

PAY ON PERFORMANCE?

STUDIO SULLE REMUNERAZIONI 2012 NELLE
SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE



SERGIO CARBONARA



Frontis Governance

independent, local, expert

Indice

Scopo dello studio e metodologia	4
1. Le remunerazioni in Italia	10
1.1. <i>I compensi complessivi</i>	10
1.2. <i>I compensi dei CEO</i>	14
1.3. <i>Le remunerazioni in base alla capitalizzazione di Borsa</i>	21
1.4. <i>Le remunerazioni in base al settore produttivo.....</i>	24
1.5. <i>I compensi attribuiti (ma non maturati).....</i>	33
2. FTSE MIB: le remunerazioni complessive	36
3. FTSE MIB: le remunerazioni dei CEO	40
3.1. <i>I compensi complessivi maturati nel 2012</i>	40
3.2. <i>Il compenso fisso</i>	49
3.3. <i>Il bonus annuale</i>	54
3.4. <i>Gli incentivi di lungo periodo.....</i>	65
Il confronto con il valore creato per gli azionisti (TSR)	67
Il confronto con i risultati operativi	71
3.5. <i>I compensi complessivi attribuiti nel 2012</i>	75
3.6. <i>Le politiche sulle remunerazioni dei CEO.....</i>	77
Tipologia di incentivi	81
Trasparenza (disclosure)	82
Struttura dei compensi	85
Bonus discrezionali	88
Clausole di malus o di claw-back	90
4. FTSE MIB: le remunerazioni dei Presidenti	92
Presidenti Esecutivi.....	93
Presidenti Non Esecutivi	97
5. FTSE MIB: le remunerazioni degli altri Consiglieri.....	100
Amministratori Esecutivi (non CEO)	100
Consiglieri Non Esecutivi.....	104

6. FTSE MIB: il confronto con l'estero	108
6.1. <i>Le remunerazioni 2012 dei CEO europei.....</i>	109
6.2. <i>I compensi variabili.....</i>	115
Abbigliamento.....	116
Aerospazio e Difesa.....	117
Alimentare	118
Asset Management.....	120
Assicurazioni	121
Automobili e Componentistica	123
Banche	124
Beni e Servizi Industriali.....	126
Ingegneria ed Edilizia	128
Materiali da Costruzione.....	130
Media	131
Petrolio e Gas Naturale.....	133
Retail	135
Salute	136
Servizi Finanziari	138
Telecomunicazioni	139
Utilities.....	141
Viaggi e Tempo Libero	142
6.3. <i>Le remunerazioni 2012 dei Presidenti europei</i>	144
Presidenti Esecutivi.....	146
Presidenti Non Esecutivi	147
6.4. <i>Le remunerazioni 2012 dei Consiglieri non esecutivi.....</i>	150
Conclusioni.....	155

Scopo dello studio e metodologia

Negli ultimi anni, anche a causa della crisi economica mondiale, le remunerazioni dei massimi dirigenti delle società quotate hanno assunto un ruolo centrale nel dialogo tra emittenti ed azionisti. Questi ultimi hanno spesso percepito, in maniera anche molto forte, la disparità tra il valore creato ed i compensi ricevuti dai principali responsabili della gestione aziendale. In molti mercati si è sentita l'esigenza di una maggiore trasparenza sulle politiche retributive, sottoponendole al giudizio degli stessi soci attraverso il voto assembleare, anche se spesso solo consultivo. Tale previsione ha subito mostrato una forza dirompente, tanto da far definire la stagione assembleare 2012 come "primavera degli azionisti", a sottolineare come l'espressione del malcontento degli investitori avesse raggiunto livelli quasi rivoluzionari.

Anche in Italia, proprio nel 2012, si è introdotta l'obbligatorietà della consultazione assembleare sulle remunerazioni, il cosiddetto "*say-on-pay*". Per la verità, sarebbe più corretto parlare di "*say-on-policy*", in quanto gli azionisti, almeno ufficialmente, non si esprimono sull'importo dei compensi, ma sulle politiche che dovranno guidare le future remunerazioni dei massimi dirigenti (ovviamente, nel fare ciò non si può prescindere da come tali politiche siano state applicate nel più recente passato, valutando anche le retribuzioni effettive).

