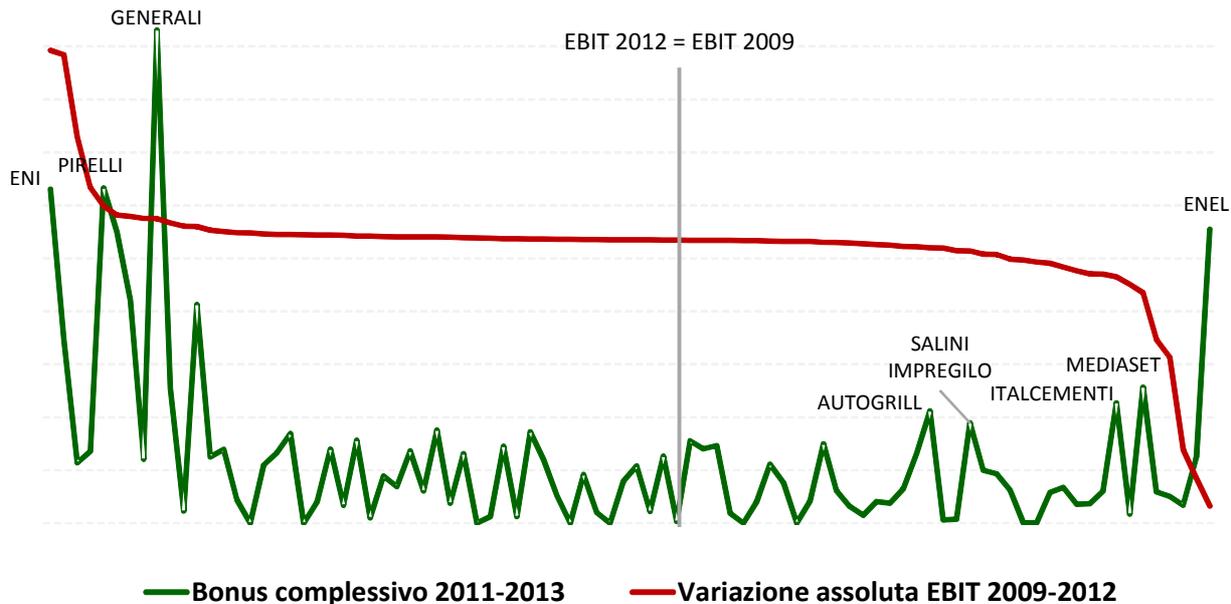
Nel grafico precedente è riportata la variazione assoluta dell'EBIT nel 2012 rispetto all'esercizio precedente, allo scopo di fornire una precisa dimensione del disallineamento tra valore creato (o distrutto) e premi annuali. Prendendo come riferimento le variazioni percentuali, anziché quelle assolute, la situazione generale non cambia, ma risaltano maggiormente alcuni casi di disallineamento in senso contrario, in cui il bonus non è maturato nonostante performance notevolmente superiori alla media. È il caso, ad esempio, di **Prysmian**, che non ha riconosciuto alcun bonus al CEO nel 2013 nonostante l'EBIT sia passato da € 19 milioni nel 2011 a € 343 milioni nel 2012 (+1805%). A tale proposito risulta anche interessante notare come il bonus per il CEO di **Prysmian** sia maturato nel 2012, nonostante una performance negativa riportata nell'esercizio precedente (- € 288 milioni). Tra gli altri casi in cui non è maturato alcun bonus, a fronte di una performance relativa positiva dell'EBIT, si segnalano ulteriori grandi banche, oltre alla già citata **Intesa Sanpaolo**, come **UBI Banca** (EBIT + 108%, ma bonus simbolico di € 1.560) ed **UniCredit** (EBIT +94% e no bonus).

Fig. 42 – Bonus 2013 vs. Variazione % EBIT 2012



L'assenza sostanziale di correlazione tra incentivi annuali e performance operativa si può notare anche nel medio-lungo termine. Il grafico seguente riporta l'andamento dei bonus complessivamente maturati tra il 2011 ed il 2013 in rapporto alla variazione dell'EBIT nei tre esercizi precedenti.

**Fig. 43 – Bonus complessivi triennio 2011-2013 vs. Variazione assoluta EBIT 2009-2012**

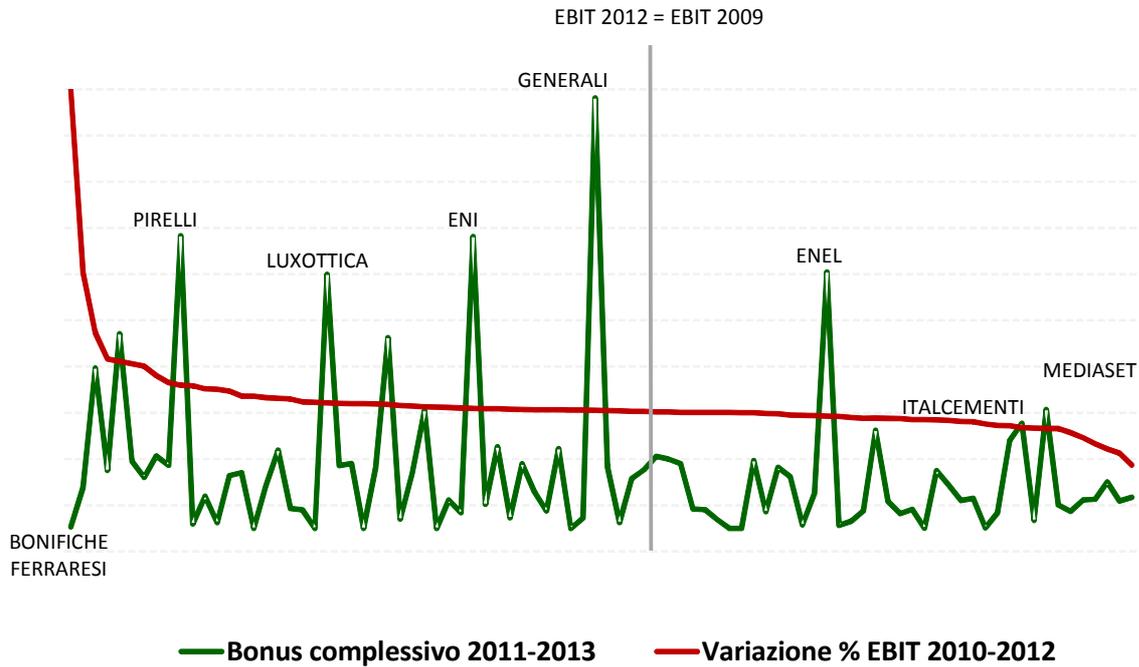


I bonus totali più elevati sono effettivamente maturati nelle società che hanno aumentato maggiormente il reddito operativo nel medio-lungo periodo, ma si stabilizzano sui livelli di performance intermedi per tornare a crescere in maniera anche sostanziosa in alcune tra le società che hanno conseguito le performance triennali peggiori. Sorprende, in particolare, che il quarto bonus complessivo più elevato (€ 5.548.383) sia maturato in **Enel**, ovvero la società che in tre anni ha ridotto maggiormente l'EBIT (- € 4,23 miliardi).

Considerando la performance relativa, espressa come variazione percentuale dell'EBIT nel triennio 2010-2012, si evidenzia addirittura un peggioramento nel grado di correlazione con gli incentivi annuali, perdendosi anche quel minimo di allineamento che si era segnalato in prossimità delle migliori performance assolute.



**Fig. 44 – Bonus complessivi triennio 2011-2013 vs. Variazione % EBIT 2009-2012**



Tutti i dati evidenziati finora hanno come riferimento il valore del bonus complessivamente maturato nel medio-lungo termine, confrontati con l'incremento/decremento dell'indicatore nell'intero periodo 2009-2012. I bonus, però, sono per propria natura riferiti esclusivamente a risultati annuali, senza alcun collegamento con quanto realizzato negli esercizi precedenti. Se la società dovesse, ad esempio, triplicare l'EBIT in uno specifico esercizio, nel successivo il CEO avrebbe comunque diritto al bonus, anche se negli esercizi precedenti il risultato fosse stato fortemente negativo.

Anche prendendo in considerazione i singoli esercizi 2011 e 2012, però, si può riscontrare la medesima pressoché totale assenza di correlazione con le performance annuali evidenziata per il bonus 2013.



Fig. 45 – Bonus 2012 vs. Variazione % EBIT 2011

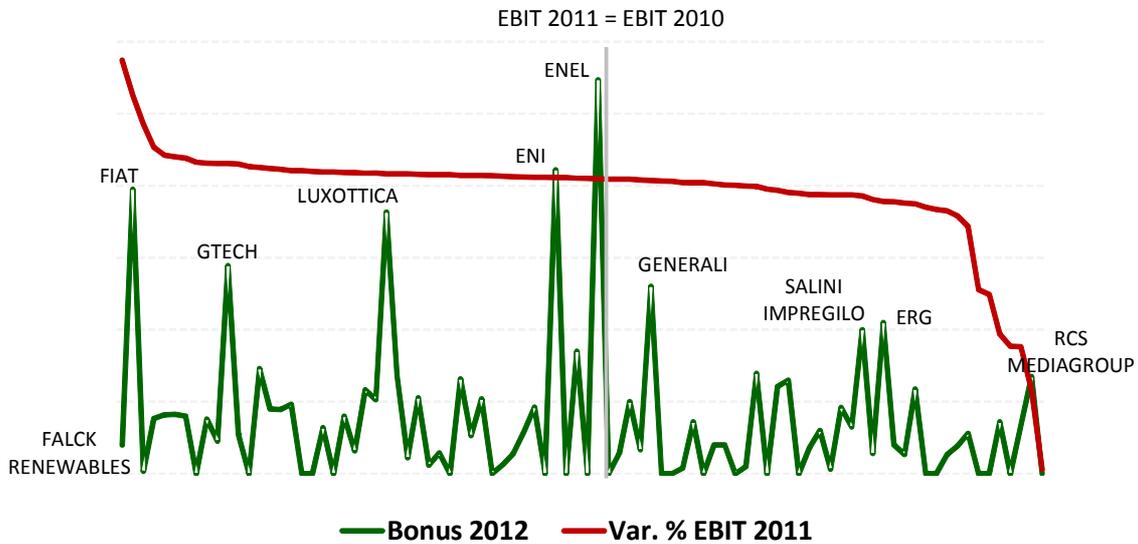
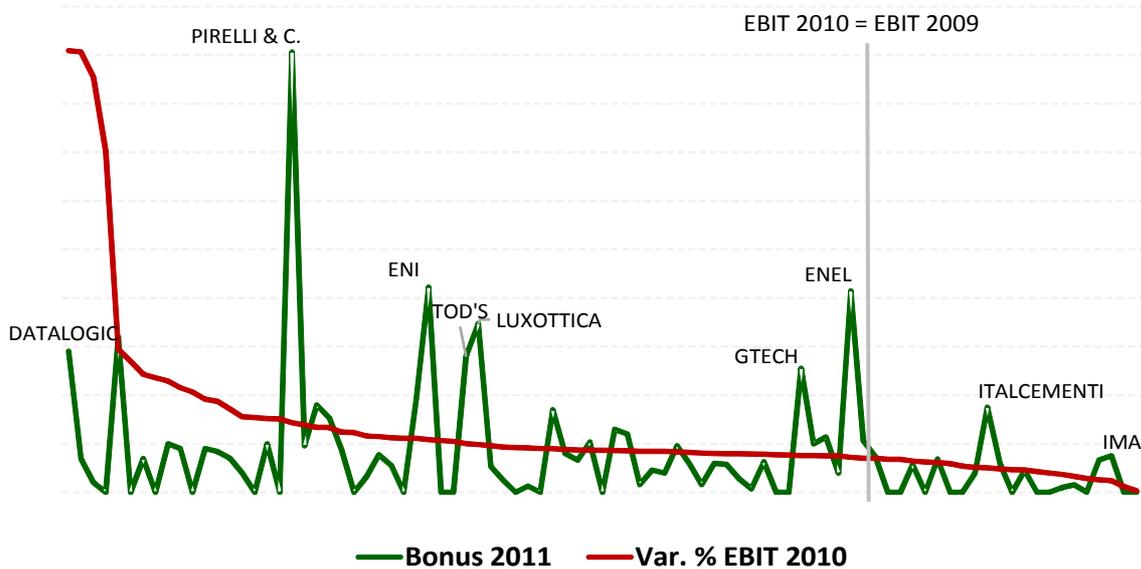


Fig. 46 – Bonus 2011 vs. Variazione % EBIT 2010



Meno di un quarto delle società analizzate (21 sulle 88 che consentivano un compenso variabile annuale in tutti e tre gli esercizi) presentano un costante allineamento tra pagamento del bonus e variazione dell'EBIT. Tra queste, in soli 10 casi si può verificare anche una certa correlazione tra ammontare del bonus annuale e dimensione della performance, ovvero il bonus aumenta in



corrispondenza di risultati migliori e diminuisce al ridursi della performance: **Banca Generali, Banca Ifis, Banco Desio e Brianza, Beni Stabili, De'Longhi, Ei Towers, Gtech, Interpump, Maire Tecnimont e Saipem.**

In 59 società si osserva un allineamento parziale, ovvero solo in uno o due esercizi, tra performance e bonus, mentre in 8 società tale allineamento non si è mai verificato. Tra queste ultime, in tre casi il bonus non è mai maturato nonostante risultati non sempre negativi (**Ascopiave, Banca Popolare dell'Emilia Romagna ed UBI Banca**), in altrettanti il bonus è sempre maturato nonostante performance reddituali costantemente negative (**Banca Popolare di Sondrio, Italcementi e Trevi Finanziaria Industriale**), mentre in due società (**Cir** e la già citata **Prysmian**), bonus e performance si muovono in direzioni diametralmente opposte: il bonus matura in corrispondenza di un peggioramento dell'EBIT, mentre è pari a zero in presenza di risultati positivi.

## Bonus vs. TSR

Nei paragrafi precedenti si è dimostrata la generale indipendenza dei bonus dai risultati operativi, in termini sia di redditività che, per le società finanziarie, di solidità patrimoniale. In questa parte dello studio si verificherà il livello di correlazione tra i compensi variabili annuali ed il valore creato per gli azionisti nell'esercizio precedente, calcolato attraverso il *Total Shareholder Return*, ovvero come variazione del valore di mercato dell'azione dall'inizio alla fine dell'esercizio più eventuali dividendi distribuiti nello stesso periodo (generalmente riferiti all'esercizio precedente).

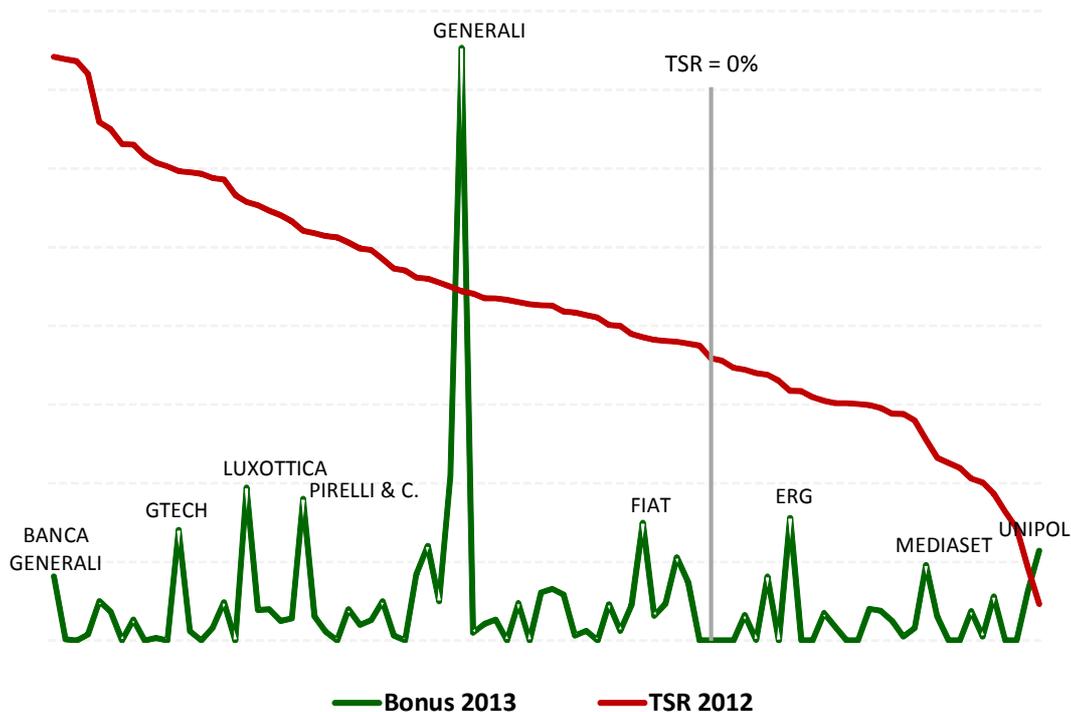
Le 88 società analizzate, già quotate nel 2012 e che consentono il pagamento di un variabile di breve periodo, hanno attribuito al CEO un bonus medio di € 454.805 nel 2013. Tale importo rappresenta mediamente il 43,8% del compenso fisso, che potrebbe essere considerato come il rendimento aggiuntivo per il CEO derivante dai risultati conseguiti nell'esercizio precedente. Nel 2012, anno di riferimento del bonus 2013, il TSR medio delle stesse società è risultato in aumento del 15,7%. Di fatto, i top managers sono stati premiati con circa il 44% in più di reddito per aver garantito ai propri azionisti un rendimento annuale del 16%.

Tra le 88 società, 59 hanno creato valore per gli azionisti nell'esercizio precedente, delle quali 47 (il 79,7%) hanno assegnato un premio annuale al massimo dirigente. Il diritto a ricevere il bonus



è però maturato anche nel 62,1% delle società che hanno distrutto valore per gli azionisti nello stesso anno (18 su 29). Da questi primi dati si può già desumere come il bonus sia tendenzialmente indipendente neanche da questo parametro di performance.

Fig. 47 – Bonus 2013 vs. TSR 2012



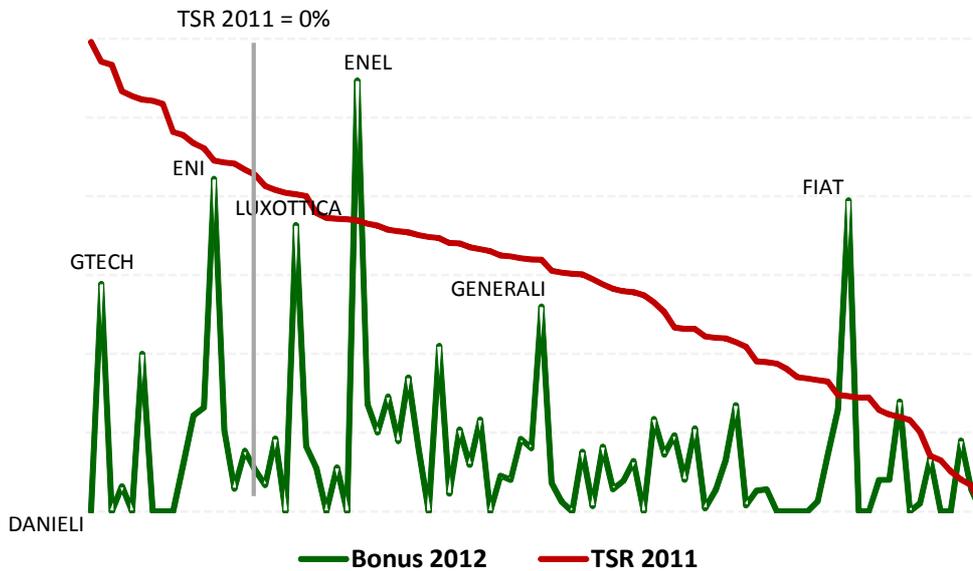
Ancora una volta, l'assenza di correlazione è evidente anche dal punto di vista grafico: l'attribuzione e l'importo dei bonus (linea verde) è del tutto indifferente al decrescere del valore creato per gli azionisti nell'esercizio precedente (linea rossa). Anche in questo caso, poi, è interessante rilevare come il bonus sia stato riconosciuto anche al CEO di **Unipol**, ovvero della società che ha riportato la peggiore performance nell'anno di riferimento (bonus di € 1.141.036 per una perdita di valore del 69,5% nel 2012, da € 4,99 a € 1,52 per azione).

Lo stesso risultato è riscontrabile anche nei due esercizi precedenti, il 2012 ed il 2011. Confrontando i dati dei tre esercizi, è ancora più evidente la totale indipendenza del bonus annuale dal valore creato per gli azionisti, non solo in termini di trend generale di mercato, ma anche con riferimento a ciascuna società. I pochi emittenti che hanno mostrato un certo allineamento tra bonus e TSR nel 2013 e 2012, come **Gtech**, nel 2011 hanno maturato incentivi annuali anche a

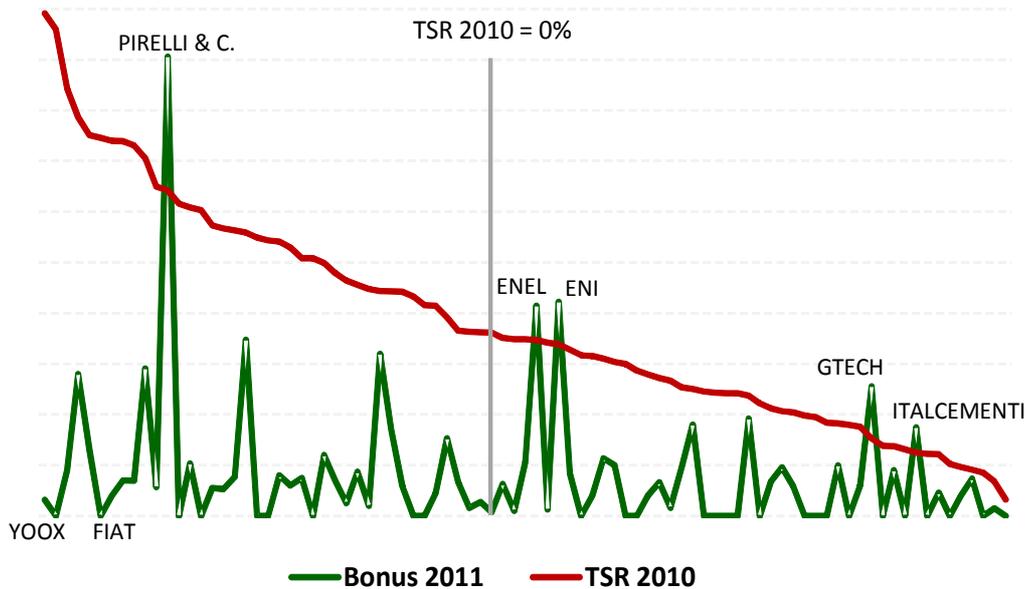


fronte di performance negative. Viceversa, società segnalate per un disallineamento favorevole al CEO negli ultimi due esercizi, come **Fiat**, nel 2011 non hanno attribuito alcun premio annuale nonostante performance decisamente migliori del mercato.

**Fig. 48 – Bonus 2012 vs. TSR 2011**



**Fig. 49 – Bonus 2011 vs. TSR 2010**

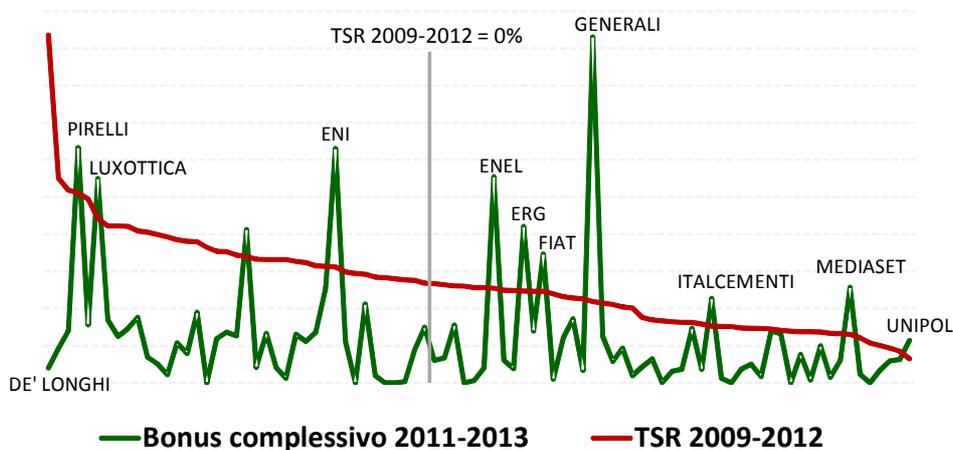


**Astaldi** risulta essere l'unica società in cui si può riscontrare un reale allineamento tra la dimensione del bonus e valore creato (il bonus aumenta in corrispondenza di TSR più elevati e viceversa), mentre in due realtà il bonus non è mai maturato in corrispondenza di TSR costantemente negativi: **Banca Popolare dell'Emilia Romagna** (bonus non significativo) e **Credito Valtellinese**.