Se sia più opportuno un voto sui compensi reali o su quelli potenziali (le politiche appunto) non è pacifico, e la discussione è sempre viva, ma, al di là di tali considerazioni, il "*say-on-policy*" ha (o dovrebbe avere) l'indubbio vantaggio di aumentare il livello di trasparenza sugli obiettivi che si vogliono perseguire, in particolare attraverso i piani di incentivazione. L'analisi dei compensi corrisposti dalle società italiane nel 2012 assume quindi una doppia fondamentale rilevanza: per la prima volta, grazie alla maggiore trasparenza introdotta dalla nuova normativa, è possibile comparare ciascuna componente retributiva con il relativo periodo di riferimento, elaborando anche una prima valutazione sull'efficacia del voto assembleare e del più serrato dialogo tra azionisti di minoranza ed emittenti.

Il presente studio si prefigge lo scopo di analizzare le politiche sulle remunerazioni, attraverso un dettagliato confronto tra le varie realtà italiane (e tra queste ed i principali *competitors* europei), per individuare eventuali specificità nella definizione di uno dei principali elementi della governance aziendale. In questo senso, il focus è fortemente posizionato sulla struttura dei compensi e sugli obiettivi che con questi si vogliono raggiungere (di breve e di lungo

periodo o, eventualmente, l'assenza di ogni orientamento ai risultati). L'importo in sé assume quindi una rilevanza secondaria, in quanto analizzato non in termini assoluti ma nella misura in cui sia aderente all'obiettivo che qualsiasi piano di retribuzione dovrebbe perseguire: incentivare la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

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 saranno quindi esposti in base all'emittente ed alla carica specifica, in maniera il più possibile indipendente dall'individuo che di volta in volta la ricopre. Qualora la politica non sia mutata in maniera sostanziale, saranno 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.

Confrontare esclusivamente la retribuzione complessiva del top manager di una società quotata può condurre a conclusioni decisamente fuorvianti. La remunerazione, infatti, si compone di una moltitudine di elementi, spesso differenti per natura (denaro, azioni o stock options), 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 o dall'assegnare 1.000 stock options di pari *fair value*. Inoltre, lo stesso importo può assumere ancora un altro significato (e valore) se riferito ai risultati dell'anno, a quelli cumulati in un periodo di più anni o ad eventi futuri. Una corretta comparazione delle remunerazioni nel tempo, e tra più soggetti, dovrebbe innanzitutto prendere in considerazione tutte le componenti e le loro variabili.

A differenza dell'analisi delle remunerazioni 2011¹, quando erano esposti esclusivamente i compensi attribuiti nell'esercizio di riferimento, grazie alla maggiore trasparenza delle Relazioni pubblicate dagli emittenti, l'analisi 2012 potrà procedere su un doppio binario: da una parte si farà riferimento a quanto effettivamente incassato o realizzato dal top manager (che potremmo chiamare "criterio dei compensi maturati, o *vested*"), dall'altra si prenderanno in considerazione tutti gli strumenti attribuiti nel corso del 2012, anche se non ancora disponibili perché dipendenti dai risultati futuri (che potremmo chiamare "criterio dell'attribuito o *awarded*"). A seconda di quale criterio di valutazione si utilizzi, l'analisi può condurre a risultati del tutto differenti. D'altra

¹ "Studio sulle Remunerazioni delle Società Quotate Italiane – FTSE MIB 2011", Frontis Governance 2012.

parte, i report stessi prodotti dagli emittenti non seguono sempre un'unica metodologia, in particolare con riferimento agli incentivi monetari: ad esempio, nella maggioranza dei casi, viene espresso l'ammontare effettivamente pagato nell'anno, riferito ai risultati dell'esercizio precedente, ma non sono così rare le Relazioni che riportano il bonus potenziale, relativo ai risultati dell'esercizio in corso, che sarà corrisposto nell'anno successivo.