Il reale allineamento con gli interessi degli azionisti non può però essere verificato esclusivamente nel breve periodo. Gran parte degli investitori istituzionali che sono soliti partecipare alle assemblee, ma anche gli azionisti privati, hanno infatti un orizzonte temporale dell'investimento di lungo se non di lunghissimo periodo. Si pensi, ad esempio, ai fondi pensione, che devono garantire un rendimento adeguato ai propri sottoscrittori nell'arco di decine di anni, o ai gestori di fondi indicizzati, che detengono le azioni di una società fintantoché queste sono inserite nei principali indici di mercato e settoriali. Al contrario, il bonus dovrebbe essere collegato a performance annuali, per cui un disallineamento con il rendimento per gli azionisti nel breve periodo è assolutamente comprensibile. Ciò che conta, però, è che si realizzi un certo allineamento almeno nel lungo termine, e che il bonus trovi comunque un'adeguata giustificazione nei risultati operativi (reddituale, patrimoniali, strategici, legati a criteri di sostenibilità socio-ambientale, eccetera).

Seppure non rappresenti il parametro più rappresentativo dell'allineamento di interessi tra CEO ed azionisti, si può comunque confrontare l'andamento dei bonus nell'ultimo triennio con il valore complessivamente creato per gli azionisti nei tre esercizi precedenti (2010-2012).

**Fig. 50 – Bonus complessivi triennio 2011-2013 vs. TSR 2009-2012**



Nonostante gli azionisti di **De' Longhi** abbiano guadagnato il 301% tra dividendi e performance azionaria, tra il 31 dicembre 2009 ed il 31 dicembre 2012, il CEO della società ha ricevuto bonus complessivamente pari a € 400.000 negli ultimi tre anni, meno di un terzo della media dei suoi colleghi (€ 1.234.932). Sul fronte opposto, **Unipol** ha premiato il CEO con € 1.141.036 totali nel triennio, nonostante una perdita del 91% per i propri azionisti. Tra gli altri casi di evidente disallineamento: **Mediaset**, che ha assegnato bonus per € 2.570.000 a fronte di una distruzione del 61% del valore degli azionisti, **Italcementi** (bonus di € 2.275.000, contro una perdita del 51,4%), **Generali** (€ 9.312.931, in gran parte *welcome bonus*, per una perdita del 23,4%), **Fiat** (€ 3.470.603, TSR -8,95%) ed **Erg** (€ 4.209.100, TSR -8,8%).

Tra gli incentivi più elevati, si può notare un certo grado di allineamento in **Pirelli** e **Luxottica**, che hanno rispettivamente assegnato € 6.330.000 e € 5.498.140 ai propri CEO tra il 2011 ed il 2013, a fronte di incrementi rispettivamente del 110% e del 79% del TSR. Allineamento che non si conferma però tra gli altri incentivi più elevati, come **Eni** (€ 6.308.000 nei tre anni) e **Gtech** (€ 4.128.847), che hanno premiato il CEO in maniera molto più che proporzionale rispetto al valore creato per i propri azionisti: i bonus ricevuti dal CEO di **Eni** hanno rappresentato un incremento del 147% rispetto al salario base, contro un ritorno per gli azionisti di oltre dieci volte inferiore (TSR +14,5%), mentre il guadagno per il CEO di **Gtech** è stato pari al 161,5%, contro un TSR di +32,9% nei tre anni precedenti.

## Conclusioni

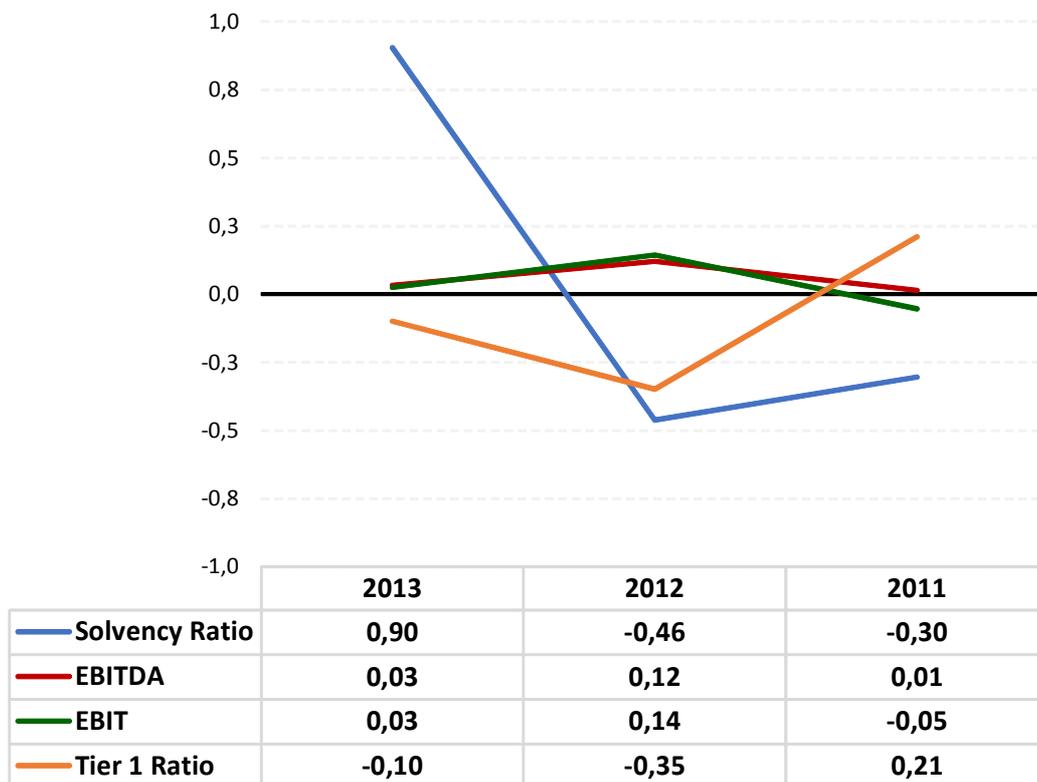
Tutta l'analisi svolta finora ha dimostrato quanto l'attribuzione dei bonus annuali, così come il loro dimensionamento, siano quasi totalmente indipendenti dai risultati conseguiti nell'esercizio di riferimento. È stato possibile individuare una correlazione diretta tra bonus e performance solo in 8 società con riferimento all'EBITDA (12%), in 10 con riferimento all'EBIT (11%) ed in 3 per quanto riguarda la creazione di valore per gli azionisti (3%). Solo in **Gtech**, **Interpump** e **Saipem** è possibile verificare una correlazione diretta con riferimento a due parametri (EBIT ed EBITDA), mentre in nessuna realtà è possibile verificarlo con riferimento a tutti e tre i parametri considerati.

Nel grafico seguente è riportato il coefficiente di correlazione di Pearson calcolato tra bonus maturato in ciascun anno ed i differenti parametri di performance considerati. Il coefficiente può



assumere valori che vanno da -1 a +1. Più l'indicatore si avvicina al massimo, maggiore è la correlazione diretta tra le due variabili (il bonus aumenta in corrispondenza di performance migliori), mentre valori negativi indicano una correlazione inversa (una variabile aumenta al ridursi dell'altra). Coefficienti prossimi allo zero evidenziano una pressoché totale indipendenza tra le due variabili, come è il caso tra performance e bonus annuali assegnati dalle principali società italiane. La correlazione è addirittura significativamente negativa nelle imprese assicuratrici e nelle banche, con riferimento rispettivamente al Margine di Solvibilità (per il 2012 ed il 2011) ed al Tier 1 (per il 2012). La correlazione diretta che si era evidenziata nel 2013 tra *Solvency Ratio* e bonus maturati nelle imprese assicuratrici si confermerebbe quindi del tutto casuale.

**Fig. 51 – Correlazione tra bonus annuale ed indicatori di performance**



Come si è già più volte sottolineato, i bonus sono definiti dalle società con riferimento ad una pluralità di parametri, che non possono essere sempre riassunti dalla redditività, la solidità patrimoniale o il valore creato per gli azionisti. L'assenza di correlazione qui evidenziata non è quindi necessariamente un'indicazione della bontà o meno dei piani di incentivazione annuali, per verificare la quale occorrerebbe prendere in considerazione tutte le variabili utilizzate e le



caratteristiche specifiche di ogni singola società (per alcune, ad esempio, la riduzione dell'indebitamento assume una rilevanza molto maggiore rispetto all'aumento di redditività o alla creazione di valore nel breve periodo). Ciononostante, l'analisi qui svolta ha preso come riferimento i parametri di performance chiaramente indicati dalla maggior parte degli emittenti come riferimento per l'attribuzione ed il calcolo degli incentivi annuali. Una correlazione così bassa tra i bonus e tali parametri può quindi rappresentare un segnale preoccupante del grado ancora molto elevato di discrezionalità nella definizione dei bonus, che in alcuni casi continuano ad essere percepiti come mera integrazione del compenso fisso.

## 2.4 *Gli incentivi di lungo periodo*

L'analisi delle politiche di remunerazione ha evidenziato come le società italiane tendano a premiare i massimi dirigenti più per i risultati annuali che per le performance di lungo periodo, soprattutto le realtà a capitalizzazione medio-piccola. Almeno dal punto di vista teorico, tale pratica risulta in contrasto con il principio fondamentale dell'allineamento di interessi tra CEO società ed azionisti. Tra le 99 società analizzate, 23 non hanno adottato piani di incentivazione pluriennali nel periodo 2011-2013, di cui ben 16 hanno consentito l'assegnazione di premi esclusivamente legati a performance annuali. Il numero di società che adottano un sistema di incentivazione nel lungo periodo si è ulteriormente ridotto nel 2014, dato che il CEO di **Salvatore Ferragamo** è stato escluso dal nuovo piano di incentivazione azionaria, approvato nel 2012, e **Mediaset** non ha ancora approvato un nuovo piano, in sostituzione di quello terminato nel 2011.

Così come effettuato per i bonus annuali, in questo paragrafo sono analizzati gli incentivi di medio-lungo termine maturati negli ultimi tre esercizi, nel confronto con i risultati conseguiti nel triennio precedente, che è il periodo di performance generalmente utilizzato nei piani di incentivazione. Rispetto all'analisi dei bonus, cambia quindi l'orizzonte temporale di riferimento, che non è più il semplice esercizio ma l'insieme dei risultati e dei compensi variabili maturati nel periodo di validità del piano.

Come parametri di performance si sono utilizzati sempre l'EBITDA, il Tier 1 Capital Ratio ed il Margine di Solvibilità, che sono indicati come riferimento dalla grande maggioranza dei piani di incentivazione, rispettivamente dalle società non finanziarie, bancarie ed assicuratrici. È stato poi



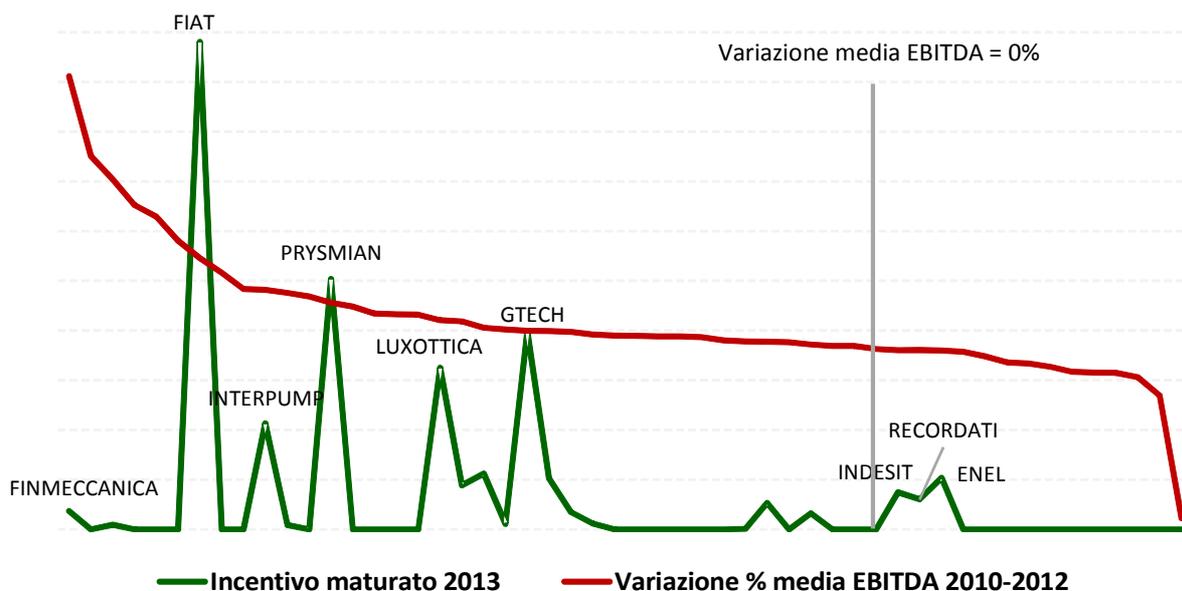
preso in considerazione anche il valore netto delle attività (*Net Asset Value* o *NAV*), come parametro di riferimento per le società specializzate nell'investimento finanziario (di fatto solo le holding di partecipazione **DeA Capital** ed **Exor**, in quanto la sola società di gestione quotata a fine 2013, **Azimut**, non prevede alcun compenso variabile<sup>16</sup>).

L'EBIT rappresenta ancora il parametro omogeneo per definire la creazione di valore d'impresa, così come attraverso il *Total Shareholder Return* si può verificare l'eventuale allineamento tra gli interessi del management e degli azionisti nel medio-lungo periodo.

### Incentivi vs. EBITDA

Il diritto a ricevere un incentivo di lungo periodo è maturato nel 2013 per i CEO di 20 società non finanziarie, delle 52 incluse nel campione che consentivano tale possibilità<sup>17</sup>, ma la variazione media dell'EBITDA nei tre esercizi precedenti è stata positiva in 37 società. Tra le 20 società che hanno distribuito il premio pluriennale, in 3 (15%) la variazione dell'EBITDA è stata mediamente negativa nei tre esercizi precedenti, mentre nessun incentivo è stato attribuito da 20 società che hanno riportato performance mediamente positive (55,3%).

**Fig. 52 – Incentivo maturato nel 2013 vs. Variazione media EBITDA 2010-2012**



16 A partire dal 16 aprile 2014, un'ulteriore società di gestione del risparmio, **Anima Holding**, è quotata sul mercato italiano ed inclusa nell'indice FTSE Italy Mid Cap.

17 Ovvero, quotate almeno dal 2009 ed in cui un piano di incentivazione era in vigore nel 2013.



Nonostante sia confermata una pressoché totale indipendenza dai risultati anche degli incentivi pluriennali, da questi primi dati sembrerebbe che il disallineamento sia generalmente sfavorevole al CEO. Dal grafico precedente è anche evidente come le società che hanno riportato le migliori performance medie triennali abbiano attribuito incentivi inferiori alla media del mercato, se non pari a zero. Tale risultato è però condizionato dall'aver utilizzato la variazione media annua dell'indicatore di redditività, e non la variazione assoluta nell'intero *performance period*. **RCS Mediagroup**, in cui l'incentivo non è maturato nel 2013, risulta tra le società con la più alta variazione media dell'EBITDA nel triennio di riferimento (+107%), ma la redditività complessiva è crollata da un attivo di € 35,7 milioni nel 2009 ad un passivo di € 8,9 milioni nel 2012. La performance media di **RCS** è poi influenzata significativamente anche dal forte incremento a quasi € 200 milioni registrato nel 2010 (+454%). Lo stesso si può dire di **Finmeccanica**, il cui EBITA è sceso di € 581 milioni tra il 2009 ed il 2012, ma che presenta la migliore performance media del mercato grazie, al forte incremento del 2012 (da meno € 216 milioni a più € 1.006 milioni). Il fatto che in **Finmeccanica** l'incentivo sia maturato solo nel 2013 è un chiaro segnale di quanto il piano di incentivazione adottato sia maggiormente focalizzato sui risultati annuali che su quanto realizzato nel medio-lungo periodo.

Un reale disallineamento è invece riscontrabile nelle altre 4 società che hanno riportato le migliori performance medie nel triennio: **Falck Renewables** (€ 100.000 di incentivo per un incremento medio dell'EBITDA del 93,6%), **Ei Towers** (nessun incentivo ed EBITDA +79,4% in media), **Erg** (no incentivo ed EBITDA +73,1%) e **Datalogic** (no incentivo ed EBITDA +59,7%).

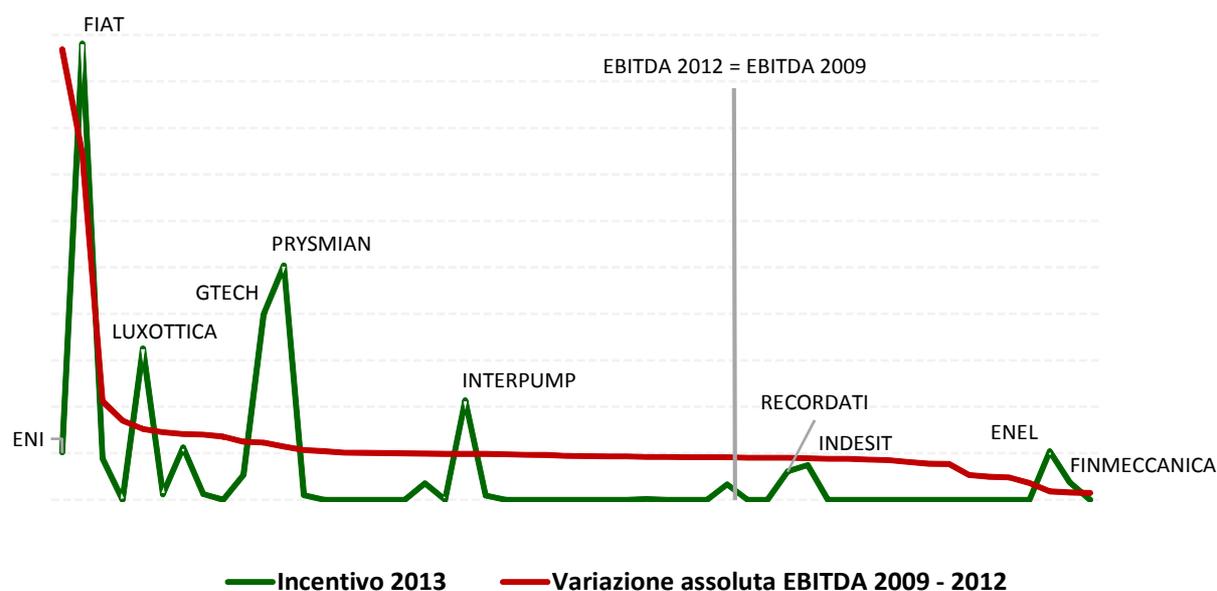
L'assenza generalizzata di correlazione tra incentivi e performance è confermata anche prendendo in considerazione le variazioni assolute dell'EBITDA tra il 2009 ed il 2012. L'incentivo è infatti maturato in quasi la metà (16 su 34) delle società che hanno aumentato l'indice della redditività, ma anche in 4 delle 18 società in cui l'EBITDA è diminuito nei tre anni precedenti: **Finmeccanica**, che ha assegnato un incentivo di € 374.000 contro un calo di € 581 milioni dell'EBITDA, **Enel** (€ 1.040.000 di incentivo e meno € 562 milioni di EBITDA), **Indesit** (€ 747.310 l'incentivo e meno € 13,8 l'EBITDA) e **Recordati** (€ 610.905 di incentivo contro un calo di € 5,31 milioni dell'EBITDA).

Nonostante si riscontri un buon numero di casi di disallineamento a favore del CEO con riferimento alla variazione assoluta dell'EBITDA, il grafico seguente evidenzia un buon livello di



correlazione in prossimità dei livelli più elevati di performance. Tra le 15 società che hanno aumentato maggiormente l'EBITDA nei tre esercizi precedenti, solo 4 non hanno attribuito alcun incentivo nel 2013 (**Pirelli, Erg, De'Longhi e Sogefi**), mentre la media degli incentivi maturati nelle 10 società con la più elevata performance assoluta supera di quasi cinque volte la media rilevata nelle altre realtà (€ 1,69 milioni contro € 0,35 milioni).

**Fig. 53 – Incentivo maturato nel 2013 vs. Variazione assoluta EBITDA 2009-2012**



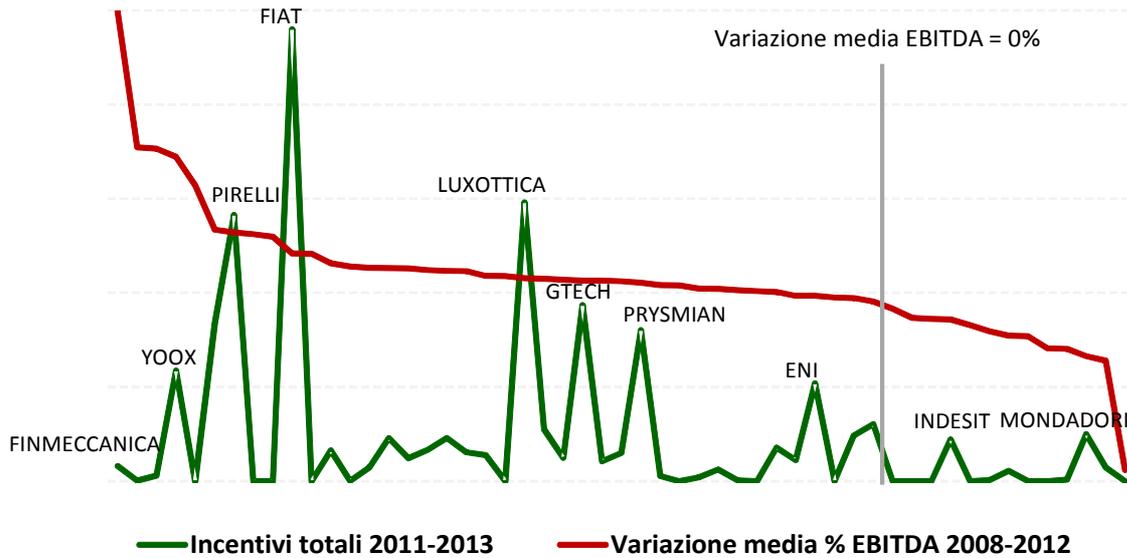
Per avere però una rappresentazione realistica dell'allineamento degli interessi nel lungo periodo, l'analisi dei soli incentivi maturati nel 2013 non basta. I piani di incentivazione possono infatti prevedere che il premio non maturi annualmente, ma solo al termine del periodo di performance, e quindi con cadenza almeno triennale. Per essere certi di coprire un intero ciclo di incentivazione per tutte le società analizzate, occorre quindi prendere in considerazione i premi pluriennali complessivamente maturati negli ultimi tre esercizi.

I grafici seguenti riportano gli incentivi complessivamente maturati nel triennio 2011-2013, confrontati con le performance relative (in percentuale) ed assolute dell'EBITDA nel periodo 2007-2012, ovvero nell'arco di tempo che abbraccia la quasi totalità dei piani di incentivazione analizzati (gli incentivi maturati nel 2011 erano generalmente riferiti alle variazioni intervenute tra il 2007 ed il 2010, quelli del 2012 al triennio 2008-2011 e quelli del 2013 al periodo 2009-2012).