Per chiarire maggiormente la differenza tra le due metodologie, si può fare ricorso ad un esempio pratico: nella Relazione sulle Remunerazioni 2011 di UniCredit, il compenso dell'Amministratore Delegato comprendeva anche delle azioni gratuite, valutate € 3 milioni, che saranno però assegnate a fine 2013, nel caso in cui dovessero essere raggiunti determinati obiettivi di performance. Secondo il criterio che abbiamo definito come *awarded*, € 3 milioni sarebbero di competenza dell'esercizio 2011, ma il beneficiario non ha ancora la disponibilità delle azioni, il cui valore è peraltro stimato. Per cui, secondo l'altra metodologia (*vested*), gli incentivi azionari dell'A.D. di UniCredit per il 2011 erano pari a zero.

Una metodologia non è necessariamente migliore dell'altra, dipendendo ciascuna dagli obiettivi che si vogliono perseguire. Ad esempio, i moduli predisposti da Consob, cui tutte le società italiane devono attenersi, seguono un ulteriore criterio, quello della "competenza contabile": i compensi *equity* non sono indicati per l'intero ammontare assegnato nell'esercizio, ma solo quella parte rilevante ai fini del bilancio, "in applicazione dei principi contabili che impongono di tener conto del periodo di maturazione dei diritti stessi, ripartendo il relativo costo nel periodo di *vesting*"².

La metodologia più aderente agli scopi dell'analisi è quella che prende in considerazione i compensi maturati (*vested*), escludendo quegli incentivi il cui diritto non sia ancora maturato, ed il cui valore di realizzo potrebbe differire anche notevolmente rispetto al costo evidenziato in bilancio (fino ad annullarsi nel caso delle stock options), dipendendo delle performance finanziarie future. Al contrario, saranno inclusi nei compensi complessivi il valore eventualmente realizzato dall'esercizio delle stock options ed il valore di mercato delle azioni effettivamente assegnate al beneficiario. In entrambi i casi sarà preso come riferimento il valore del titolo alla data

² Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (integrato ed aggiornato al 14 agosto 2013), Allegato 3A, Schema n. 7.

dell'esercizio (per le stock options) o dell'assegnazione (per le azioni). In tal modo sarà più agevole individuare l'effettiva correlazione tra risultati e compensi, indipendentemente dalle politiche sulle remunerazioni future. Ciascun elemento della remunerazione sarà quindi così composto:

- Compensi fissi: emolumenti, compensi per le cariche aziendali, compensi da società controllate (che non siano, a loro volta, emittenti inclusi nel campione in analisi) ed altri compensi non definiti come incentivi o indennità di fine mandato;
- Benefici: sia non monetari che, laddove evidenziato, i trattamenti pensionistici e le assicurazioni integrative;
- Incentivi monetari: bonus monetario relativo all'esercizio precedente ed incentivi monetari differiti, pagati nell'esercizio in corso ma relativi a periodi di performance più lunghi;
- Incentivi azionari: riportati al valore di mercato alla data di effettiva assegnazione (di *vesting*) o, se la data non è specificata, alla chiusura dell'esercizio;
- Stock options: incluse solo se esercitate dal beneficiario nell'anno di riferimento, calcolate al valore di mercato dell'azione meno il prezzo di esercizio dell'opzione.

Di contro, i compensi attribuiti, anche se non maturati (*awarded*), saranno presi in considerazione nel confronto tra le politiche sulle remunerazioni attualmente in vigore, allo scopo di verificare gli obiettivi che queste intendono perseguire. In questo caso, tutti gli incentivi di natura finanziaria (azioni gratuite, stock options o *phantom shares*) sono imputati all'esercizio di assegnazione, indipendentemente dalla data di maturazione del diritto, secondo il *fair value* riportato nella Relazione.

Per rendere il più possibile omogeneo il confronto anche temporale tra i vari emittenti, non sono stati inclusi nei compensi annuali gli eventuali importi ricevuti a titolo di indennità per la cessazione, anticipata o naturale, del mandato. Le indennità, o "buonuscite", ricoprono un ruolo di fondamentale importanza, in quanto, se di importo eccessivo (i cosiddetti *golden parachutes*), possono costituire un vero e proprio rischio di disincentivazione per il management, non essendo direttamente collegate ad alcun parametro di performance. Ciononostante, si tratta di un elemento della remunerazione di natura straordinaria, la cui definizione si rivela spesso dipendente da fattori esogeni, quali i contratti nazionali di lavoro o gli accordi, più o meno

trasparenti, tra le parti in causa. Non essendo pertinenti allo scopo che si prefigge l'analisi, ovvero la valutazione delle politiche sulle remunerazioni come strumento di gestione e stimolo per la creazione del valore, le indennità sono escluse dal calcolo complessivo, ma riportate separatamente nel primo capitolo.

Per semplicità, si è deciso di indicare con il termine CEO (*Chief Executive Officer*) tutti quei Dirigenti che siano titolari delle più elevate responsabilità gestionali, che siedano o meno nel Consiglio di Amministrazione. A seconda dei casi, possono essere individuati come CEO: l'Amministratore Delegato, il Direttore Generale o il Presidente Esecutivo, qualora questi siano titolari delle più estese deleghe a livello di Gruppo. La categoria "Altri Esecutivi" comprende i componenti del Consiglio di Amministrazione che siano stati definiti come esecutivi dalla società stessa. Occorre evidenziare, a questo riguardo, che la definizione di esecutività di un Amministratore può variare anche sostanzialmente tra le differenti realtà: se in alcuni casi si fanno rientrare tutti i componenti del Comitato Esecutivo, anche se privi di vere e proprie deleghe gestionali, in altri si riportano come "non esecutivi" anche alcuni dipendenti di società controllate o i Presidenti titolari di particolari deleghe non propriamente operative (ad esempio relative ad investimenti strategici). Con il termine "Non Esecutivi", si fa riferimento esclusivamente agli altri componenti del Consiglio di Amministrazione, che non siano titolari di alcuna delega, ed a tutti i componenti del Consiglio di Sorveglianza nelle società che adottano il sistema duale.

Infine, nel calcolo delle retribuzioni complessive e delle medie individuali, sono inclusi tutti coloro che abbiano ricevuto un compenso nel corso dell'esercizio. Gli Amministratori decaduti nel corso dell'esercizio sono stati considerati per l'effettivo periodo in carica (ad esempio, in caso di non rinnovo ad aprile 2012 la relativa posizione varrà per 0,33 anziché 1).

Per Mediobanca e Danieli, il cui esercizio non coincide con l'anno solare, tutti i dati sono riferiti all'esercizio 1 luglio 2011 – 30 giugno 2012.

L'analisi si compone di tre momenti principali:

1. Analisi delle remunerazioni 2012 delle 98 società italiane a grande e media capitalizzazione³.
2. Analisi delle remunerazioni nelle 38 società italiane a maggiore capitalizzazione, anche attraverso una comparazione temporale delle varie componenti della remunerazione;
3. Comparazione delle remunerazioni delle 38 maggiori società italiane con un campione di emittenti europei, selezionati sulla base del mercato, della dimensione e del settore di attività.

Il 17 aprile 2013 sono cambiati i componenti dei principali indici di Borsa, con l'uscita di Impregilo dal FTSE MIB ed il conseguente ingresso di Fondiaria-Sai. In funzione del più omogeneo confronto con il 2011, ed in considerazione delle tempistiche di produzione delle Relazioni sulle Remunerazioni da parte degli emittenti (in larga parte pubblicati nella prima metà di aprile), nello studio sarà utilizzata la vecchia composizione dell'indice, includendo Impregilo al posto di Fondiaria-Sai.

³ Sono escluse Tenaris SA e STMicroelectronics NV, entrambe quotate nel principale indice di Borsa Italiana, ma incorporate in Stati differenti (Lussemburgo la prima ed Olanda la seconda), per cui seguono una diversa normativa in tema di remunerazioni.