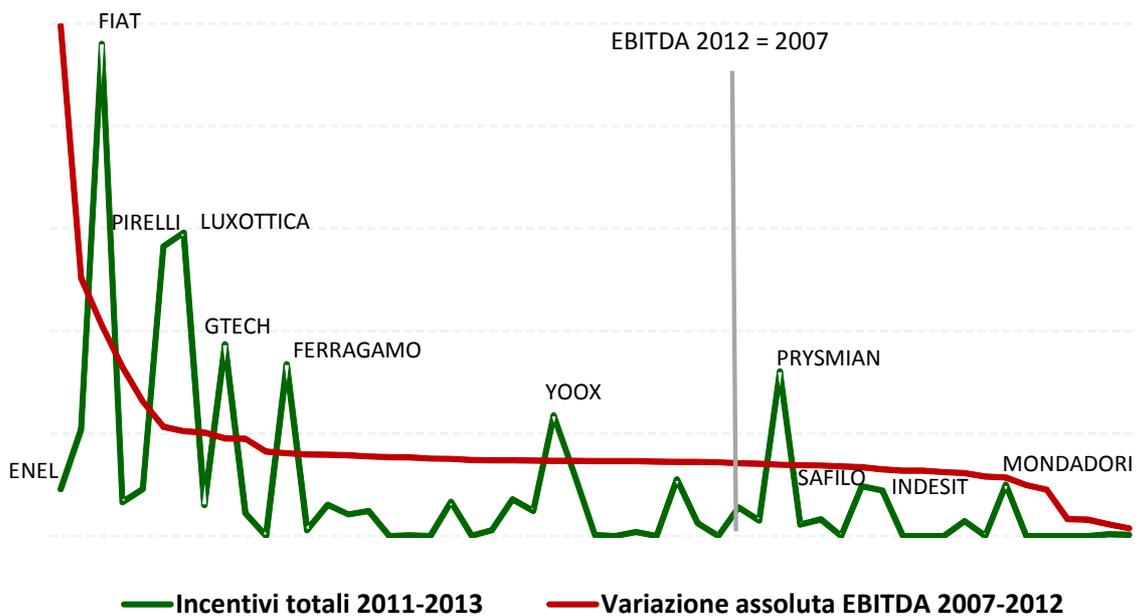


Dall'analisi è esclusa **Enel Green Power**, in quanto separatasi dalla capogruppo Enel solo nel 2009, mentre sono ricomprese **Mediaset** e **Salvatore Ferragamo**, che, seppure prive di un piano di incentivazione di lungo periodo nel 2013, hanno distribuito compensi variabili pluriennali negli esercizi precedenti.

**Fig. 54 – Incentivi totali triennio 2011-2013 vs. Variazione % media EBITDA 2008-2012**



**Fig. 55 – Incentivi totali triennio 2011-2013 vs. Variazione assoluta EBITDA 2007-2012**



Prendendo come riferimento il lungo periodo, si nota evidente un maggior grado di correlazione tra incentivi e variazioni assolute dell'indicatore, a segnalare che, salvo poche eccezioni, i piani di incentivazione sono effettivamente strutturati per premiare i risultati conseguiti nell'intero periodo di riferimento, più che la semplice somma/media di performance annuali.

Tra i disallineamenti più rilevanti si segnalano **Prysmian**, che negli ultimi tre esercizi ha distribuito premi al CEO per complessivi € 8.026.864 nonostante l'EBITDA sia complessivamente calato di € 27 milioni, **Mondadori** (€ 2.500.000 di incentivi totali, a fronte di un calo di € 200,7 milioni dell'EBITDA), **Safilo** (€ 2.426.800 per meno € 60,2 milioni di EBITDA) ed **Indesit** (€ 2.214.425 per meno € 87,7 milioni di EBITDA). Si evidenzia inoltre come **Enel**, più volte segnalata per bonus sovradimensionati rispetto ai risultati annuali, abbia assegnato al proprio CEO incentivi sostanzialmente in linea con la media del mercato tra il 2011 ed il 2013 (€ 2.288.000 contro una media di circa € 2,3 milioni), nonostante abbia realizzato il maggiore incremento dell'EBITDA negli ultimi cinque esercizi (da € 9,84 miliardi del 2007 a € 15,81 miliardi del 2012).

Può risultare particolarmente interessante rilevare come la correlazione con i risultati sia più elevata tra gli incentivi maturati nel 2013 rispetto a quelli maturati negli esercizi precedenti. La maggiore correlazione nell'ultimo anno può essere dovuta ad un miglioramento generale nella definizione dei piani di incentivazione, grazie al più serrato confronto con il mercato derivante dall'introduzione del *say-on-pay*, ma anche alla tendenza a ridurre il peso degli incentivi discrezionali o non direttamente collegati alle performance.

## Incentivi vs. Tier 1 Capital Ratio

Dall'analisi del lungo periodo sono esclusi due soli gruppi bancari, **Banca Popolare di Sondrio** e **Credito Valtellinese**, che non prevedono un piano di incentivazione collegato ad obiettivi pluriennali. In effetti, anche le altre 13 banche incluse nel campione non prevedono dei veri e propri piani di incentivazione di lungo periodo, ma il differimento dell'assegnazione dei bonus annuali nei successivi 3 o 5 esercizi. In tutti i casi, comunque, la componente differita è sempre soggetta al mantenimento dei risultati raggiunti anche nel periodo di differimento, se non al raggiungimento di ulteriori obiettivi di performance. Tali componenti variabili possono quindi essere considerate a tutti gli effetti come di lungo termine, in quanto volte a collegare una quota

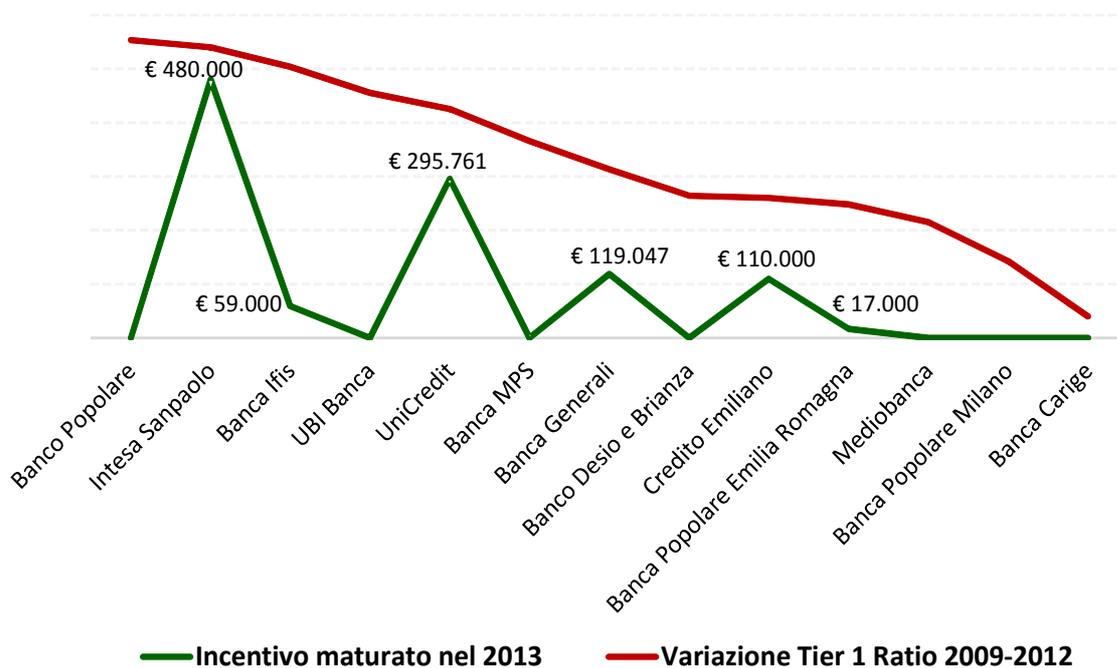


significativa degli incentivi ai risultati ottenuti in più anni.

Nel 2013, l'incentivo di lungo periodo è maturato per i CEO di 6 banche, per un valore mediamente pari a € 180.135, di gran lunga inferiore alla media riscontrata nelle società non finanziarie. In alcuni casi, come **Banca Popolare dell'Emilia Romagna** (€ 17.000) e **Banca Ifis** (€ 59.000), l'incentivo può essere considerato come meramente simbolico, soprattutto se riferito ad un periodo di tre anni.

Una sola banca ha riportato un deterioramento del Tier 1 Capital ratio tra il 2009 ed il 2012, **Banca Carige** (da 7,9% a 7,4%), che non ha assegnato alcun incentivo. Di contro, nessun incentivo è maturato anche per il CEO della banca che ha riportato la migliore performance relativa nel triennio, **Banco Popolare** (+45,4%). Al di là di quest'unico caso di evidente disallineamento, la correlazione tra incentivi e performance nelle banche italiane sembrerebbe decisamente più elevata nel lungo che nel breve periodo (come evidenziato dall'analisi dei bonus annuali).

**Fig. 56 – Incentivo 2013 vs. Variazione % Tier 1 Ratio 2009-2012**

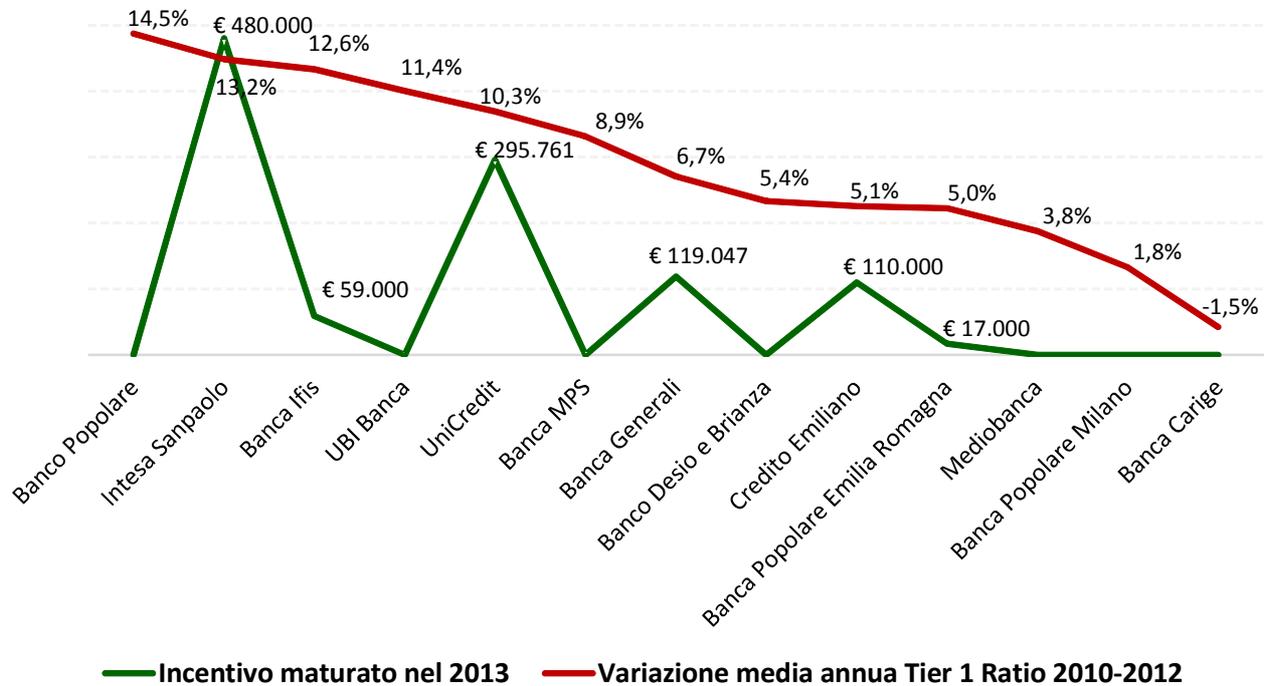


Così come evidenziato per l'EBITDA, anche con riferimento al Tier 1 l'ammontare degli incentivi risulta maggiormente dipendente dalla variazione assoluta del parametro di performance



nel triennio di riferimento, piuttosto che dalle performance annuali medie.

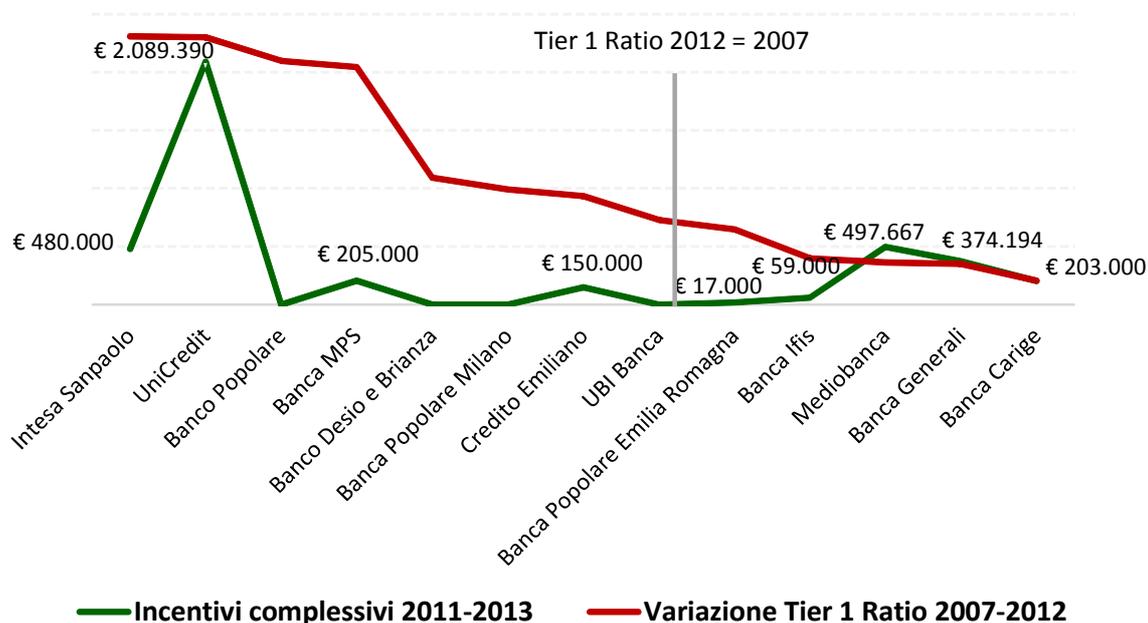
**Fig. 57 – Incentivo 2013 vs. Variazione % media Tier 1 Ratio 2010-2012**



A differenza di quanto osservato per le società non finanziarie, però, nelle banche l'elevata correlazione tra incentivi e performance si perde quando si considera un periodo più lungo. Tutte le banche che hanno visto un deterioramento complessivo del Tier 1 Capital ratio tra il 2007 ed il 2012 hanno distribuito incentivi di lungo periodo tra il 2011 ed il 2013, anche se nei casi già segnalati di **Banca Ifis** e **Banca Popolare dell'Emilia Romagna** il valore del compenso variabile è stato meramente simbolico.



Fig. 58 – Incentivi totali triennio 2011-2013 vs. Variazione Tier 1 Ratio 2007-2012



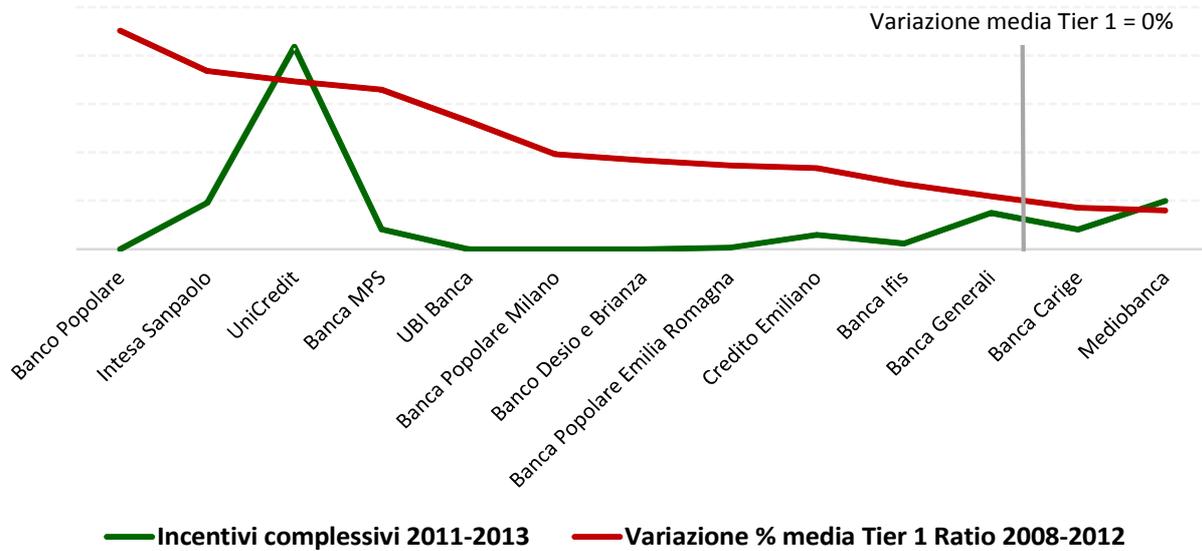
Tra le banche con un disallineamento incentivo-performance favorevole per il CEO si segnalano: **Mediobanca**, che ha visto un deterioramento del Tier 1 Ratio dal 12,3% all'11,5% tra il 2007 ed il 2012, **Banca Generali**, che ha visto il Tier 1 Ratio passare dal 12,2% del 2007 all'11,8% del 2012, e **Banca Carige** (Tier 1 Ratio dal 7,8% al 7,4% nei 5 anni precedenti).

Sul fronte opposto, si segnalano 4 banche che non hanno attribuito alcun incentivo nonostante la performance positiva di lungo termine: **Banco Popolare** (Tier 1 Ratio dal 5,2% all'11,2%), **Banco Desio e Brianza** (dal 9,9% al 12,1%), **Banca Popolare di Milano** (dal 7,2% al 9%) ed **UBI Banca** (dal 7,4% al 10,8%).

Il disallineamento tra incentivi e performance nel lungo periodo è ancora più evidente prendendo in considerazione i risultati medi annuali. Al di là di **Intesa Sanpaolo** ed **UniCredit**, che hanno conseguito rispettivamente la seconda e la terza migliore performance media nei 5 anni di riferimento (+13,4% e +12,3%), gli incentivi tendono addirittura ad aumentare in prossimità dei risultati medi peggiori (**Banca Generali** +0,5%, **Banca Carige** -0,7% e **Mediobanca** -1%).



Fig. 59 – Incentivi totali triennio 2011-2013 vs. Variazione media Tier 1 Ratio 2008-2012



Ancora più che per le società non finanziarie, il maggiore grado di correlazione incentivi-performance nel solo 2013, rispetto al più lungo periodo, può essere collegato ad un miglioramento generale nella definizione delle politiche di remunerazione da parte delle banche, cui hanno contribuito non solo il confronto con gli azionisti, ma anche i più stringenti requisiti regolamentari europei e nazionali.

### Incentivi vs. Margine di Solvibilità e NAV

L'esame delle compagnie assicuratrici incluse nel campione conferma anche nel lungo periodo la totale assenza di correlazione diretta tra compensi variabili e risultati conseguiti in termini di Margine di Solvibilità, nonostante tale parametro sia indicato tra i criteri principali per l'attribuzione degli incentivi da 3 società su 4. L'incentivo è addirittura maturato nelle due società in cui il Margine di Solvibilità si è ridotto negli ultimi tre anni: il CEO di **Cattolica Assicurazioni** ha ricevuto un incentivo monetario di € 199.680, a fronte di una riduzione del 2,7% del Margine tra il 2009 ed il 2012, e **Vittoria Assicurazioni** ha premiato il CEO con € 148.500 nel 2013, contro un peggioramento del 23,7% del parametro di riferimento. Sul fronte opposto, nessun incentivo è maturato per i CEO di **Generali** (che però ha potuto beneficiare di un più che generoso *welcome bonus*) ed **Unipol**, nonostante negli ultimi tre esercizi abbiano riportato un miglioramento nel



Margine di Solvibilità rispettivamente del 17,2% e del 14,3%. Di fatto, in questo settore si nota una correlazione addirittura negativa tra compensi variabili e principale parametro di performance, come già evidenziato con riferimento ai bonus annuali.

La situazione tra le imprese assicuratrici cambia leggermente allargando l'orizzonte temporale delle performance a cinque esercizi, e gli incentivi agli ultimi tre anni, ma solo nel senso che di una sostanziale indipendenza tra le due variabili più che di una correlazione positiva. **Unipol** è la società che ha attribuito i maggiori incentivi nel triennio in esame (€ 360.000, maturati nel 2011), contro una sostanziale invariabilità del Margine di Solvibilità nel periodo 2009-2012, mentre **Generali** è l'unica in cui non sono maturati incentivi, nonostante la performance migliore nel lungo periodo (+4,9%).

Dall'analisi condotta fin qui, restano escluse due società che prevedono la possibilità di attribuire compensi variabili di lungo periodo: **DeA Capital** ed **Exor**. Si tratta di holding di partecipazione, il cui ritorno economico dipende dalla redditività delle società partecipate, ma la cui attività non può essere definita come industriale, né possono essere assimilate a banche o assicurazioni. Per tali società si è deciso di prendere come indicatore di performance il valore totale netto degli assets in portafoglio, espresso come *Net Asset Value* (NAV).

Entrambe le holding di partecipazione incentivano i rispettivi CEO nel lungo termine attraverso l'attribuzione di strumenti finanziari: solo azioni gratuite **DeA Capital**, sia stock options che azioni **Exor**. In entrambi i casi, poi, l'attribuzione dell'incentivo non è direttamente collegata ai risultati conseguiti, con la sola eccezione della parte azionaria dell'incentivo di **Exor**, che dipende appunto dal NAV.

Nel 2013, il CEO di **DeA Capital** ha ricevuto azioni per un valore di mercato di € 87.989, contro un calo di € 57,1 milioni del NAV (-7,3%) nel triennio precedente. Di contro, nessun incentivo è maturato in **Exor**, nonostante un incremento di quasi il 33% del NAV (da € 5.737 milioni nel 2009 a € 7.620 milioni nel 2012). Anche in questo caso, però, l'analisi degli incentivi maturati in un singolo esercizio non è significativa, in quanto i premi tendono a maturare su periodi più lunghi, di almeno 3 o 5 esercizi. Ed in effetti, il CEO di **Exor**, John Elkann, nel 2011 e 2012 ha ricevuto incentivi per un valore complessivo di € 9.037.500 alla *vesting date*, di cui € 6.330.000 in stock options, al momento della nomina nel 2011, e € 2.707.500 in azioni gratuite nel 2012. Siccome **Exor** è stata



fondata solo nel 2009, come risultato della fusione delle holding del gruppo Agnelli Ifi ed Ifil, non è possibile effettuare un confronto preciso con i risultati conseguiti negli esercizi precedenti. Per quanto riguarda invece **DeA Capital**, tra il 2011 ed il 2013 sono maturati incentivi per complessivi € 264.533, contro una riduzione di circa il 15% del NAV tra il 2007 ed il 2012 (da € 853 milioni a € 723 milioni).

## Incentivi vs. EBIT

Nell'analizzare la correlazione con l'EBITDA, si era notata per la prima volta una certa dipendenza degli incentivi dall'andamento della redditività nelle società non finanziarie. Tale allineamento, però, si perde nuovamente con riferimento al risultato operativo netto (EBIT), indipendentemente dal settore di appartenenza.

Ben 33 delle 70 società analizzate, che nel 2013 avevano in vigore un piano di incentivazione di lungo periodo, hanno riportato un calo nel risultato operativo netto tra il 2009 ed il 2012, ma l'incentivo è maturato lo stesso per 9 CEO di queste società (27%). Sul fronte opposto, nessun incentivo è maturato in 18 delle 37 società che hanno aumentato la redditività nell'ultimo triennio (49%).

Sulla base di questi dati si potrebbe affermare che non esiste una chiara correlazione tra attribuzione degli incentivi ed EBIT, e che il disallineamento è tendenzialmente sfavorevole al CEO. Attraverso un'analisi più dettagliata, però, è possibile verificare l'esistenza di un certo grado di correlazione, seppure non ancora sufficiente a far supporre un'effettiva dipendenza, tra l'ammontare del premio maturato e l'incremento dell'EBIT. A differenza però di quanto riscontrato con riguardo all'EBITDA, nel caso dell'EBIT la correlazione è maggiore con riferimento alle variazioni medie annue, piuttosto che alla variazione assoluta di lungo periodo.



Fig. 60 – Incentivo 2013 vs. Variazione EBIT 2009-2012

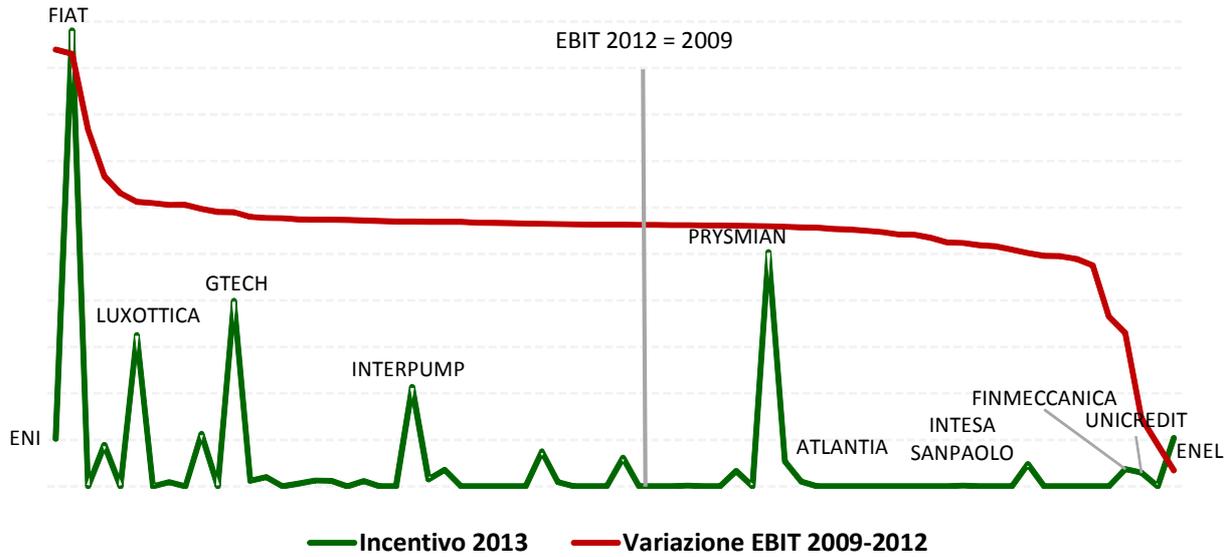
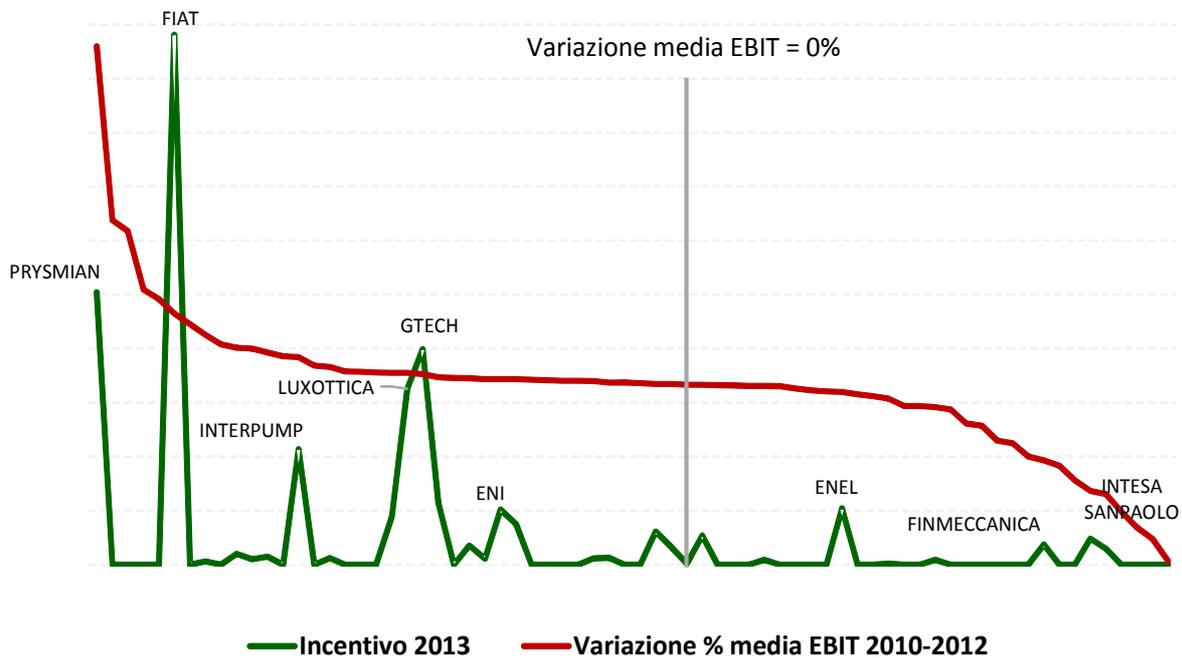


Fig. 61 – Incentivo 2013 vs. Variazione media % EBIT 2010-2012



Confrontando i due grafici che precedono appaiono evidenti alcune differenze significative, con particolare riguardo ad alcune società. **Prysmian**, ad esempio, ha riportato un calo assoluto del reddito operativo netto nei tre esercizi precedenti, ma allo stesso tempo si segnala per la migliore

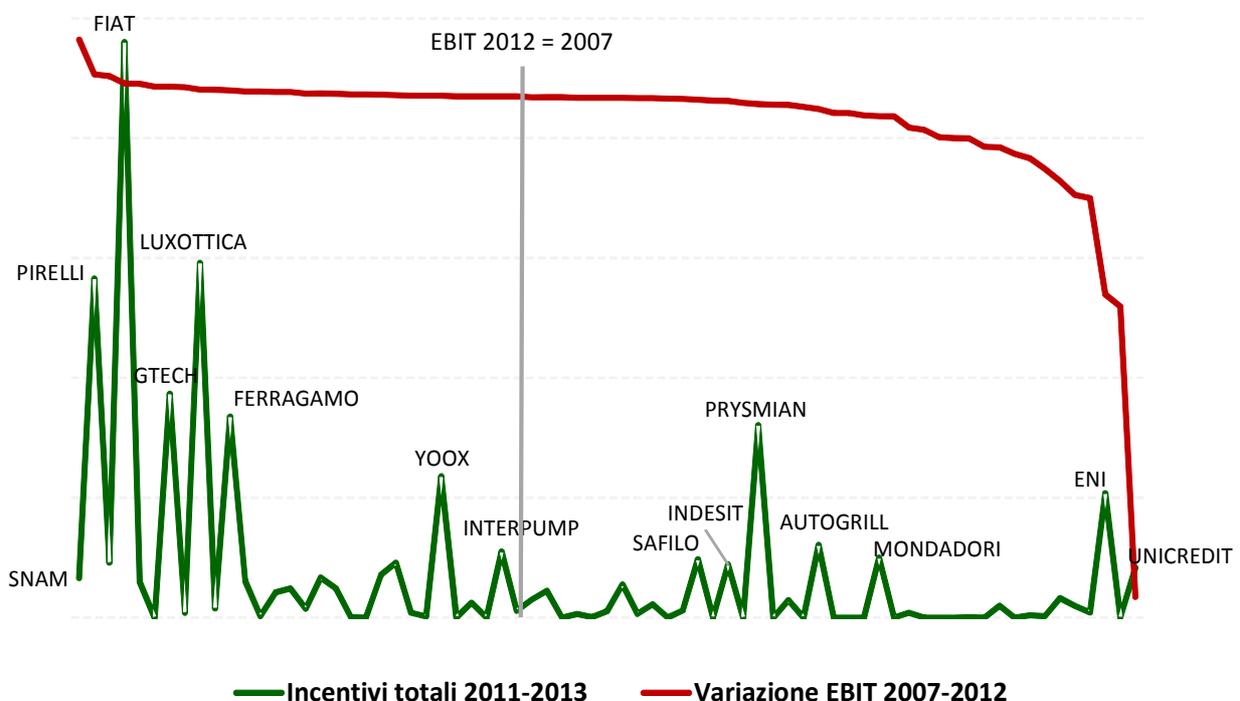


performance media annuale del mercato, grazie alla quale probabilmente è maturato l'incentivo monetario di € 5.042.929 nel 2013.

Il maggiore allineamento alle medie annue, piuttosto che ai risultati complessivi di lungo periodo, può essere interpretato come un segnale che tale parametro è utilizzato maggiormente per valutare le performance di breve periodo che quelle pluriennali. Per una verifica più precisa, però, occorre prendere in considerazione almeno un intero ciclo di incentivazione, che abbraccia generalmente le remunerazioni corrisposte in tre esercizi ed i risultati ottenuti nei rispettivi *performance period*. Allargando l'orizzonte temporale dell'analisi agli incentivi maturati nel triennio 2011-2013, confrontati con i rispettivi periodi di performance (2007-2010, 2008-2011 e 2009-2012), si può essere certi di aver ricompreso l'intero ciclo di incentivazione per la quasi totalità delle società analizzate.

L'analisi dei due grafici seguenti mostra con ancora più evidente la maggiore dipendenza degli incentivi dalla media delle performance annuali, piuttosto che dai risultati assoluti nel lungo periodo, almeno con riferimento all'EBIT.

**Fig. 62 – Incentivi complessivi triennio 2011-2013 vs. Variazione assoluta EBIT 2007-2012**



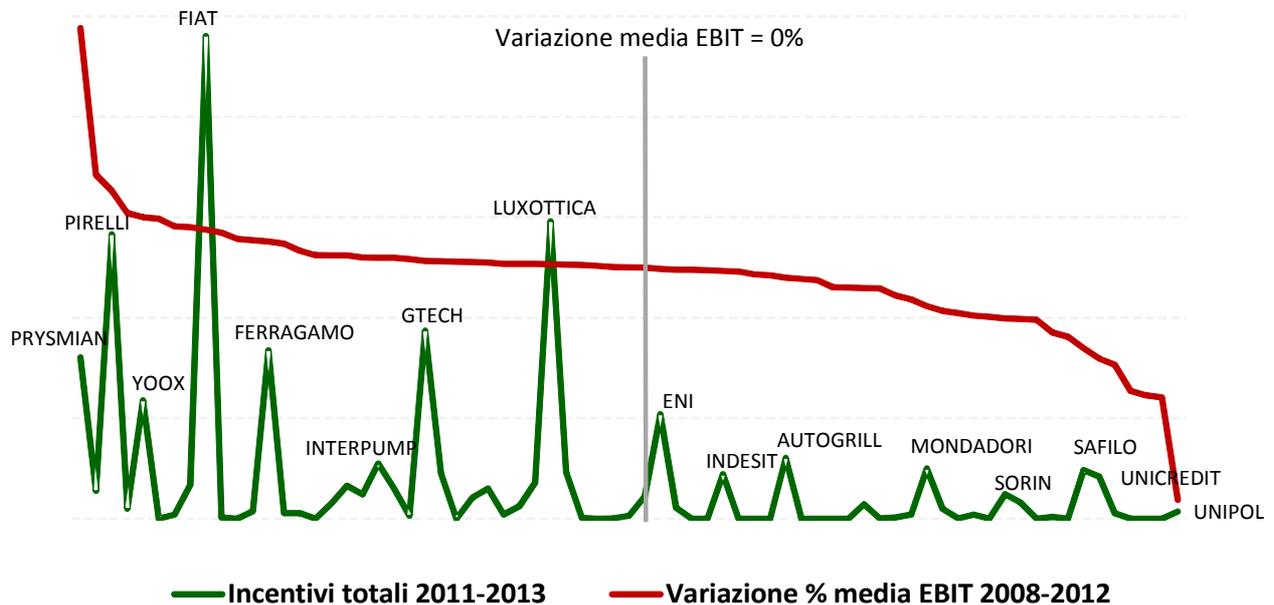
Quasi la metà degli incentivi attribuiti tra il 2011 ed il 2013 (25 su 51) sono maturati in società che hanno peggiorato il risultato operativo negli ultimi cinque anni. In particolare, oltre un terzo dei 20 incentivi più elevati sono stati attribuiti in realtà con performance negative, tra cui si segnalano: **Prysmian** (€ 8.026.864 di incentivi a fronte di una perdita di redditività di € 146 milioni), **Eni** (incentivi per € 5.193.000 contro un peggioramento dell'EBIT di € 3,8 miliardi), **Autogrill** (premi per € 3.029.538 contro una riduzione dell'EBIT di € 237 milioni), **Mondadori** (€ 2.500.000, contro un EBIT in calo di € 375 milioni), **Safilo** (€ 2.426.800 per meno € 63 milioni di EBIT), **Indesit** (incentivi per € 2.214.425 contro meno € 84 milioni di EBIT) ed **UniCredit**, che negli ultimi tre esercizi ha assegnato al CEO incentivi per € 2.089.390, nonostante la peggiore performance del mercato, con un crollo di quasi € 10 miliardi dell'utile operativo.

Un discorso particolare andrebbe però fatto per le banche e le società finanziarie in generale, la cui forte riduzione della redditività è principalmente dovuta a sostanziose svalutazioni degli investimenti che si sono rese necessarie negli ultimi anni, anche in conseguenza della crisi finanziaria. **UniCredit**, ad esempio, ha riportato circa € 9 miliardi di svalutazioni degli avviamenti nel 2011, che hanno ovviamente influenzato in maniera determinante la redditività nel lungo periodo.

L'analisi della correlazione tra incentivi totali e performance medie annuali mostra invece uno scenario differente. Anche in questo caso gli incentivi tendono a maturare indipendentemente dall'aver conseguito o meno un risultato positivo, ma il valore dei premi tende a crescere in corrispondenza delle performance migliori, a conferma della maggiore dipendenza di tale voce del variabile dai risultati annuali.



Fig. 63 – Incentivi complessivi triennio 2011-2013 vs. Variazione % media EBIT 2008-2012



### Incentivi vs. TSR

Il *Total Shareholder Return*, ovvero il valore creato per gli azionisti, rappresenta il parametro maggiormente utilizzato da investitori ed analisti per valutare l'allineamento tra gli interessi del management e degli azionisti nel lungo periodo. Come si è segnalato in precedenza, tale parametro risulta anche come quello maggiormente utilizzato dalle società quotate italiane per definire l'ammontare degli incentivi pluriennali.

Nel 2013 sono maturati incentivi del valore medio di € 335.606 per i CEO delle società analizzate, pari al 34,5% dei compensi fissi medi. Prendendo come riferimento solo le società in cui era possibile attribuire un incentivo, il totale degli incentivi maturati nello scorso esercizio ha rappresentato un guadagno medio per i CEO del 46,2%, rispetto ad un salario base di € 1.027.147. Nei tre anni precedenti, il rendimento medio per gli azionisti delle medesime società è stato pari all'1,52%, evidenziando già un primo netto disallineamento di interessi.

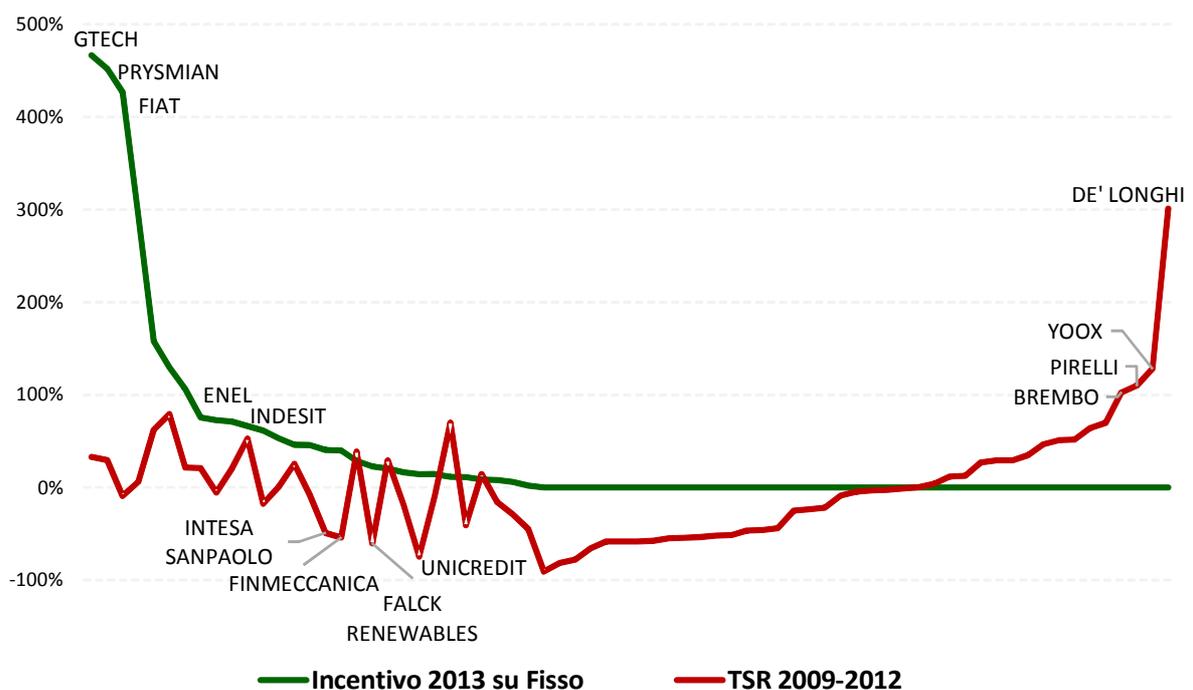
Gli incentivi sono maturati in 14 delle 38 società che hanno distrutto valore tra il 2009 ed il 2012 (37%), periodo di riferimento degli incentivi 2013, mentre nulla è stato attribuito in 17 delle 32 società che hanno riportato un TSR positivo (53%). In totale, si riscontra un disallineamento tra



incentivo e performance in quasi la metà dei casi (44,3%), di cui la maggior parte in senso sfavorevole al CEO. Quest'ultimo dato potrebbe sembrare in contraddizione con la differenza riportata in precedenza tra il rendimento medio per il CEO (46,2%) e quello dell'azionista (1,5%). Entrando però nel dettaglio dei singoli casi, si nota come l'entità del disallineamento medio sia dovuta ad un numero ristretto di società, che hanno premiato il massimo dirigente in misura molto più che proporzionale (in alcuni casi anche inversamente proporzionale) al valore creato (o distrutto) nel medio periodo.

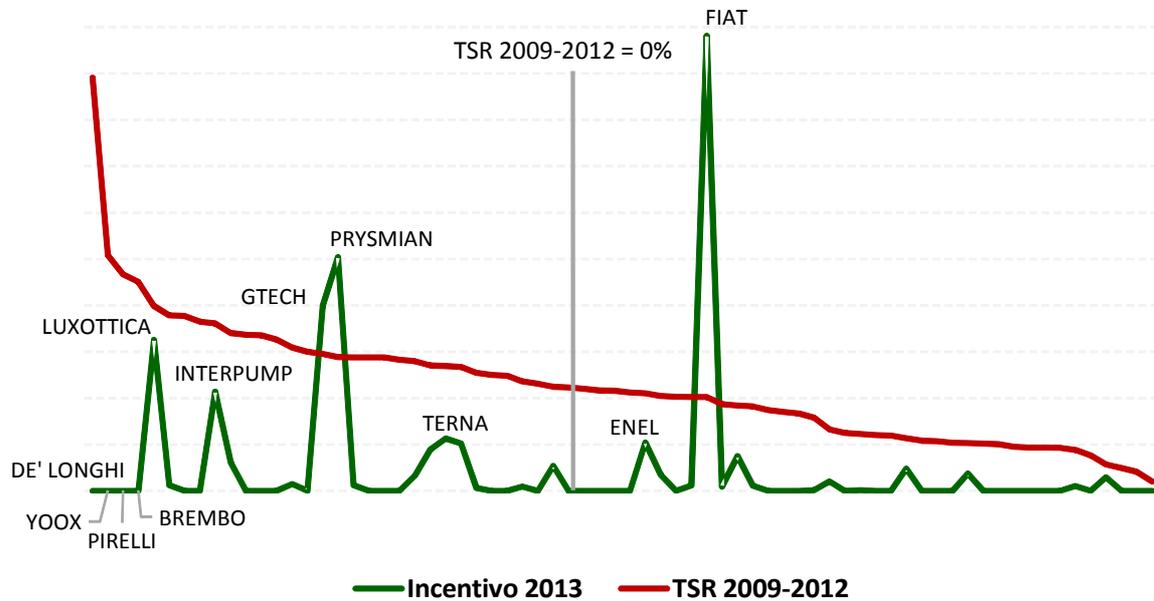
Nel grafico che segue sono evidenziati i casi di maggiore disallineamento tra performance triennali ed incentivi maturati nel 2013. Tra le società che hanno attribuito i premi più elevati si segnalano: **Fiat**, in cui l'incentivo 2013 ha moltiplicato per 4,3 il compenso fisso del CEO, a fronte di una perdita di valore per gli azionisti del 9% nei tre anni precedenti, **Enel**, con un premio del 73% sul fisso contro un TSR di -5,4%, **Indesit** (incentivo pari al 61,6% del fisso e TSR -17,2%), **Intesa Sanpaolo** (40,7% contro TSR -48,9%) e **Finmeccanica** (40,1% contro TSR -53,8%). Sul fronte opposto, le quattro società che hanno creato il maggior valore per gli azionisti nel medio periodo non hanno attribuito alcun incentivo nel 2013: **De'Longhi** (TSR +301%), **Yoox** (+128,4%), **Pirelli** (+110%) e **Brembo** (+102,7%).

Fig. 64 – Rendimento CEO 2013 vs. Valore creato per gli azionisti 2009-2012



L'assenza di correlazione tra performance ed incentivi è ancora più evidente prendendo in considerazione il valore assoluto dei premi maturati nel 2013.

**Fig. 65 – Incentivo 2013 vs. TSR 2009-2012**

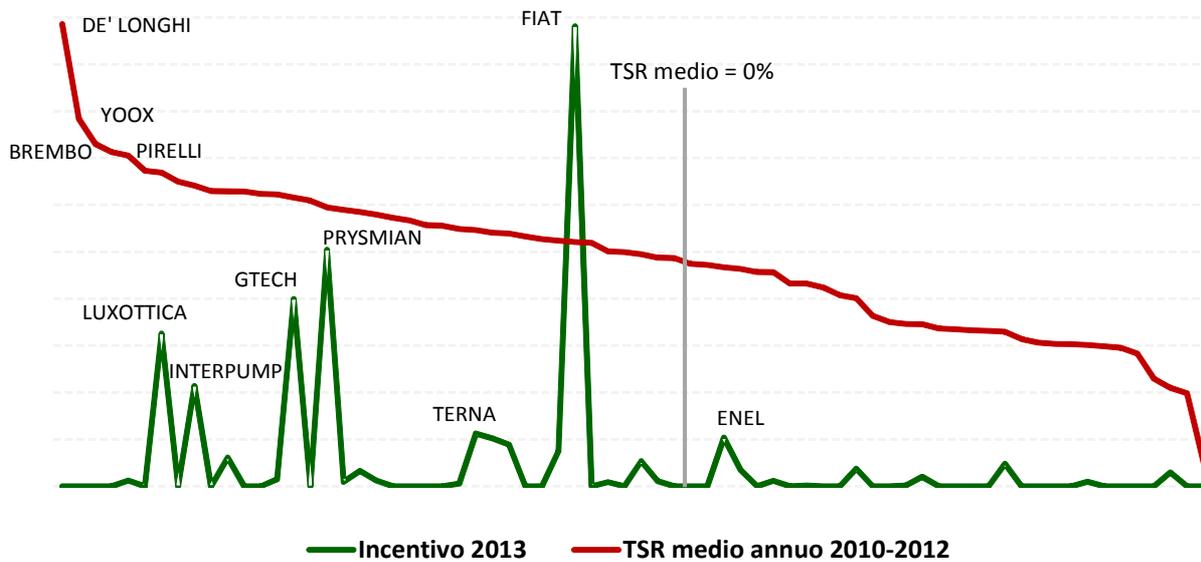


L'incentivo dal valore più elevato è maturato in **Fiat**, con l'assegnazione di azioni gratuite per un valore di circa € 9,8 milioni alla *vesting date*, mentre **Enel** ha corrisposto un incentivo monetario di € 1,04 milioni nonostante la perdita di valore per gli azionisti.

Così come riscontrato con riferimento al parametro di redditività, gli incentivi sembrano maggiormente dipendenti dalle performance annuali anche in termini di TSR, seppure continuando ad essere ben lontani da un reale allineamento di interessi.



Fig. 66 – Incentivo 2013 vs. TSR medio annuo 2010-2012



Come più volte sottolineato, però, per poter verificare il reale allineamento di interessi tra management ed azionisti occorre allargare l'orizzonte temporale dell'analisi al lungo periodo, abbracciando almeno un intero ciclo di incentivazione. I grafici che seguono riportano quindi l'andamento degli incentivi complessivamente maturati per i CEO italiani tra il 2011 ed il 2013, confrontati con il valore creato per gli azionisti in tutto il periodo di performance di riferimento, ovvero dalla fine dell'esercizio 2007 a tutto l'esercizio 2012.

Dall'analisi del lungo periodo (2007-2012), oltre alle società che non premiano il CEO per i risultati di lungo termine, sono escluse anche **Enel Green Power, Exor, Moncler, Salvatore Ferragamo, UnipolSai, World Duty Free** e **Yoox**, tutte quotate in Borsa dopo il 2008<sup>18</sup>.