1. Le remunerazioni in Italia

1.1. I compensi complessivi

Come evidenziato nella nota metodologica, in questa prima analisi si segue il criterio definito come “*vested*”, ovvero inclusivo di tutti i compensi maturati nel corso dell’esercizio di riferimento, anche se relativi a risultati conseguiti in epoche precedenti. Saranno quindi inclusi nelle remunerazioni 2012: gli emolumenti ed i compensi fissi per le cariche ricoperte, i bonus monetari di competenza dell’esercizio 2012 (relativi ai risultati ottenuti nel 2011), gli incentivi monetari differiti (relativi ad anni precedenti, ma corrisposti nel corso del 2012), le eventuali stock options esercitate e le azioni gratuite assegnate nel corso dell’esercizio, anche se attribuite in epoche precedenti.

Nel presente paragrafo, sono considerate le remunerazioni complessive di tutti i componenti dei Consigli, di Amministrazione e di Sorveglianza, e dei principali responsabili della gestione (per semplicità qui definiti come CEO – *Chief Executive Officer*) che siedano o meno in Consiglio. In totale, sono presi in considerazione: 98 CEO, 167 Amministratori esecutivi e 971 Consiglieri non esecutivi.

Prima di analizzare la distribuzione complessiva delle remunerazioni, occorre una doverosa premessa. Come già anticipato nella nota metodologica, le eventuali indennità di fine rapporto pagate nell’esercizio sono state escluse dai compensi complessivi. Includendo anche i Dirigenti strategici (non Consiglieri), nel 2012 sono state corrisposte indennità di fine rapporto in almeno 17 casi, per un totale di € 63,4 milioni. Non sono comprese in questo calcolo le indennità riconosciute ai Dirigenti una volta nominati Amministratori Delegati della società stessa (sono i casi, ad esempio, di Banca Popolare dell’Emilia Romagna e di Erg, i cui Direttori Generali, rispettivamente Luigi Odorici e Luca Bettone, hanno rispettivamente ricevuto un’indennità di € 300.000 e € 280.000 alla nomina ad Amministratore Delegato).

Già nel 2009, la Commissione Europea ha sentito l’esigenza di moderare le indennità, raccomandando una loro definizione più stringente: “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 componente non variabile della retribuzione o del suo

equivalente”. Inoltre, nessuna indennità dovrebbe essere versata “se il recesso è dovuto a prestazioni inadeguate o se un amministratore decide autonomamente di dimettersi”⁴. Come si può notare dalla tabella che segue, in diversi casi le raccomandazioni emesse dall’Unione Europea, ormai 4 anni fa, risultano tuttora disattese.

Indennità di fine rapporto corrisposte nel 2012

Dirigente – Società	Carica	Indennità ricevuta	Numero annualità di compenso fisso equivalente
Perissinotto – Generali	A.D. e Direttore Generale	10.657.387	5,7
Bolzonello – Geox	Amministratore Delegato	9.616.920	7,8
Rubegni – Impregilo	Amministratore Delegato	6.091.151	4,9
Gori – Pirelli	Direttore Generale	5.900.000	4,1
Luciani – Telecom Italia	Presidente TIM Partecipacoes	4.400.000	2,3
Peluso – Fondiaria Sai	Direttore Generale	3.830.348	2,5
Tali – Saipem	Amministratore Delegato	3.815.000	4,3
Perricone – RCS	A.D. e Direttore Generale	3.358.000	3,3
Briglia – Mondadori	Chief Content Officer	3.037.431	4,5
Morelli – Intesa Sanpaolo	Direttore Generale	2.850.000	2,3
Guha – UniCredit	Chief Risk Officer	2.515.000	3,2
Chiesa – Banca Popolare Milano	Direttore Generale	2.403.508	2,3
Girelli – Banca Generali	Amministratore Delegato	2.021.956	3,0
Dacci – Banco Desio e Brianza	Amministratore Delegato	1.275.832	1,7
Cavallini – Interpump	Presidente Esecutivo	960.000	0,9
Benuzzi – CIR	Direttore Generale	475.000	1,3
Vitali – Brunello Cucinelli	Amministratore Esecutivo	150.000	0,6