Nei cinque esercizi che vanno da fine 2007 a fine 2012, gli azionisti delle 69 società analizzate hanno perso in media il 16,9% del proprio investimento. Per i risultati conseguiti nello stesso periodo, i CEO delle stesse società hanno ricevuto mediamente premi per € 1,7 milioni tra il 2011 ed il 2013, pari al 43,2% dei rispettivi compensi fissi. La relazione inversa tra i valori medi non fornisce un'adeguata rappresentazione delle notevoli differenze riscontrabili tra i singoli emittenti, che passano da performance positive a tre cifre (come **De'Longhi**, che ha aumentato il TSR del

18 **Enel Green Power** dal 5 novembre 2010, **Exor** dal 2 marzo 2009, **Moncler** dal 16 dicembre 2013, **Salvatore Ferragamo** dal 29 giugno 2011, **UnipolSai** dal 5 gennaio 2014, dopo l'integrazione di Fondiaria-Sai nel gruppo Unipol, **World Duty Free** dal 1 ottobre 2013 e **Yoox** dal 3 dicembre 2009.



238% in cinque anni, **Diasorin** +145% e **Banca Generali** +114%) a risultati prossimi alla perdita dell'intero ammontare investito (**Unipol** -95%, **Banca MPS** -89,5%, **UniCredit** -87,3%, **Banco Popolare** -87,2% e **Maire Tecnimont** -85,3%)<sup>19</sup>.

Analizzando individualmente le società del campione, il livello di correlazione diretta migliora leggermente, anche se è ancora ben lontano dal valore massimo. Un'effettiva correlazione tra maturazione degli incentivi e creazione del valore si può riscontrare in circa metà degli emittenti (35 su 69), in 17 dei quali non è maturato nessun incentivo in presenza di una distruzione di valore, mentre nei rimanenti 18 i premi sono stati assegnati a fronte di una performance complessivamente positiva.

Sul fronte opposto, gli incentivi sono maturati anche in 31 delle 48 società (il 64,6%) che hanno distrutto valore nel periodo 2007-2012, mentre nessun premio è stato assegnato negli ultimi tre esercizi solo da 3 delle 21 società (14,3%) che hanno creato valore negli anni precedenti: **Zignago Vetro** (TSR +40,6%), **Datalogic** (TSR +16,9%) e **Piaggio** (+1,9%). Anche in questo caso appare evidente come il disallineamento sia tendenzialmente più favorevole al CEO che non alla società che ne sostiene il costo.

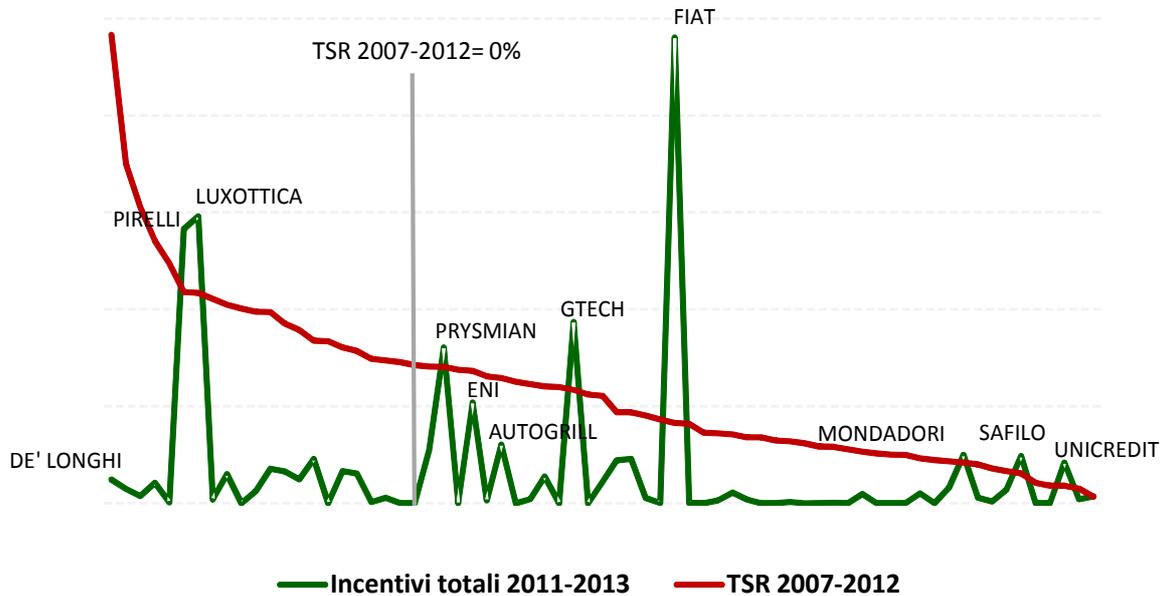
Dal grafico che segue appare evidente la discrepanza tra il numero relativamente esiguo di società che hanno riportato una performance positiva (21) e l'elevato numero (ed in alcuni casi anche importo) di incentivi maturati negli ultimi tre esercizi (49). Tra le società che hanno attribuito gli incentivi di maggior valore, solo due hanno effettivamente creato valore per gli azionisti nel *performance period*: **Luxottica**, che ha assegnato incentivi del valore di € 14,8 milioni tra il 2011 ed il 2013 a fronte di un rendimento complessivo per gli azionisti del 52% in cinque anni, e **Pirelli**, il cui Presidente e CEO ha ottenuto premi per complessivi € 14,1 milioni in seguito ad una performance di +52,5% del TSR.

---

<sup>19</sup> Nel calcolo del TSR, il valore storico dell'azione è stato rettificato se nel periodo di riferimento sono stati realizzati aumenti di capitale o altre operazioni sulle azioni (raggruppamenti, frazionamenti, eccetera). Il calcolo, però, non prende in considerazione l'eventuale beneficio che l'azionista può aver realizzato nel partecipare ad eventuali aumenti di capitale con diritto di opzione, ad esempio sottoscrivendo le nuove azioni ad un prezzo scontato o vendendo i diritti di opzione sul mercato.



Fig. 67 – Incentivi totali triennio 2011-2013 vs. TSR 2007-2012



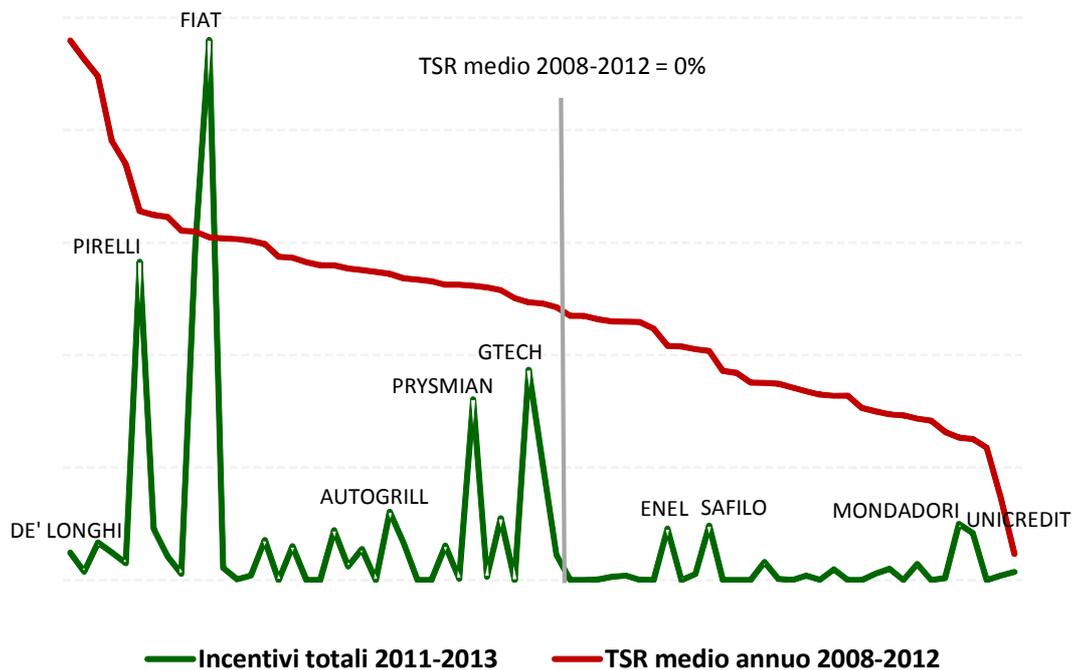
Tra le società in cui sono maturati gli incentivi più elevati, nonostante una distruzione complessiva di valore, si segnalano: **Fiat** (incentivi totali per circa € 24 milioni alla *vesting* date contro un TSR pari a -42%), **Gtech** (€ 9,35 milioni per TSR -18%), **Prysmian** (€ 8 milioni per TSR -1,5%), **Eni** (€ 5,19 milioni, TSR -4,5%), **Autogrill** (€ 3 milioni, TSR -9,7%), **Mondadori Editore** (€ 2,5 milioni, TSR -70,8%), **Safilo** (€ 2,4 milioni, TSR -78,4%) ed **UniCredit** (€ 2,1 milioni, TSR -87,3%).

Come già evidenziato con riguardo all'EBIT, il grado di correlazione aumenta leggermente prendendo come riferimento la performance media annuale in termini di TSR, confermando l'ipotesi che i premi aziendali siano maggiormente orientati a premiare i risultati di breve periodo, piuttosto che ad allineare effettivamente gli interessi dei top managers con quelli degli azionisti nel lungo termine.

Tra gli incentivi più elevati, corrisposti in presenza di un TSR mediamente negativo tra il 2007 ed il 2012, si evidenzia **Enel**, dove sono maturati incentivi per € 2,3 a fronte di un calo medio del TSR del 6,25% l'anno, oltre alle già segnalate **Mondadori** (TSR medio -23,4% l'anno), **Safilo** (-7,2%) ed **UniCredit** (-23,7%).



Fig. 68 – Incentivi totali triennio 2011-2013 vs. TSR medio annuo 2008-2012



## Conclusioni

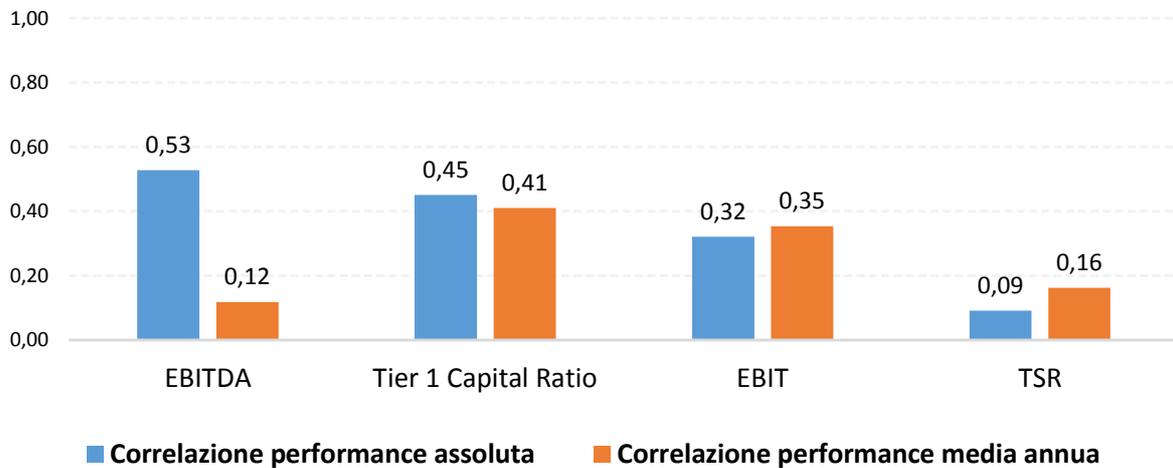
L'analisi della correlazione nel lungo periodo ha confermato la sostanziale indipendenza dei premi corrisposti ai CEO rispetto ai risultati conseguiti nel *performance period* di riferimento, in particolar modo se si allarga l'orizzonte temporale ai cinque esercizi precedenti. Allo stesso tempo, però, restringendo l'analisi ai soli incentivi maturati nel 2013, e quindi ai risultati conseguiti nei tre esercizi precedenti, si può notare un sensibile incremento del grado di correlazione tra premi maturati e performance aziendali (EBITDA, EBIT e Tier 1 Capital Ratio), soprattutto se si prendono come riferimento i risultati assoluti conseguiti nell'intero *performance period*. Nessuna correlazione si può invece riscontrare con il *Total Shareholder Return*, ovvero con il valore creato per gli azionisti, sia considerando il medio periodo, rispetto agli incentivi maturati nel 2013, che il lungo periodo (5 anni).

La correlazione risulterebbe addirittura negativa con riguardo al Margine di Solvibilità ed al *Net Asset Value*, ma in entrambi i casi il risultato non può essere considerato come significativo, dato l'esiguo numero di casi analizzati (quattro società assicuratrici e due sole holding di

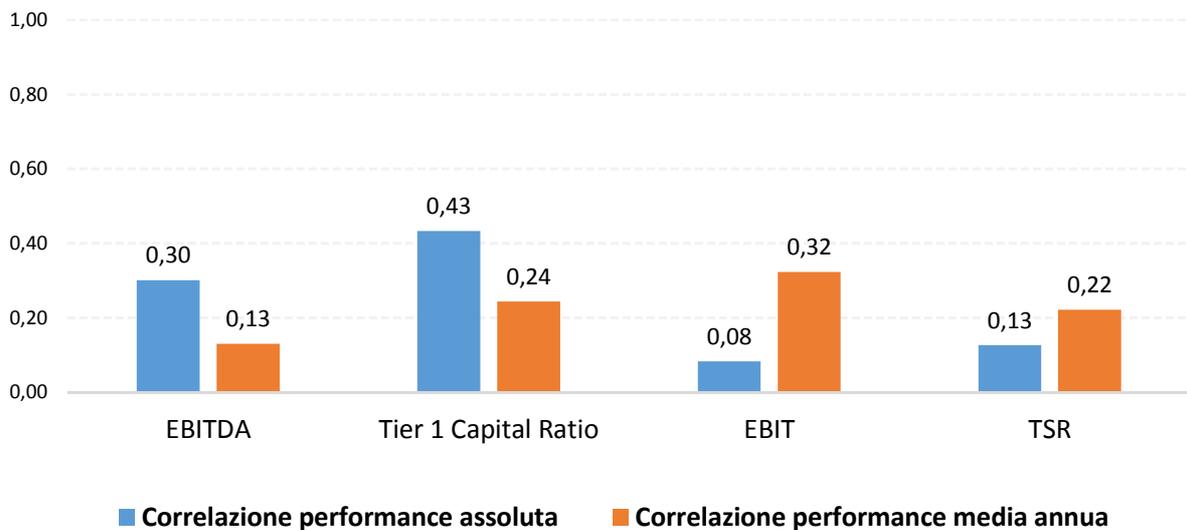


partecipazione).

**Fig. 69 – Correlazione tra Incentivi 2013 e Performance 2009-2012**



**Fig. 70 – Correlazione tra Incentivi totali triennio 2011-2013 e Performance 2007-2012**



In tutti i casi, il grado di correlazione è ben lontano dal definire una reale dipendenza dei compensi variabili dai risultati conseguiti, sia nel medio che nel lungo periodo. I valori più elevati riscontrabili nel 2013, però, potrebbero essere un segnale di graduale allineamento dei piani di incentivazione alle *best practices* internazionali, attraverso la definizione di criteri più aderenti alla creazione di valore complessivo per l'azienda e meno discrezionali. Una tendenza generale cui ha



probabilmente contribuito l'introduzione del *say on pay* ed il più serrato confronto con gli investitori istituzionali.

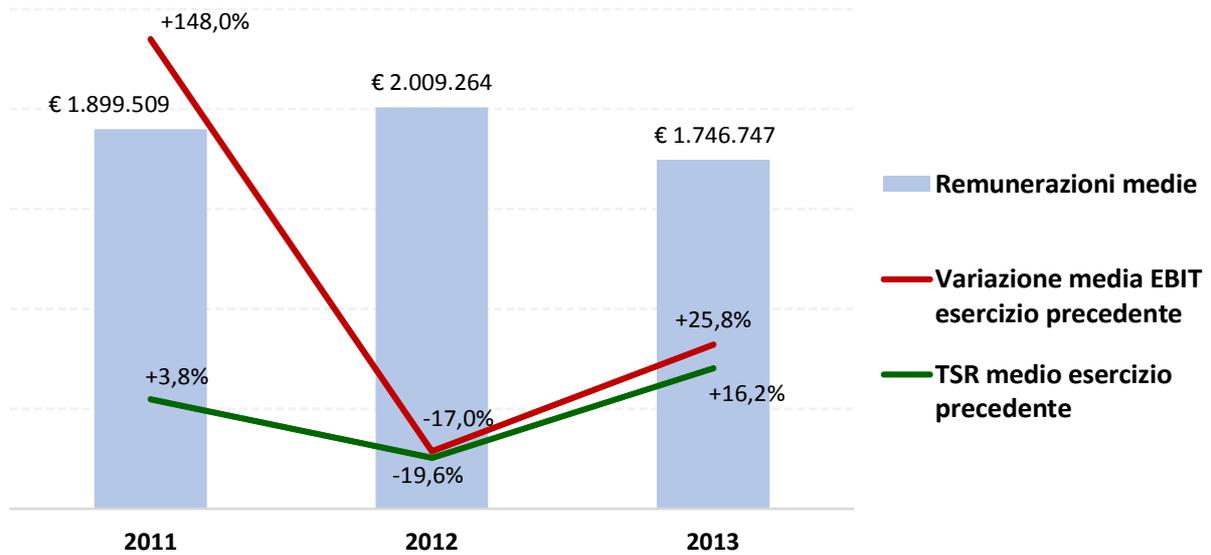
Di contro, la strada verso un reale allineamento di interessi tra management ed azionisti è ancora molto lunga, come confermano i livelli estremamente bassi di correlazione tra incentivi e *Total Shareholder Return*, sia nel medio che nel lungo periodo. Desti inoltre qualche preoccupazione la maggiore correlazione tra gli incentivi "pluriennali" ed i risultati medi annuali, riscontrabile in diverse società e con riferimento ai due parametri maggiormente utilizzati nei piani di incentivazione delle società analizzate: EBIT e TSR. Nonostante il graduale allineamento con i risultati, i piani di incentivazione sembrano quindi ancora orientati a premiare il breve termine, piuttosto che l'effettiva creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

## 2.5 Remunerazioni totali: l'allineamento di interessi nel lungo periodo

Nei paragrafi precedenti si è cercato di individuare una possibile correlazione tra le varie componenti della remunerazione annuale dei CEO ed i risultati conseguiti nei *performance period* di riferimento. In tal modo, però, sono state escluse dall'analisi complessiva tutte quelle società che non prevedono alcuna componente variabile, o che premiano il CEO solo nel breve o nel medio-lungo periodo. In questo paragrafo si analizzerà l'allineamento delle remunerazioni totali con la creazione del valore per l'azienda, espresso dal risultato operativo netto (EBIT), e per gli azionisti, espresso dal *Total Shareholder Return*. Attraverso questa analisi non si intende verificare la bontà o meno dei piani di incentivazione, ma l'allineamento delle remunerazioni complessive attribuite ai CEO con i risultati ottenuti nel medio (3 anni) e lungo periodo (5 anni), indipendentemente dalle politiche di remunerazione adottate. Allo stesso tempo il confronto tra remunerazioni totali e performance consente di verificare se strutture remunerative maggiormente aderenti alle *best practices*, ovvero focalizzate principalmente sull'incentivazione di lungo termine, siano effettivamente più efficaci per realizzare l'allineamento di interessi tra top managers, azienda ed azionisti. L'analisi include 96 società quotate prima del 2012, sono quindi escluse **Moncler**, **UnipolSai** e **World Duty Free**.



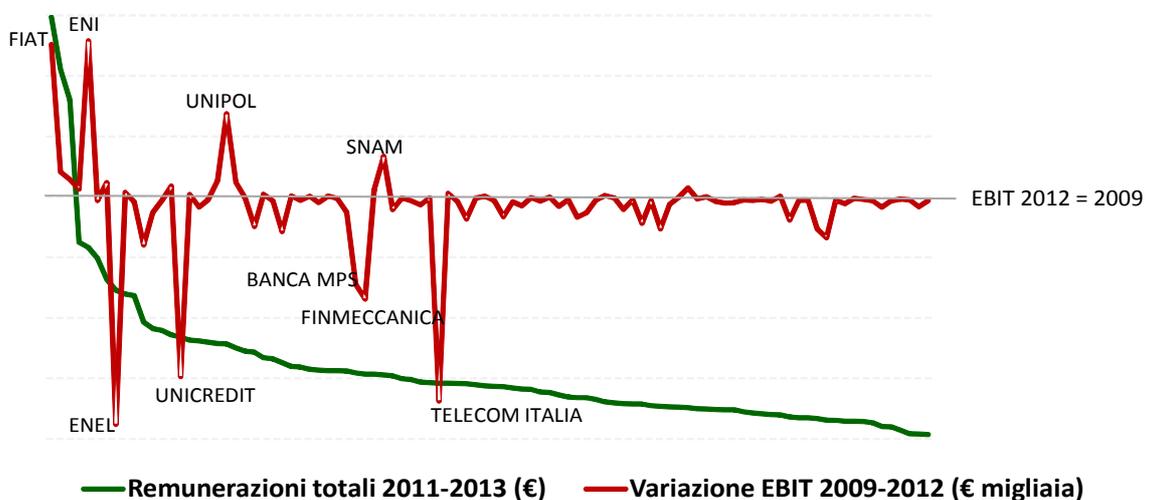
**Fig. 71 – Remunerazioni medie CEO vs. Performance esercizio precedente**



Il grafico precedente mostra chiaramente come le remunerazioni totali tendano a muoversi in direzione addirittura contraria rispetto alle performance realizzate nel breve periodo, aumentando nel 2012 a fronte di un calo sia dell'EBIT che del TSR e riducendosi nel 2013 nonostante nell'esercizio precedente i risultati siano mediamente migliori.

Prendendo in considerazione le singole società, e le variazioni assolute della redditività operativa tra il 2009 ed il 2012, il disallineamento tra remunerazioni totali e performance risulta ancora più evidente.

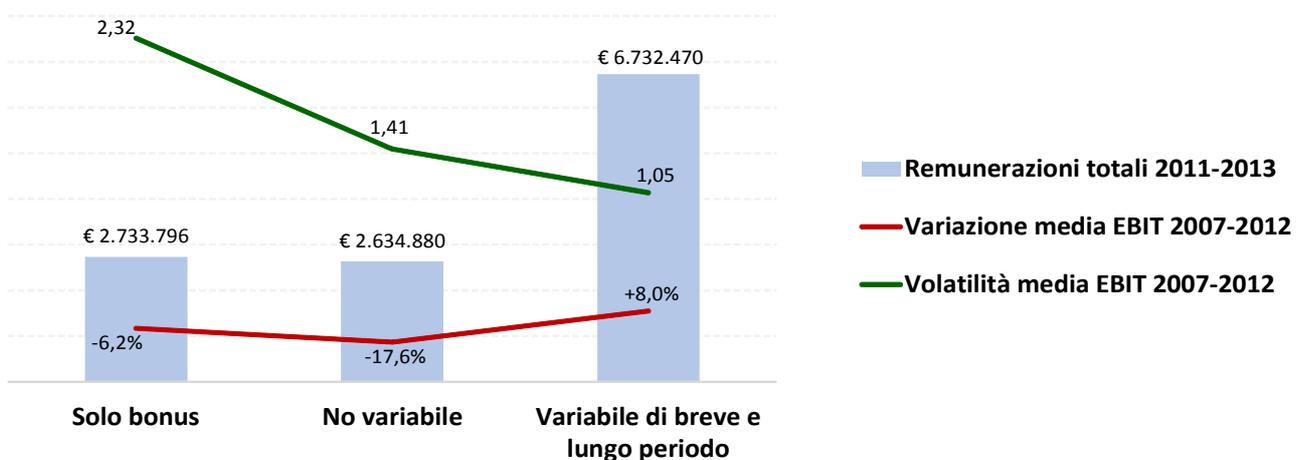
**Fig. 72 – Variazione EBIT 2009-2012 al decrescere delle remunerazioni complessive 2011-2013**



Tra le 10 società che hanno attribuito i compensi più elevati al CEO, solo **Fiat** ed **Eni** risultano anche tra quelle che hanno realizzato il maggiore incremento dell'EBIT nel triennio, mentre la redditività è diminuita in ben 20 delle 50 società con le remunerazioni più elevate.

Allargando l'orizzonte temporale delle performance al periodo 2007-2012, si può notare un altro elemento di particolare interesse: l'adozione di differenti politiche di remunerazione sembra avere un impatto significativo non solo sull'entità dei compensi, ma anche sui risultati ottenuti nel lungo periodo. Le società che prevedono piani di incentivazione sia annuali che di lungo periodo, infatti, tendono sì ad attribuire compensi complessivamente più elevati, ma mostrano anche le performance migliori e meno volatili nel lungo termine. Di contro, le società che premiano i CEO solo nel breve termine mostrano performance medie negative ed una volatilità dell'EBIT notevolmente più elevata rispetto al resto del listino. Infine, sia i compensi totali che la volatilità dei risultati si riducono nelle realtà che non prevedono alcun compenso variabile per il CEO, ma le performance medie risultano decisamente peggiori.

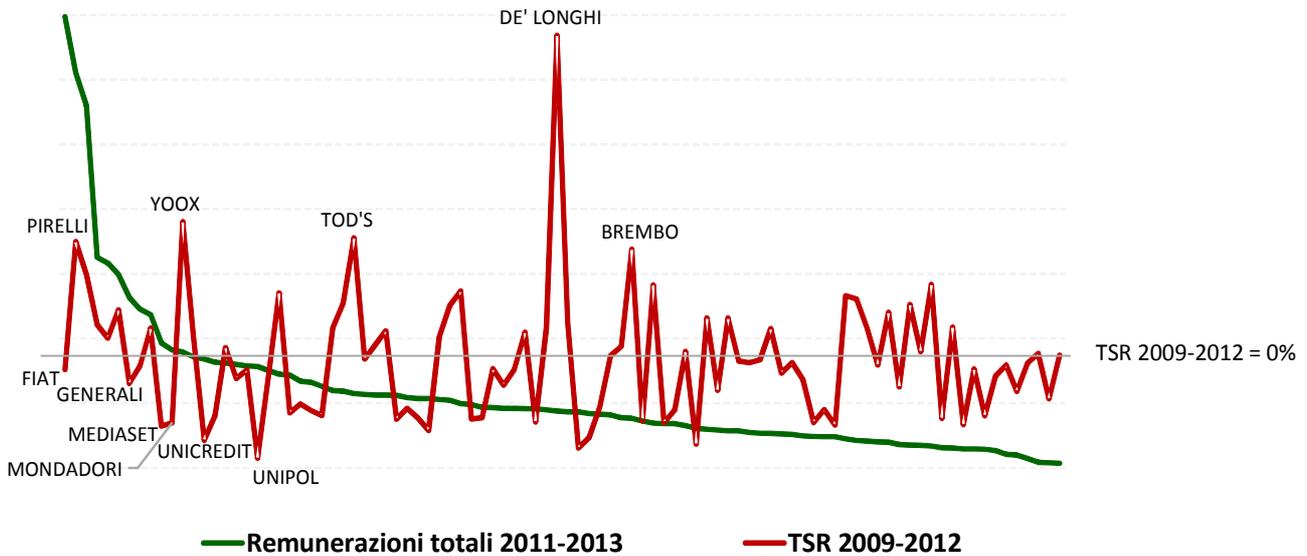
**Fig. 73 – Politiche di remunerazione vs. Performance e volatilità EBIT (2007-2012)**



Il disallineamento tra entità dei compensi totali e performance è ancora più evidente prendendo in considerazione il *Total Shareholder Return*.



Fig. 74 – TSR 2009-2012 al decrescere delle remunerazioni totali nel triennio 2011-2013

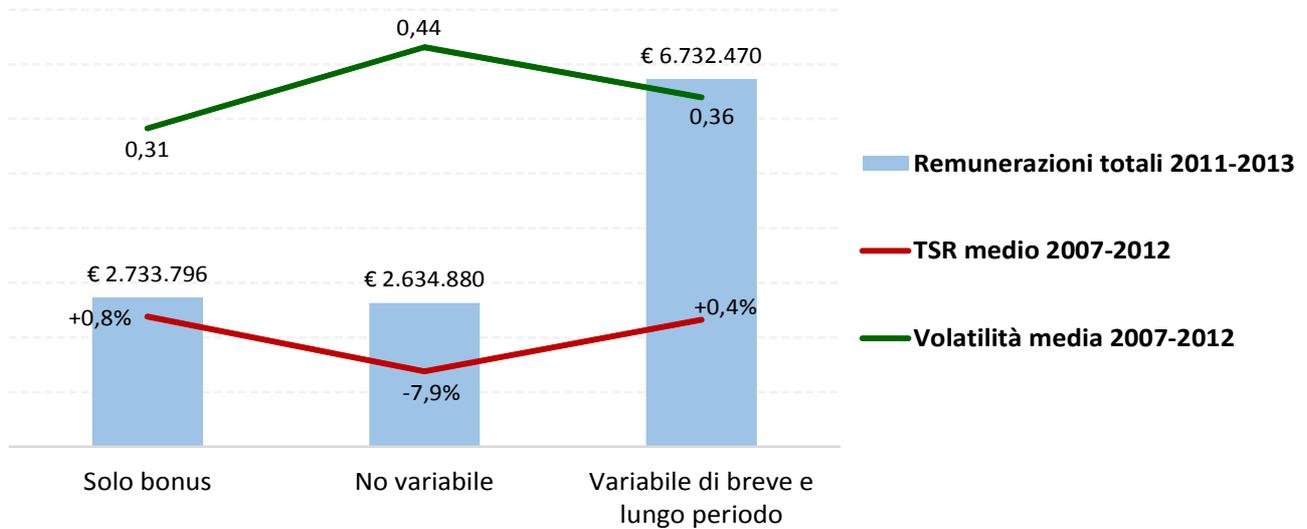


Ben 11 delle 20 società con i compensi totali più elevati hanno distrutto valore per gli azionisti tra il 2009 ed il 2012. Di contro, tra le 20 società che hanno reso più del 100% nel triennio di riferimento, solo **Pirelli**, **Luxottica**, **Exor** e **Yoox** risultano anche tra quelle con i compensi più elevati.

Così come evidenziato con riferimento all'EBIT, la struttura dei compensi sembrerebbe avere una certa influenza anche sul rendimento complessivo per gli azionisti. Le società che non attribuiscono alcun compenso variabile hanno infatti mediamente distrutto valore nei cinque anni da fine 2007 a fine 2012, mentre hanno riportato una volatilità dei rendimenti annuali mediamente più elevata rispetto alle società che premiano in qualche modo il CEO. Tra queste ultime, però, a differenza di quanto emerso con riguardo al parametro reddituale, le società che premiano il CEO solo nel breve periodo evidenziano un TSR medio leggermente più elevato ed una volatilità mediamente più contenuta.



**Fig. 75 – Politiche di remunerazione vs. Rendimento medio e volatilità azione (2007-2012)**



L'analisi delle remunerazioni complessive, prendendo in considerazione anche le società che non attribuiscono alcun compenso variabile, ha da una parte confermato la sostanziale indipendenza delle remunerazioni dei CEO dai principali parametri di performance, ma ha anche evidenziato quanto la politica retributiva adottata possa avere un impatto reale sugli obiettivi perseguiti dal management. Dai dati esposti, sembrerebbe infatti che l'assenza di compensi variabili collegati alle performance possa concretamente ridurre l'impegno del top management nel perseguire la massimizzazione del valore nel lungo periodo. Allo stesso tempo, si è anche evidenziato come prevedere incentivi solo di breve periodo possa sì avere un effetto positivo sulle performance, ma a costo di una maggiore volatilità dei risultati, e quindi aumentando il rischio che il valore creato non sia poi sostenibile nel lungo periodo.



### 3. Le remunerazioni dei Presidenti

Mentre nelle società che adottano il sistema di governance duale, il Presidente del Consiglio di Sorveglianza è sempre configurabile come ruolo non esecutivo, la figura del Presidente del Consiglio di Amministrazione può assumere un ruolo differente a seconda che sia titolare o meno di deleghe gestionali. I differenti compiti si ripercuotono ovviamente sulla relativa struttura retributiva, per cui è necessario esaminare separatamente i compensi dei Presidenti, a seconda che siano:

- **Presidente-CEO**, ovvero tutti quei casi in cui il Presidente del Consiglio di Amministrazione è anche il principale responsabile della gestione societaria. Un tale livello di concentrazione di poteri è fortemente criticato dagli investitori e contrario alle *best practices* ormai ampiamente riconosciute a livello globale. Il Presidente del Consiglio di Amministrazione, infatti, svolge il delicatissimo compito di coordinamento tra il top management della società e gli Amministratori non esecutivi, ed in particolare degli indipendenti, favorendo il più tempestivo e trasparente scambio di informazioni al fine di agevolare il ruolo di supporto e controllo del CdA sulla correttezza della gestione aziendale. Se il Presidente ha anche un ruolo esecutivo, o è addirittura il massimo responsabile della gestione, risulta evidente il pericolo di significativi conflitti di interesse nel coordinamento dei lavori del Consiglio. Nonostante la tendenza generale riscontrabile anche nei principali mercati internazionali ad abbandonare tale figura, il Presidente-CEO è ancora presente in 21 delle 100 maggiori società quotate italiane.
- **Presidente Esecutivo**, titolare di deleghe gestionali ma non individuabile come principale responsabile della gestione: 37 società.
- **Presidente Non Esecutivo**, nella cui categoria rientrano i Presidenti di 42 delle 100 società italiane a maggiore capitalizzazione<sup>20</sup>, comprese 4 che adottavano il sistema di governance dualistico al 31 dicembre 2013<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Nell'analisi dei Presidenti e degli Amministratori non esecutivi è inclusa anche **Banca Intermobiliare**, che era stata esclusa dall'analisi dei CEO in quanto non riporta il dettaglio dei compensi individuali dei Direttori Generali.

<sup>21</sup> Inclusa quindi **A2A**, che ha abbandonato il sistema duale a giugno 2014.



Nella definizione di "esecutivo" si è qui fatto riferimento alla effettiva attribuzione di deleghe operative, o l'esistenza di un rapporto di lavoro dipendente tra il Presidente e la società. Tale definizione non è utilizzata da tutte le società italiane, per cui in alcuni casi la definizione in questo studio può differire da quanto riportato nelle Relazioni sulla Corporate Governance. In particolare, sono considerati come non esecutivi i Presidenti dei CdA di **Banca Carige**, **Banca Popolare dell'Emilia Romagna**, **Banco Desio e Brianza**, **IGD** ed **Unipol**, definiti come esecutivi dalla società ma che non risultano titolari di specifiche deleghe operative. Al contrario, il Presidente di **Mediobanca** è qui definito come esecutivo, nonostante la differente definizione della società, in quanto dipendente della banca. Anche il Presidente di **Eni** è qui considerato come esecutivo, contrariamente alla definizione della società, in quanto ha il potere di proporre la nomina e la revoca dei Direttori Generali. Fino all'ultimo rinnovo del Consiglio di maggio 2014, poi, il Presidente di **Eni** era titolare di specifiche deleghe relative all'individuazione e promozione di progetti integrati e di accordi internazionali di rilevanza strategica, e proprio in funzione di tali deleghe, la politica di remunerazione prevedeva la possibilità di attribuirgli un bonus annuale.

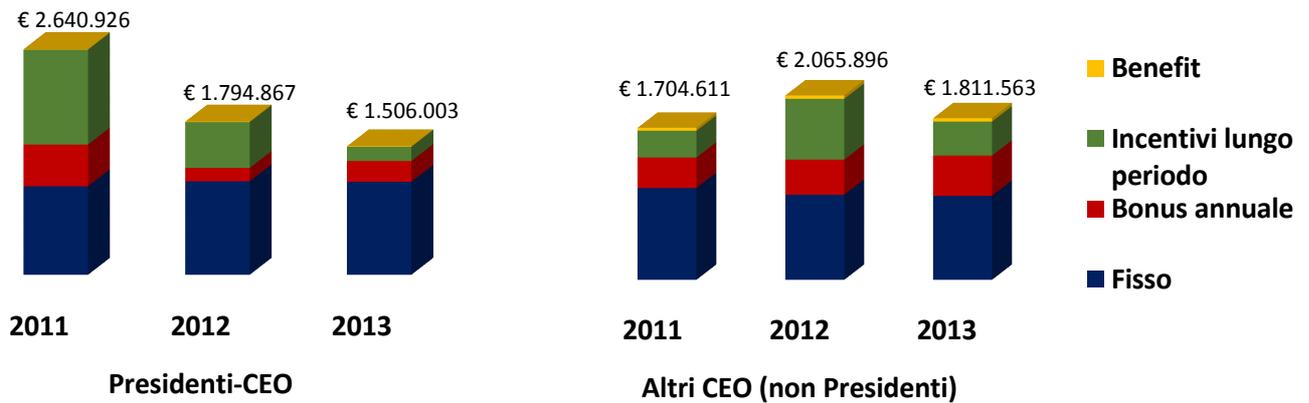
### **3.1 La remunerazione dei Presidenti-CEO**

I compensi dei Presidenti-CEO sono già stati ampiamente analizzati con riferimento alle remunerazioni dei principali responsabili della gestione, per cui potrebbero valere le medesime considerazioni effettuate in precedenza, sia per quanto riguarda la struttura dei compensi che la correlazione con i risultati. In realtà, un'analisi più approfondita evidenzia delle differenze sostanziali tra i compensi attribuiti ai CEO, quando questi ricoprono anche la carica di Presidente.

Per quanto riguarda il totale attribuito negli ultimi tre esercizi, il trend dei compensi dei Presidenti-CEO evidenzia un calo continuo, con un crollo nel 2012 (-32%) ed una riduzione più contenuta nel 2013 (-16%). Di contro, gli altri CEO, che non ricoprono anche la carica di Presidente, hanno visto dapprima crescere i propri compensi complessivi nel 2012, per poi vederli ridursi leggermente nel 2013 (-12%). Il differente trend è probabilmente dovuto al fatto che la maggior parte (15 su 21) dei Presidenti-CEO sono anche rappresentanti degli azionisti di riferimento, che tendono quindi a legare maggiormente i compensi ai risultati conseguiti nel medio-lungo periodo.

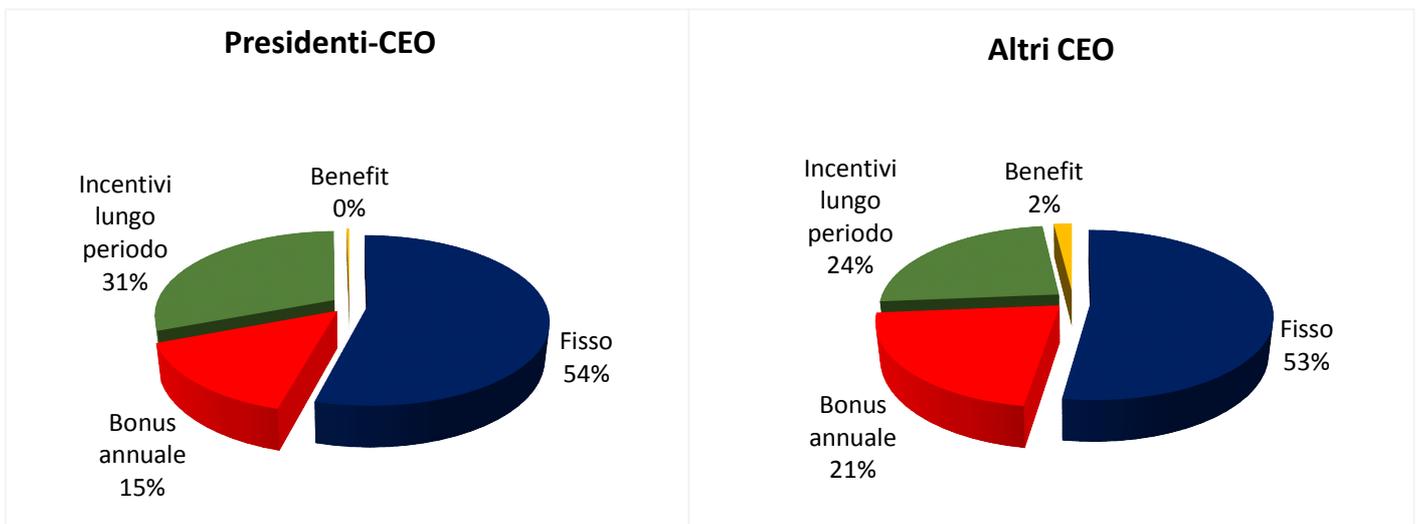


Fig. 76 – Compensi Presidenti-CEO vs. Altri CEO



Dal grafico precedente si nota come i Presidenti-CEO tendano sì ad attribuirsi compensi fissi più elevati (in media € 1.074.188 nei tre esercizi in esame, contro € 975.630 degli altri CEO), ma mostrino anche una struttura retributiva maggiormente dipendente dagli incentivi di lungo periodo, piuttosto che dai bonus annuali.

Fig. 77 – Struttura compensi totali Presidenti-CEO vs. Altri CEO triennio 2011-2013



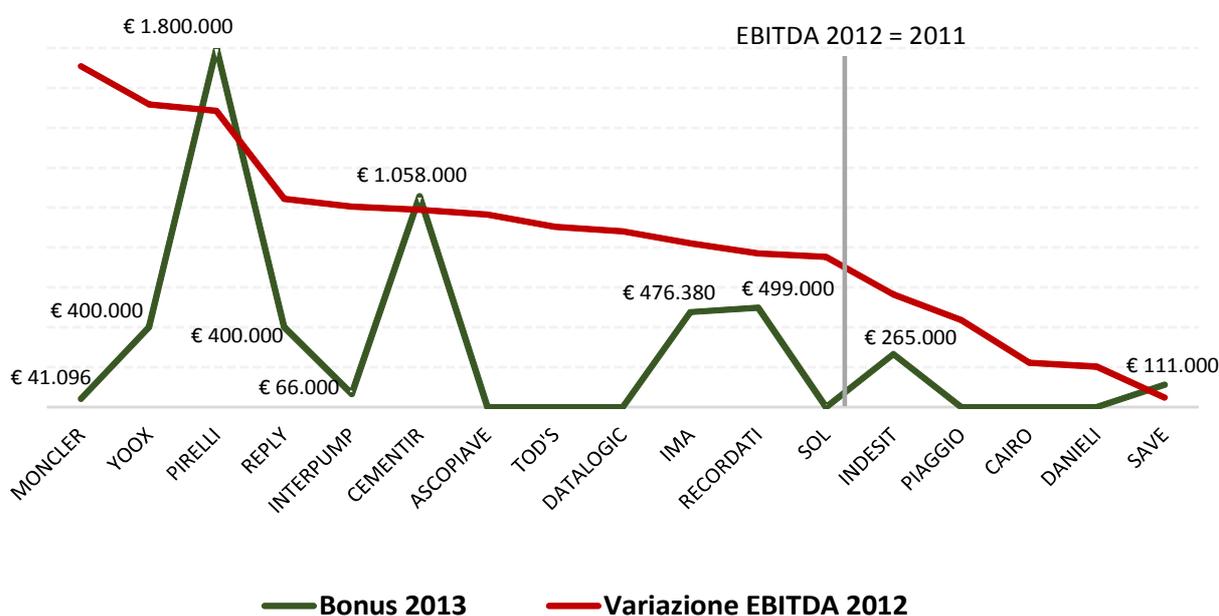
Quanto riscontrato nel grafico precedente, però, è fortemente influenzato dalla bassa numerosità del campione e dal fatto che alcuni degli incentivi più elevati, maturati tra il 2011 ed il 2013, sono stati attribuiti proprio in presenza della concentrazione di poteri in capo al CEO. Tra questi si ricordano **Pirelli** (€ 14,1 milioni), **Exor** (€ 9 milioni) e **Yoox** (€ 5,9 milioni). In effetti, solo 10 delle 21 società con un Presidente-CEO lo includono tra i beneficiari dei piani di incentivazione



pluriennali, confermando la tendenza delle società italiane a premiare maggiormente il massimo dirigente per i risultati conseguiti nel breve periodo.

Di contro, analizzando i risultati annuali, si può notare una correlazione nettamente maggiore con i bonus conseguiti dai Presidenti-CEO rispetto ai colleghi che non presiedono anche il CdA. Dato che tutte le società che prevedono la combinazione dei due ruoli sono non finanziarie, è possibile utilizzare l'EBITDA come parametro omogeneo di performance.

**Fig. 78 – Bonus 2013 Presidenti-CEO vs. Variazione EBITDA 2012**

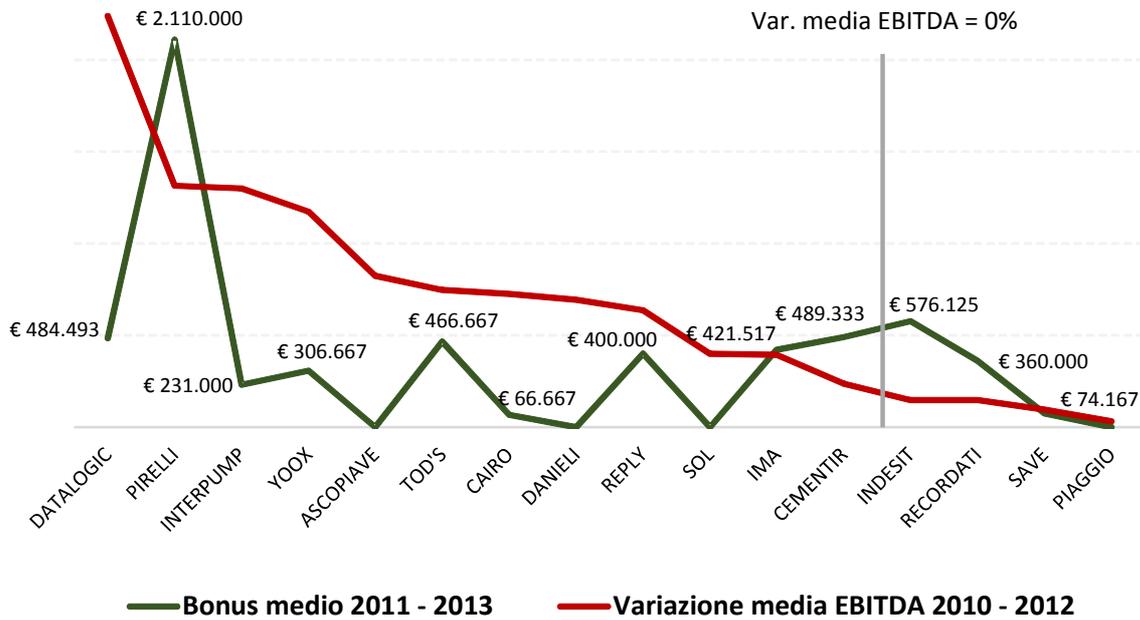


Come si può notare nel grafico precedente, solo 2 delle 17 società che consentono l'attribuzione del bonus annuale e prevedono la figura del Presidente-CEO hanno premiato il massimo responsabile nonostante un peggioramento dell'EBITDA (**Indesit** e **SAVE**), mentre in 4 casi il bonus non è maturato nel 2013 nonostante il risultato positivo (**Ascopiave**, **Tod's**, **Datalogic** e **Sol**). Un'effettiva correlazione si può quindi riscontrare per il 65% dei Presidenti-CEO, contro il 60% dei colleghi che non ricoprono il doppio incarico.

Il grado di correlazione diminuisce prendendo in considerazione il medio periodo, ovvero il bonus attribuito nel triennio 2011-2013 e le performance medie annuali. Anche in questo caso, però, si nota un allineamento decisamente maggiore di quello riscontrabile nelle altre società.

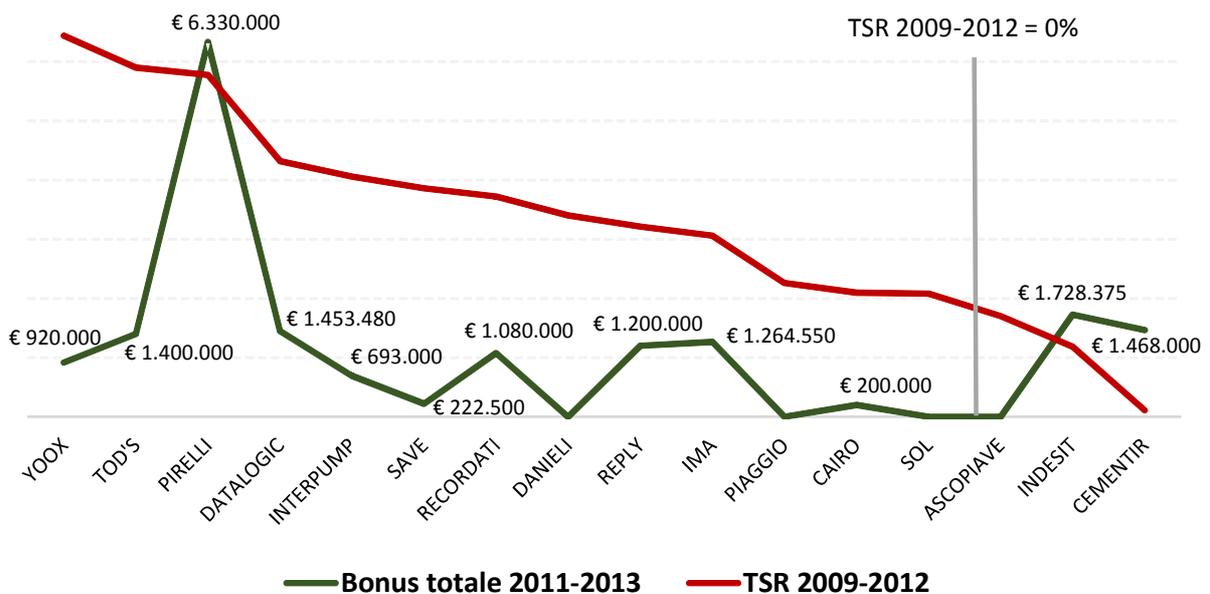


**Fig. 79 – Bonus medio 2011-2013 Presidenti-CEO vs. Variazione media EBITDA 2010-2012**



Il grafico seguente, che raffronta i bonus maturati nel triennio 2011-2013 con il *Total Shareholder Return* tra il 2009 ed il 2012, conferma come il grado di correlazione tra premi annuali e risultati tenda a perdersi nel medio-lungo termine anche per i Presidenti-CEO.

**Fig. 80 – Bonus totale 2011-2013 Presidenti-CEO vs. TSR 2009-2012**



Concludendo, l'analisi dei compensi dei Presidenti-CEO conferma in parte quanto visto per la generalità dei massimi dirigenti italiani, evidenziando la scarsa correlazione tra compensi e performance nel lungo periodo e la tendenza a premiare maggiormente i risultati annuali. Inoltre, si è riscontrato come la concentrazione di poteri possa portare ad un innalzamento generalizzato dei compensi fissi e, laddove consentito, all'attribuzione di incentivi decisamente elevati. Di contro, i premi annuali sembrano maggiormente legati alle performance, probabilmente a causa del maggiore interesse economico del Presidente-CEO nei risultati aziendali, in quanto spesso anche maggiore azionista della società stessa.

### **3.2 La remunerazione dei Presidenti esecutivi**

Oltre ai 21 casi di CEO che presiedono anche il Consiglio di Amministrazione, tra le 100 maggiori società italiane si contano anche 37 casi di Presidenti esecutivi, ovvero titolari di deleghe gestionali o dirigenti della stessa società che presiedono. Anche in questo caso è evidente il rischio che possano emergere conflitti di interesse nell'esercizio del ruolo primario del Presidente di coordinamento dei flussi informativi tra management e Consiglio. Nonostante ciò, come si è visto, il Presidente svolge anche ruoli gestionali in oltre la metà delle maggiori quotate italiane (58%). A rafforzare il rischio di conflitti di interesse, si segnala che tra i 37 Presidenti esecutivi non CEO, 21 sono esponenti dell'azionista di maggioranza. Considerando anche i 15 Presidenti-CEO, in oltre un terzo (36%) delle maggiori società italiane il principale azionista accentra su di sé il pieno controllo, sia sulla gestione della società che sull'organo di amministrazione.

Nonostante siano coinvolti in qualche misura nella gestione della società, non tutti i Presidenti esecutivi possono contare su compensi variabili, che sono previsti in soli 18 casi su 37 (49%). Nel 2013, sono maturati incentivi per 13 Presidenti esecutivi, di cui 10 esclusivamente di breve termine e monetari (bonus annuali), 2 esclusivamente di lungo periodo e di natura finanziaria (stock options per **Atlantia** ed azioni per **Cir**) e nel solo caso di **Sorin** sia di breve che di lungo periodo (azioni gratuite).

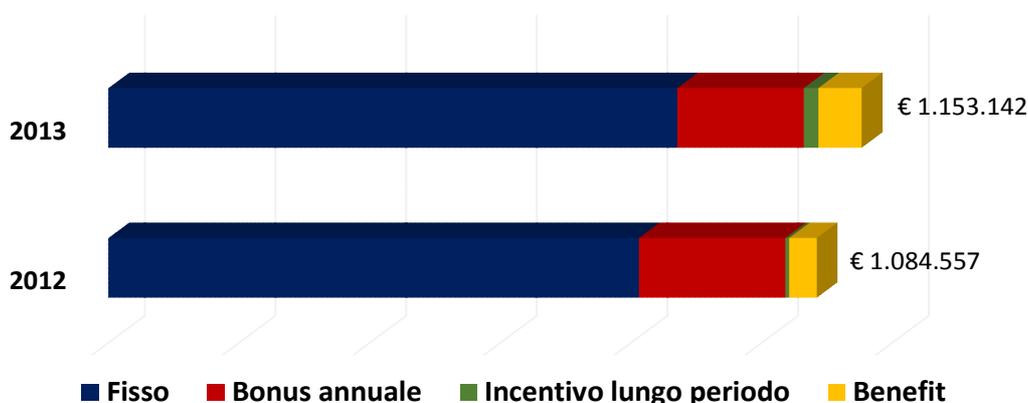
Come già più volte sottolineato, anche in questo caso si nota la forte predilezione nel premiare i risultati annuali, piuttosto che la crescita nel lungo termine. A differenza delle remunerazioni dei CEO, però, in questo caso il maggior focus sul breve periodo potrebbe essere



parzialmente giustificato dalla minore influenza del Presidente sull'operatività aziendale. Ciononostante, il Presidente riveste spesso un ruolo significativo nella definizione di progetti di rilevanza strategica, che hanno effetti significativi sulla crescita dell'azienda nel lungo periodo. In questi casi, sarebbe probabilmente più opportuno legare il compenso del Presidente esecutivo a piani di incentivazione pluriennali, piuttosto che a premi annuali.

Il compenso totale dei Presidenti esecutivi è stato mediamente pari a € 1.153.142 nel 2013, in aumento del 6,3% rispetto a € 1.084.557 corrisposti dalle stesse società nel 2012. A differenza di quanto avvenuto per i CEO, la crescita delle remunerazioni dei Presidenti esecutivi è stata in larga parte dovuta alle componenti non legate ai risultati, come il compenso fisso (+7%, da € 812.240 del 2012 a € 870.876 del 2013) ed i benefici non monetari, che con un valore medio di € 66.124 nel 2013 (+56% rispetto al 2012) superano di gran lunga la media degli incentivi di lungo periodo maturati nel 2013 (appena € 22.332). L'unica voce delle remunerazioni dei Presidenti esecutivi che si è ridotta nel 2013 è il bonus annuale medio, passato da € 224.141 nel 2012 a € 193.718 nel 2013 (-13,6%).

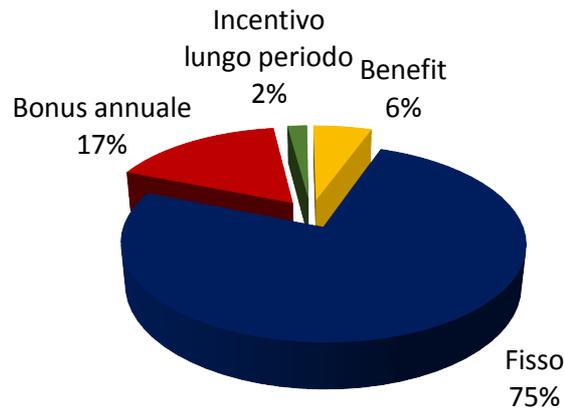
**Fig. 81 – Compensi Presidenti esecutivi 2012 e 2013**



Dai dati riportati finora risulta con ancora più evidenza la scarsissima rilevanza attribuita ai risultati di lungo periodo dalle società italiane, che pesano per solo il 2% della retribuzione complessiva. Isolando i tre casi in qui sono maturati, gli incentivi pluriennali hanno rappresentato mediamente il 21% dei compensi totali, contro il 76% dei compensi fissi ed il 3% dei bonus annuali.



**Fig. 82 – Struttura compensi Presidenti esecutivi 2013**



### 3.3 La remunerazione dei Presidenti non esecutivi

Nonostante non abbia un'influenza diretta nella gestione e nelle scelte strategiche della società, il Presidente non esecutivo ricopre un ruolo di estrema importanza e delicatezza. Oltre a dirigere i lavori del Consiglio, infatti, il Presidente deve adoperarsi affinché tutti gli Consiglieri siano tempestivamente e dettagliatamente informati sugli argomenti da trattare, ricoprendo di fatto il ruolo di primo garante del corretto funzionamento del principale organo decisionale e di controllo della società. Nonostante sia considerata *best practice* la nomina di un Presidente che sia indipendente dai principali azionisti e dalla società, il Codice di Autodisciplina italiano lo definisce come "esponente di rilievo", proprio in funzione della delicatezza del ruolo svolto, facendone decadere la qualità di indipendenza al momento dell'assunzione della carica.

Dato che il ruolo del Presidente non esecutivo dovrebbe rimanere sostanzialmente immutato indipendentemente dal titolare della carica, le relative remunerazioni sono di seguito considerate sempre su base annua. Nei casi in cui il Presidente sia cambiato nel corso dell'esercizio, ma non sia mutata la natura non esecutiva della carica, la remunerazione annua risulta come la somma di quanto corrisposto a ciascun titolare per il periodo di competenza<sup>22</sup>.

22 Sono i casi di **Ansaldo** (fino ad aprile 2013 il Presidente Pansa aveva incarichi esecutivi, ma ha rinunciato all'intero compenso attribuito per l'esercizio), **Banca Carige**, **Banca Intermobiliare**, **Banca Popolare di Milano** (che ha cambiato tre Presidenti del Consiglio di Sorveglianza nel corso del 2013), **Finmeccanica**, **SIAS** e **World Duty Free** (negli ultimi tre casi il compenso annuale deliberato per il nuovo Presidente è indicato nella Relazione).



Anche se non esecutivo, e preferibilmente indipendente alla nomina, la remunerazione del Presidente deve tenere conto del costante impegno richiesto dalla carica, di molto superiore rispetto a quello richiesto agli altri Consiglieri non esecutivi, così come delle grandi responsabilità che assume nei confronti sia delle strutture interne che del mercato. Allo stesso tempo, per garantire la totale imparzialità del Presidente rispetto alle scelte gestionali, così come l'indipendenza dalle strutture operative, il relativo compenso non dovrebbe includere alcuna componente variabile legata alle performance o ai risultati aziendali. Ciononostante, è generalmente accettato dagli investitori istituzionali che anche i Consiglieri non esecutivi, incluso il Presidente, possano ricevere una quota non significativa della retribuzione in forma azionaria, in modo da consentirne un certo allineamento con gli interessi degli azionisti. Tale previsione non trova però alcun riscontro in Italia, dove le retribuzioni di tutti i Consiglieri non esecutivi sono esclusivamente monetarie. Come si vedrà nel corso dell'analisi dei Consiglieri non esecutivi, solo due eccezioni erano osservabili nel 2013 per quanto riguarda l'attribuzione di compensi variabili: **Generali**, che prevede l'attribuzione di un bonus annuale per i Consiglieri non esecutivi legato all'utile netto consolidato, ed **Eni**, in cui il bonus per i non esecutivi era legato alla capitalizzazione. In entrambi i casi, comunque, l'importo potenziale del bonus è fortemente limitato: non più di € 300.000 in aggregato per il CdA di **Generali** (il variabile per ciascun Consigliere è stato pari a € 15.897 nel 2013 e ad appena € 554 nel 2012) e non più di € 20.000 per ciascun Consigliere di **Eni**.

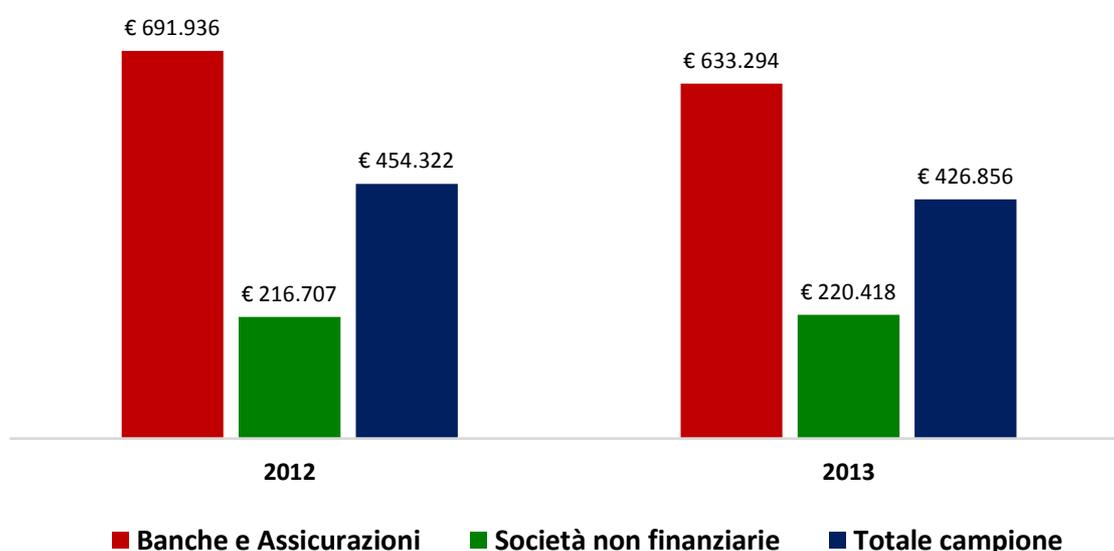
Al di là delle deviazioni formali dalle *best practices* internazionali, il compenso del Presidente non esecutivo non dovrebbe comunque essere di importo così elevato da rischiare di comprometterne l'indipendenza dalla società e dagli azionisti di maggioranza. Ovviamente, la definizione di un importo ottimale non può essere oggettiva ed univoca per tutte le realtà analizzate, ma dovrebbe prendere in considerazione le caratteristiche specifiche di ciascuna società. Ad ogni modo, preoccupazioni possono oggettivamente sorgere quando il compenso fisso del Presidente non esecutivo sia maggiore del salario base del principale responsabile della gestione, il CEO, o si avvicini a tale importo. Appartengono al primo caso i compensi corrisposti ai Presidenti non esecutivi di **Banca Carige** (€ 856.000 all'ex-Presidente Berneschi, in carica fino a settembre 2013, più € 370.000 al nuovo Presidente Castelbarco per tre mesi in carica, contro un compenso fisso annuo stimato in € 798.000 per il CEO), **Banca Ifis** (€ 822.000, contro € 672.000 attribuiti al



CEO) e **Banca Popolare di Sondrio**, dove il Presidente non esecutivo risulta addirittura l'esponente aziendale con la remunerazione più elevata (€ 1.144.183). Tra i casi di compensi decisamente elevati per il Presidente esecutivo, anche se inferiori rispetto al fisso del CEO, si segnalano **UniCredit** (€ 1.357.529), **Credito Valtellinese** (€ 1.138.366), **Generali** (€ 1.061.421) e **Cattolica Assicurazioni** (€ 1.047.630).

Come si può notare, tutti i compensi più elevati sono stati attribuiti da banche e società assicuratrici. Probabilmente, il ruolo di Presidente è storicamente percepito come particolarmente delicato in tali istituti. Le uniche eccezioni, in cui il compenso del Presidente è minore di quanto mediamente attribuito dalle società non finanziarie, sono **Banca Generali** con € 70.000 (il Presidente Vagnone è anche Direttore Generale della capogruppo **Assicurazioni Generali**), **Banca MPS** con € 87.610 (il Presidente Profumo ha rinunciato a € 500.000 di compenso annuo, mantenendo solo il compenso di Amministratore), **Mediolanum** con € 100.000, **Vittoria Assicurazioni** con € 113.849 e **Banca Intermobiliare** con € 129.500.

**Fig. 83 – Compenso medio Presidenti non esecutivi per settore ed esercizio**



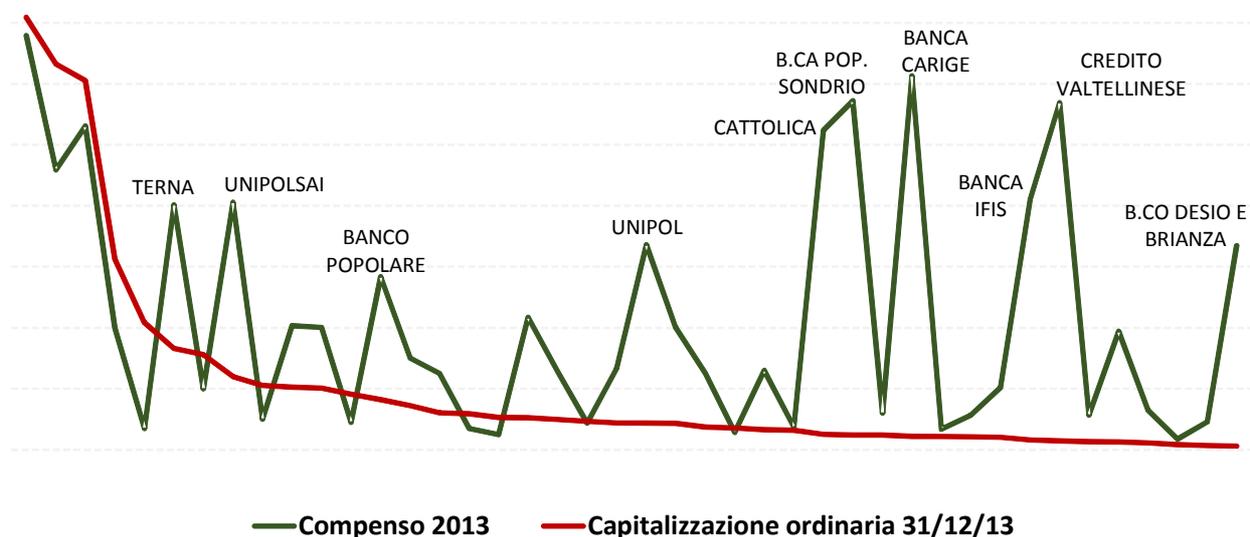
Il compenso di un Presidente non esecutivo di una società non finanziaria non supera generalmente i € 400.000, con la sola eccezione di rilievo rappresentata da **Terna**, il cui Presidente ha ricevuto € 803.340 nel 2013, compresi € 250.000 per la presidenza della controllata Terna Rete Italia SpA. Anche al netto dei compensi infragruppo, il compenso più elevato per un Presidente non



esecutivo resta quello di **Terna**, con € 553.340 nel 2013.

Il grafico seguente, che confronta i compensi dei Presidenti con la capitalizzazione ordinaria a fine esercizio 2013, evidenzia con ancora maggiore chiarezza la tendenza di molte banche ed assicurazioni ad attribuire compensi al di sopra della media di mercato, indipendentemente dalle dimensioni dell'emittente. Al netto delle società finanziarie evidenziate, e di **Terna**, che mostrano il maggiore disallineamento tra dimensioni aziendali e compensi, la correlazione con la capitalizzazione di Borsa sarebbe quasi perfetta: il coefficiente di correlazione risulta infatti pari a 0,46 includendo tutte le società, ma aumenterebbe a 0,89 escludendo i 10 casi evidenziati.

**Fig. 84 – Compenso Presidente non esecutivo vs. Capitalizzazione ordinaria**



## 4. Le remunerazioni degli altri Consiglieri

Così come già evidenziato per i Presidenti, anche per quanto riguarda gli altri componenti del Consiglio occorre differenziare tra esecutivi e non esecutivi, in modo da consentire un'analisi il più possibile omogenea delle strutture retributive.

L'opportunità o meno di includere degli esecutivi in Consiglio, oltre al CEO, è dibattuta e varia profondamente a seconda dei mercati. Se in Francia, ad esempio, è storicamente prassi la presenza del solo Presidente-CEO come esecutivo (anche se la tendenza più recente è volta anche qui ad una separazione dei due ruoli), in Gran Bretagna è largamente accettata una forte connotazione esecutiva del Consiglio di Amministrazione (in media oltre 3 dirigenti siedono nel Board, oltre al CEO, mentre il Presidente è per lo più non esecutivo), mentre in Spagna la forte presenza di esecutivi si accompagna anche alla combinazione dei ruoli di Presidente e CEO. Al contrario, nei paesi scandinavi l'unico Consigliere esecutivo è rappresentato dal CEO, che non ricopre mai anche la carica di Presidente, mentre in Germania ed Austria è preponderante il sistema di governance duale, in cui il Consiglio di Sorveglianza non può per definizione includere alcun componente esecutivo.

Solo 4 delle 100 maggiori società italiane utilizzavano il sistema di governance duale a fine 2013 (**A2A**, **Banca Popolare di Milano**, **Intesa Sanpaolo** ed **UBI Banca**), che si sono ridotte a 3 dopo il passaggio di **A2A** al sistema tradizionale nel giugno 2014. Tra le rimanenti 97 società a medio-grande capitalizzazione<sup>23</sup>, 51 includono altri Consiglieri esecutivi, oltre al CEO ed eventualmente al Presidente, per una media di 2,3 esecutivi ciascuna (3,7 inclusi i Presidenti esecutivi ed i CEO). Come si può notare, il mercato italiano non ha una forte caratterizzazione, trovando spazio sia una visione del CdA come orientato principalmente al controllo ed all'indirizzo strategico, che quella maggiormente operativa del principale organo di governo societario.

Così come già segnalato in occasione dell'analisi relativa ai Presidenti, i criteri qui utilizzati per definire gli Amministratori esecutivi possono differire da quelli utilizzati dalla società. Oltre ai casi già evidenziati di **Banca Carige**, **Banca Popolare dell'Emilia Romagna** e **Banco Desio e Brianza**,

<sup>23</sup> È inclusa **Engineering**, unica tra le 100 maggiori società italiane ad adottare il sistema di governance "monistico", che a differenza del "tradizionale" non prevede il Collegio Sindacale, i cui compiti sono attribuiti al Consiglio di Amministrazione ed in particolare al Comitato per il Controllo Interno.

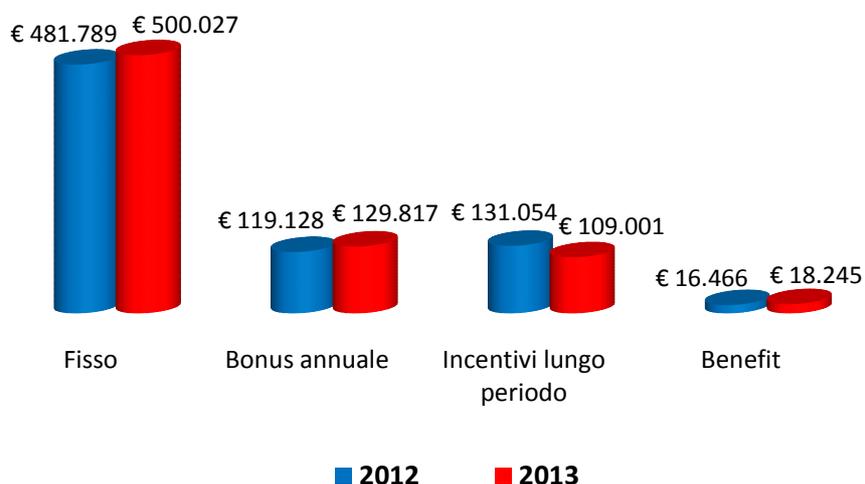


che definiscono come esecutivi i componenti del Comitato Esecutivo nonostante non siano titolari di alcuna delega, occorre qui segnalare anche **Brunello Cucinelli**, che definisce come non esecutivi due Amministratori che ricoprono incarichi dirigenziali in società del gruppo.

#### 4.1 La remunerazione dei Consiglieri esecutivi (non CEO né Presidenti)

Le 51 società che includono nel proprio Consiglio ulteriori Consiglieri delegati, oltre al CEO ed eventualmente al Presidente, nel 2013 hanno corrisposto compensi medi pari a € 724.751 a ciascuno degli 118 Amministratori esecutivi, pressoché stabili rispetto ai € 748.437 assegnati nel 2012 (-1,2%), quando a prevedere ulteriori esecutivi erano 48 società analizzate<sup>24</sup>. Come si può notare dal grafico che segue, tutte le componenti della remunerazione degli Amministratori esecutivi evidenziano una certa stabilità, con un calo più marcato tra gli incentivi di lungo periodo (-16,8%) più che controbilanciato da un incremento del 9% dei bonus annuali e del 3,8% dei compensi fissi.

**Fig. 85 – Struttura compensi medi altri Amministratori esecutivi**



Il ruolo degli Amministratori qualificati come esecutivi può però variare notevolmente, a seconda che siano dirigenti della società ed in base alla tipologia di deleghe attribuite. Di

<sup>24</sup> Sono escluse **Moncler** ed **UnipolSai**, che non erano quotate nel 2012, mentre **Banca Popolare dell'Emilia Romagna** ha nominato un ulteriore Amministratore esecutivo solo nel 2013.



conseguenza, anche la struttura e gli importi delle relative remunerazioni sono fortemente disomogenei all'interno del campione analizzato, andando dai € 5.534.000 assegnati da **Fiat** al Presidente della controllata Ferrari, Luca Cordero di Montezemolo, e € 3.222.453 da **Gtech** al Presidente e CEO della controllata Gtech Corp., Jaymin Patel, fino ai € 56.500 complessivamente corrisposti nel 2013 da **Zignago Vetro** a due Amministratori non dirigenti, titolari di deleghe molto limitate. Non si è quindi realizzato un confronto tra le diverse realtà, che risulterebbe decisamente poco significativo.

#### **4.2 La remunerazione dei Consiglieri non esecutivi (non Presidenti)**

A differenza di quanto segnalato per gli esecutivi, i Consiglieri non esecutivi sono presenti in tutti gli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, di cui rappresentano almeno la metà dei componenti, così come raccomandato dalle *best practices* di corporate governance. Per la precisione, i non esecutivi rappresentano circa tre quarti dei Consiglieri delle principali quotate italiane (75,3%). Il ruolo ricoperto è pressoché il medesimo, volto a supportare e monitorare l'operato del management, anche se possono essere effettuate alcune differenziazioni a seconda siano membri di Comitati interni, per cui sono richieste competenze specifiche ed un maggiore impegno rispetto ai colleghi, o se sono definiti come indipendenti, e quindi con un ruolo maggiormente improntato al controllo dell'operato del management, a tutela degli interessi degli azionisti di minoranza. Ad ogni modo, data la composizione generalmente omogenea dei Comitati, che presentano solo poche eccezioni (tra le quali si segnala **Danieli**, unica tra le società analizzate a non prevedere alcun Comitato interno oltre al Comitato Esecutivo), la struttura del Consiglio non influenza in maniera significativa l'analisi delle remunerazioni complessivamente attribuite dalle società del campione.

La media dei compensi ricevuti da ciascun Consigliere non esecutivo nel 2013 è risultata in calo del 6,6% rispetto all'esercizio precedente, raggiungendo € 90.408 su base annua. I compensi sono esclusivamente di natura monetaria, in quanto nessun emittente prevede la possibilità di attribuire azioni gratuite, nonostante tale pratica sia consentita dalle norme italiane (a differenza di altri mercati, come la Francia, in cui per legge non è possibile attribuire azioni ai non esecutivi). La componente di una quota azionaria, purché non significativa rispetto ai compensi totali ed

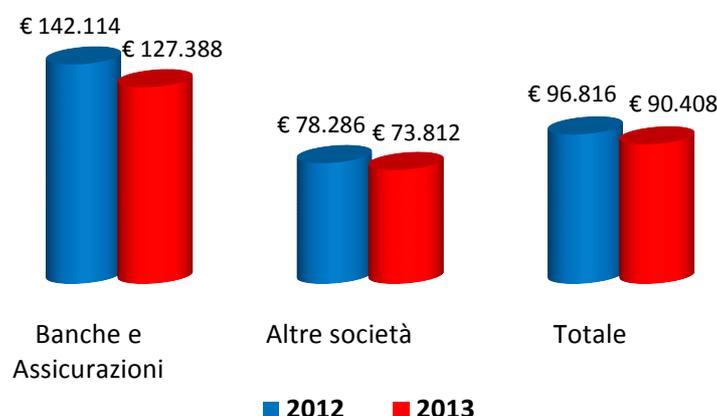


assolutamente non legata alle performance, è generalmente accettata dalle *best practices* internazionali, in quanto consente un certo grado di allineamento anche degli interessi dei Consiglieri non esecutivi con quelli degli azionisti.

In linea con le *best practices*, invece, nessuna società italiana prevede per i propri Consiglieri non esecutivi un compenso variabile legato alle performance aziendali, con le sole eccezioni già segnalate di **Eni**, che almeno fino al 2014 consentiva la possibilità di un compenso variabile di € 10.000 o € 20.000 a seconda della capitalizzazione della società rispetto ad un gruppo di concorrenti, e di **Generali**, che consente per tutti gli Amministratori un compenso variabile legato all'utile netto, di cui non può superare in aggregato lo 0,01% e comunque limitato a € 300.000.

Nonostante si sia evidenziato come i Consiglieri non esecutivi ricoprano un ruolo pressoché identico, indipendentemente dall'attività svolta dall'emittente, si riscontrano differenze significative tra gli emolumenti attribuiti in settori diversi. Così come segnalato con riferimento ai Presidenti, i compensi tendono ad aumentare anche notevolmente nei gruppi bancari ed assicurativi, dove i Consiglieri non esecutivi hanno ricevuto emolumenti medi per € 127.388 nel 2013, contro € 73.812 dei colleghi in altre realtà. I Consigli di banche ed assicurazioni, inoltre, tendono ad includere un numero maggiore di componenti (in media 16,2 Consiglieri, contro 11,1 delle società non finanziarie), facendo di fatto lievitare il costo medio aziendale per tali esponenti a quasi il triplo di quanto sostenuto da altre realtà: € 1.654.791 contro € 602.644. In ogni caso, in tutti i settori si registra un calo pressoché uniforme degli emolumenti dei non esecutivi, anche se decisamente più marcato proprio in banche ed assicurazioni (-10,4%) che in altre realtà dove tale costo è storicamente più contenuto (-5,7%).

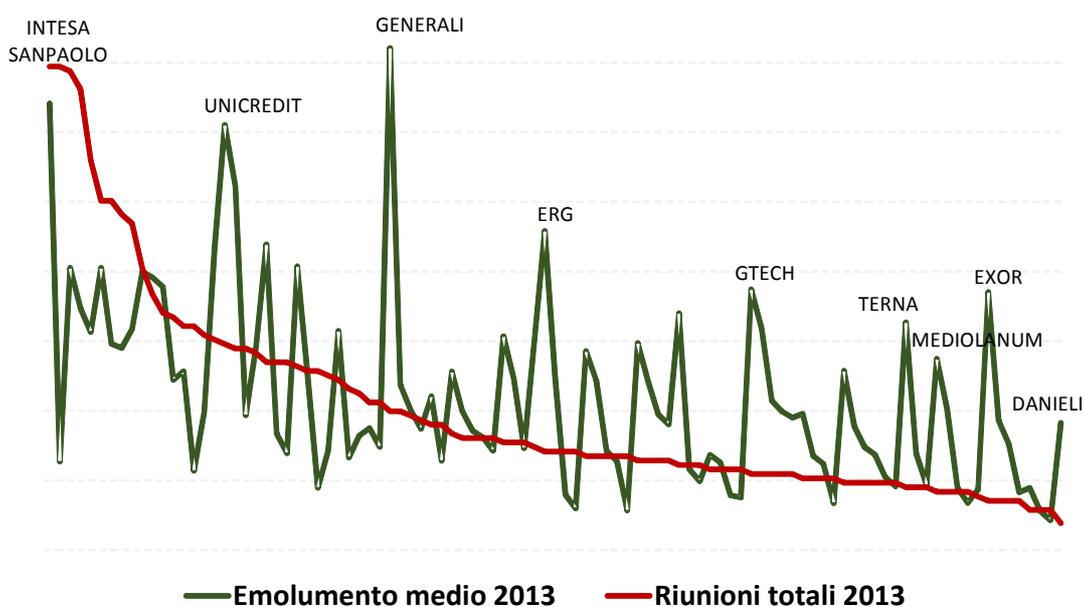
**Fig. 86 – Emolumenti medi Consiglieri non esecutivi**



La tendenza ad attribuire compensi notevolmente più elevati in gruppi bancari ed assicurativi è probabilmente dovuta alla percezione che l'amministrare e monitorare tali soggetti richieda un impegno maggiore e comportamenti maggiori responsabilità. In effetti, i Consigli di Amministrazione e di Sorveglianza di banche ed assicurazioni tendono a riunirsi con maggiore frequenza rispetto a quanto accade nelle società non finanziarie, soprattutto in sede di Comitati interni. Prendendo in considerazione il Consiglio ed i principali Comitati interni (Comitato per il Controllo Interno, Comitato per le Remunerazioni, Comitato Nomine, Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e Comitato Esecutivo, laddove istituiti), i Consiglieri di banche ed assicurazioni si sono riuniti mediamente 57,8 volte nel 2013 (15,6 le riunioni consiliari e ben 42,2 quelle dei Comitati interni), contro le 23,4 riunioni mediamente tenute in società non finanziarie (9,6 del Consiglio e 13,9 dei Comitati).

Da quanto riportato finora, potrebbe sembrare che i compensi corrisposti ai Consiglieri non esecutivi dipendano in maniera determinante dall'impegno richiesto nella società. In effetti, una certa correlazione diretta tra queste due variabili è riscontrabile in molte delle società analizzate, ma con alcune eccezioni significative, le più rilevanti delle quali sono evidenziate nel grafico seguente.

**Fig. 87 – Emolumenti medi Consiglieri non esecutivi vs. Riunioni totali 2013**



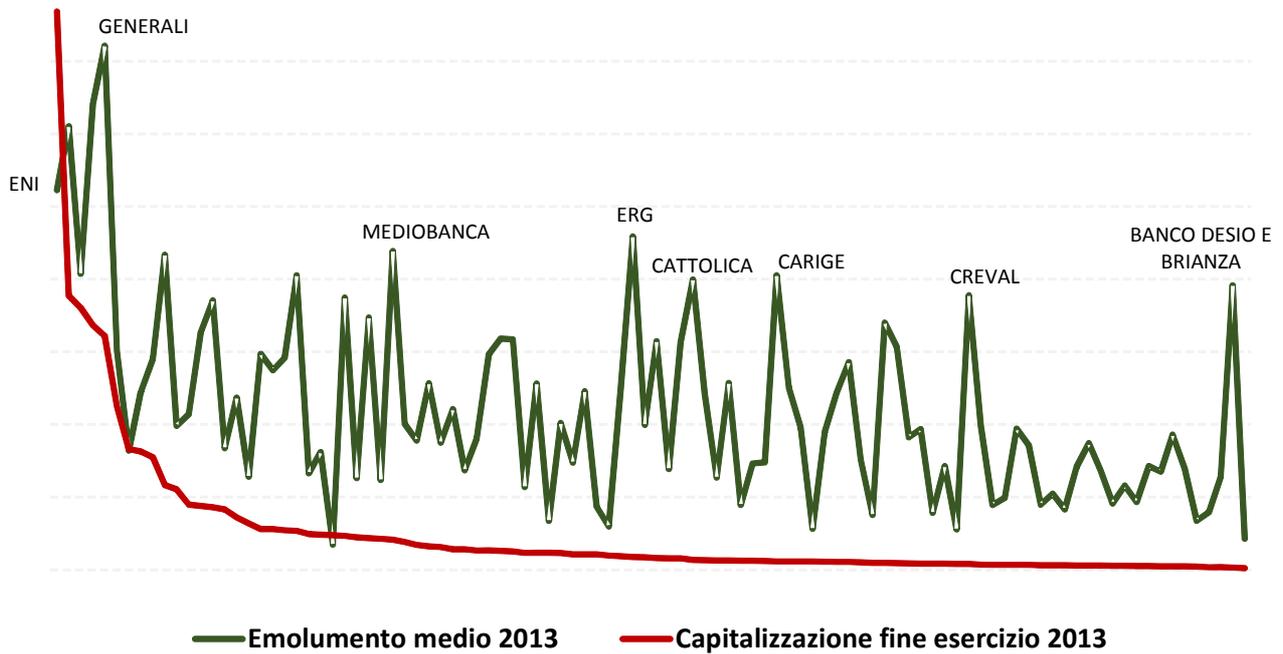
Se gli emolumenti particolarmente elevati corrisposti da **Intesa Sanpaolo** ai Consiglieri non investiti di particolari cariche (in media € 224.444 nel 2013) sembrano almeno in parte giustificati dal grande numero di riunioni cui sono stati chiamati a partecipare (108 in totale, di cui ben 48 del Comitato per il Controllo Interno e 23 del Comitato Parti Correlate), lo stesso non si può dire per **Generali**, i cui componenti non esecutivi hanno ricevuto mediamente € 252.465 ciascuno nel 2013, per aver partecipato al massimo a 31 riunioni (10 del Consiglio, 7 del Comitato Remunerazioni, 5 del Comitato Audit e del Comitato Nomine e 4 del Comitato Parti Correlate). Anche gli alti emolumenti corrisposti da UniCredit (€ 213.699 in media) non sembrano totalmente giustificati dall'impegno richiesto nel corso dell'esercizio (46 riunioni totali, di cui 13 del Consiglio, 11 del Comitato Nomine, 10 del Comitato Parti Correlate, 7 del Comitato Remunerazioni e solo 5 del Comitato Audit). Ipotizzando però che tutti i Consiglieri non esecutivi abbiano partecipato assiduamente ai lavori di tutti i Comitati, anche se non membri, si può calcolare il compenso minimo ricevuto da ciascuno per ogni riunione a cui avrebbe partecipato. Ebbene, attraverso questa analisi emergono ulteriori casi di evidente disallineamento tra impegno e compensi, tra cui risaltano **Exor**, i cui Consiglieri non esecutivi hanno ricevuto almeno € 11.799 per ciascuna riunione, **Danieli** (€ 10.643), la partecipata statale **Terna** (€ 8.174), **Gtech** (7.708), **Mediolanum** (€ 7.396) ed **Erg** (€ 7.294), oltre alla già segnalata **Generali** (€ 8.144). Tutti compensi decisamente non disprezzabili per poche ore di lavoro.

Sul fronte opposto, sono solo 5 le società che hanno attribuito ai Consiglieri non esecutivi meno di € 1.000 per riunione: **Banca Popolare di Sondrio** (€ 44.420 l'emolumento medio per 108 riunioni totali), **RCS Mediagroup** (€ 31.277 per 40 riunioni), **Credito Emiliano** (€ 39.876 per 50 riunioni), **Ei Towers** (€ 19.833 per 21 riunioni) e **Sias** (€ 20.913 per 22 riunioni).

Oltre che dal settore di riferimento e dall'impegno richiesto, il compenso dei Consiglieri non esecutivi potrebbe dipendere anche dalle dimensioni aziendali, al crescere delle quali si può presupporre una maggiore complessità nelle attività e competenze richieste al principale organo societario. Come indicatore delle dimensioni, e conseguentemente della complessità, si è di seguito presa in considerazione la capitalizzazione ordinaria a fine esercizio.



Fig. 88 – Emolumenti medi vs. Capitalizzazione ordinaria



Il coefficiente di correlazione segnala una dipendenza degli emolumenti dei Consiglieri non esecutivi dalle dimensioni aziendali leggermente superiore rispetto alle riunioni tenute nell'esercizio (0,59 contro 0,47). In effetti, il grafico precedente mostra un trend generalmente decrescente dei compensi al ridursi della capitalizzazione, anche se meno evidente a causa della minore scarto tra gli importi, che vanno da un minimo di € 14.927 di **Bonifiche Ferraresi** ad un massimo di € 252.465 di **Generali** (mentre la capitalizzazione varia da € 196 milioni, sempre di **Bonifiche Ferraresi**, ad oltre € 63,5 miliardi di **Eni**). Tra le eccezioni più significative a tale trend si segnalano **Banco Desio e Brianza**, che ha attribuito emolumenti medi per € 136.969 nel 2013 nonostante la seconda capitalizzazione ordinaria più bassa nel campione (€ 257 milioni), **Credito Valtellinese** (€ 132.222 per una capitalizzazione di € 643 milioni a fine esercizio), **Banca Carige** (€ 141.898) e **Cattolica Assicurazioni** (€ 139.834).



## Appendice 1: Composizione del campione

SOCIETA'	SETTORE	INDICE DI RIFERIMENTO (al 31/12/2014)
A2A	UTILITIES	FTSE MIB
ACEA	UTILITIES	FTSE ITALIA MID CAP
AMPLIFON	SALUTE	FTSE ITALIA MID CAP
ANSALDO	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
ASCOPIAVE	UTILITIES	FTSE ITALIA MID CAP
ASTALDI	EDILIZIA	FTSE ITALIA MID CAP
ASTM	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
ATLANTIA	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE MIB
AUTOGRILL	VIAGGI E TEMPO LIBERO	FTSE MIB
AZIMUT	SERVIZI FINANZIARI	FTSE MIB
BANCA CARIGE	BANCHE	FTSE ITALIA MID CAP
BANCA GENERALI	BANCHE	FTSE ITALIA MID CAP
BANCA IFIS	BANCHE	FTSE ITALIA MID CAP
BANCA MPS	BANCHE	FTSE MIB
BANCA POPOLARE EMILIA ROMAGNA	BANCHE	FTSE MIB
BANCA POPOLARE MILANO	BANCHE	FTSE MIB
BANCA POPOLARE SONDRIO	BANCHE	FTSE ITALIA MID CAP
BANCO DESIO E BRIANZA	BANCHE	FTSE ITALIA SMALL CAP
BANCO POPOLARE	BANCHE	FTSE MIB
BENI STABILI	REAL ESTATE	FTSE ITALIA MID CAP
BONIFICHE FERRARESI	ALIMENTARI	FTSE ITALIA SMALL CAP
BREMBO	AUTOMOBILI E COMPONENTISTICA	FTSE ITALIA MID CAP
BRUNELLO CUCINELLI	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE ITALIA MID CAP
BUZZI UNICEM	EDILIZIA	FTSE MIB
CAIRO COMMUNICATION	MEDIA	FTSE ITALIA MID CAP
CAMPARI	ALIMENTARI	FTSE MIB
CATTOLICA ASSICURAZIONI	ASSICURAZIONI	FTSE ITALIA MID CAP
CEMENTIR HOLDING	EDILIZIA	FTSE ITALIA MID CAP
CIR	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
COFIDE	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
CREDEM	BANCHE	FTSE ITALIA MID CAP
CREDITO VALTELLINESE	BANCHE	FTSE ITALIA MID CAP
DANIELI	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
DATALOGIC	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
DE' LONGHI	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE ITALIA MID CAP
DEA CAPITAL	SERVIZI FINANZIARI	FTSE ITALIA MID CAP



<b>DIASORIN</b>	SALUTE	FTSE ITALIA MID CAP
<b>EI TOWERS</b>	TECNOLOGIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>ENEL</b>	UTILITIES	FTSE MIB
<b>ENEL GREEN POWER</b>	RENEWABLES	FTSE MIB
<b>ENGINEERING</b>	TECNOLOGIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>ENI</b>	ENERGIA	FTSE MIB
<b>ERG</b>	ENERGIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>ESPRINET</b>	TECNOLOGIA	FTSE ITALIA SMALL CAP
<b>EXOR</b>	SERVIZI FINANZIARI	FTSE MIB
<b>FALCK RENEWABLES</b>	RENEWABLES	FTSE ITALIA SMALL CAP
<b>FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES</b>	AUTOMOBILI E COMPONENTISTICA	FTSE MIB
<b>FINMECCANICA</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE MIB
<b>GENERALI</b>	ASSICURAZIONI	FTSE MIB
<b>GEOX</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>GR. ED. L'ESPRESSO</b>	MEDIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>GTECH</b>	VIAGGI E TEMPO LIBERO	FTSE MIB
<b>HERA</b>	UTILITIES	FTSE ITALIA MID CAP
<b>IGD</b>	REAL ESTATE	FTSE ITALIA MID CAP
<b>IMA</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>INDESIT</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	-
<b>INTERPUMP</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>INTESA SANPAOLO</b>	BANCHE	FTSE MIB
<b>IREN</b>	UTILITIES	FTSE ITALIA MID CAP
<b>ITALCEMENTI</b>	EDILIZIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>ITALMOBILIARE</b>	EDILIZIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>LUXOTTICA</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE MIB
<b>MAIRE TECNIMONT</b>	ENERGIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>MARR</b>	COMMERCIO	FTSE ITALIA MID CAP
<b>MEDIASET</b>	MEDIA	FTSE MIB
<b>MEDIOBANCA</b>	BANCHE	FTSE MIB
<b>MEDIOLANUM</b>	ASSICURAZIONI	FTSE MIB
<b>MONCLER</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE MIB
<b>MONDADORI EDITORE</b>	MEDIA	FTSE ITALIA SMALL CAP
<b>PARMALAT</b>	ALIMENTARI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>PIAGGIO</b>	AUTOMOBILI E COMPONENTISTICA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>PIRELLI &amp; C.</b>	AUTOMOBILI E COMPONENTISTICA	FTSE MIB
<b>PRYSMIAN</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE MIB
<b>RCS MEDIAGROUP</b>	MEDIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>RECORDATI</b>	SALUTE	FTSE ITALIA MID CAP
<b>REPLY</b>	TECNOLOGIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>SAFILO</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE ITALIA MID CAP



<b>SAIPEM</b>	ENERGIA	FTSE MIB
<b>SALINI IMPREGILO</b>	EDILIZIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>SALVATORE FERRAGAMO</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE MIB
<b>SARAS</b>	ENERGIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>SAVE</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>SIAS</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>SNAM</b>	UTILITIES	FTSE MIB
<b>SOGEFI</b>	AUTOMOBILI E COMPONENTISTICA	FTSE ITALIA SMALL CAP
<b>SOL</b>	CHIMICA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>SORIN</b>	SALUTE	FTSE ITALIA MID CAP
<b>TELECOM ITALIA</b>	TELECOMUNICAZIONI	FTSE MIB
<b>TERNA</b>	UTILITIES	FTSE MIB
<b>TOD'S</b>	PRODOTTI PERSONALI E PER LA CASA	FTSE MIB
<b>TREVI FIN INDUSTRIALE</b>	EDILIZIA	FTSE ITALIA MID CAP
<b>UBI BANCA</b>	BANCHE	FTSE MIB
<b>UNICREDIT</b>	BANCHE	FTSE MIB
<b>UNIPOL</b>	ASSICURAZIONI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>UNIPOLSAI</b>	ASSICURAZIONI	FTSE MIB
<b>VITTORIA ASSICURAZIONI</b>	ASSICURAZIONI	FTSE ITALIA MID CAP
<b>WORLD DUTY FREE</b>	COMMERCIO	FTSE MIB
<b>YOOX</b>	COMMERCIO	FTSE MIB
<b>ZIGNAGO VETRO</b>	BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	FTSE ITALIA MID CAP



## Chi è Frontis Governance

Frontis Governance fornisce agli investitori istituzionali una consulenza indipendente sulla *governance* degli Emittenti italiani. Frontis Governance è partner del network ECGS, l'unico proxy advisor costituito da esperti locali. Le analisi si basano sui principi di ECGS, che riflettono i più alti standard internazionali di *corporate governance*, avendo come riferimento le norme, i codici e le pratiche consolidate sul mercato italiano.

Ulteriori partner di ECGS sono: Proxinvest (Francia, Managing Partner), DSW (Germania), Ethos (Svizzera), Manifest (Regno Unito), Shareholder Support (Olanda) e GIR (Canada).

## Frontis Governance

[info@frontisgovernance.com](mailto:info@frontisgovernance.com)

[www.frontisgovernance.com](http://www.frontisgovernance.com)

## Disclaimer

Le analisi si basano su informazioni reperite da fonti disponibili per gli investitori ed il pubblico in generale, come i report societari, siti internet e contatti diretti con rappresentanti degli stessi Emittenti. Nonostante si effettuino molteplici controlli, non è possibile garantire l'accuratezza di tutte le informazioni fornite. Le analisi si intendono a sostegno degli investitori (clienti di Frontis Governance o di qualunque utilizzatore potenziale), al fine di supportarli nelle decisioni di voto alle assemblee degli azionisti, ma non possono in alcun caso essere considerate come strumento decisionale per investimenti in titoli quotati.

© Frontis Governance di Sergio Carbonara 2015. È vietata la riproduzione non autorizzata, il prestito, il noleggio, la trasmissione o la distribuzione di qualsiasi dato.