Nonostante l’entità di alcuni degli importi riportati nella tabella, il livello di *compliance* con le raccomandazioni europee risulta comunque in netto miglioramento rispetto all’anno passato, in quanto il riferimento ad accordi preventivi, in caso di cessazione, è stato eliminato da diverse Relazioni. Probabilmente questo è uno degli effetti positivi derivanti dall’introduzione della

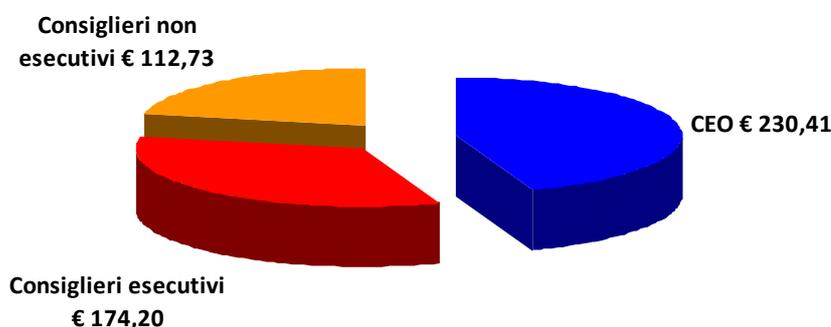
⁴ Raccomandazione 2009/385/CE, del 30 aprile 2009, che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate, art. 3.5.

consultazione assembleare sulle Relazioni, che, seppure spesso non vincolante, obbliga di fatto la società a confrontarsi con il mercato, che giudica anche in base alle migliori pratiche internazionali.

Un ulteriore elemento che però emerge dall'analisi delle risoluzioni pagate nel 2012, è la scarsa validità di un'eventuale previsione che definisca l'indennità unicamente in relazione con il salario base. Attraverso una rigida applicazione di tale metro di valutazione da parte degli analisti, si rischierebbe infatti di giudicare positivamente "buonuscite" anche di importo oggettivamente eccessivo, solo perché collegati a compensi fissi di per sé fuori mercato (è il caso, ad esempio, dell'indennità di € 10 milioni corrisposta nel 2011 all'ex-Amministratore Delegato di Fondiaria-Sai, il cui compenso base raggiungeva però la ragguardevole cifra di € 5 milioni). Al contempo, attraverso il semplice rapporto risoluzioni/salario, verrebbero penalizzate quelle politiche che si basano principalmente sui sistemi di incentivazione, favorendone un indebito innalzamento dei compensi base. Come per ogni componente delle remunerazioni, ma più in generale per ogni aspetto della governance, anche per le indennità di fine rapporto qualsiasi valutazione non dovrebbe mai prescindere dal considerare le specificità della singola azienda, del settore e del mercato di riferimento.

Escludendo le indennità di fine rapporto, i Consiglieri ed i CEO delle principali 98 società italiane hanno ricevuto compensi complessivi per € 517,35 milioni nell'esercizio 2012, così distribuiti:

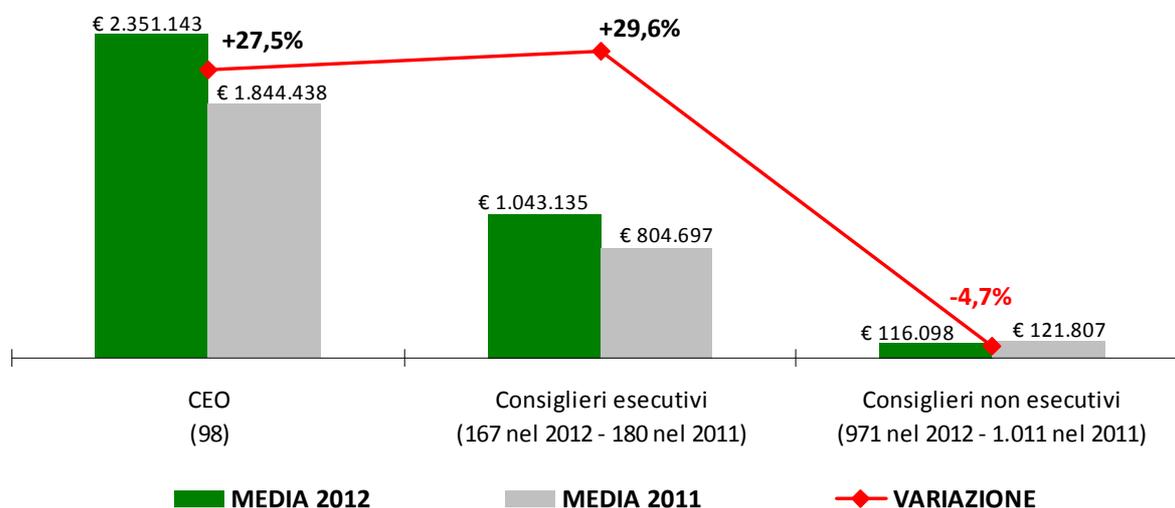
Compensi complessivi maturati nel 2012 (€ milioni)



La cifra complessiva risulta del 15,3% superiore a quanto corrisposto nell'esercizio precedente (€ 448,77 milioni). Tale discrepanza è da attribuire principalmente agli Amministratori

esecutivi ed ai CEO, che hanno visto crescere i propri introiti medi rispettivamente del 27,5% e del 29,6%, mentre il compenso dei colleghi non esecutivi si è mediamente ridotto del 4,7%.

Variazione compensi medi per categoria



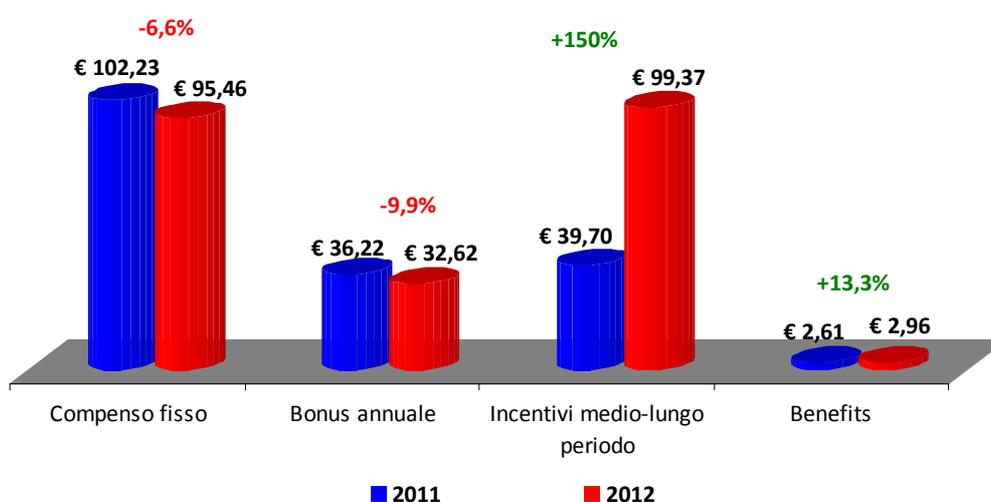
Il grafico che precede, che riporta tra parentesi il numero di Consiglieri in ciascun esercizio, evidenzia che la loro riduzione (13 in meno, o -7,2%) non ha portato ad un risparmio di costo per gli emittenti, che hanno complessivamente corrisposto a tali esponenti aziendali € 172,2 milioni nel 2012, contro i € 144,9 milioni del 2011 (sempre escludendo le indennità di fine rapporto).

Il sostanzioso incremento dei compensi complessivi, pari a circa € 68,6 milioni, è dovuto principalmente agli incentivi di medio e lungo periodo maturati nel corso del 2012. In particolare, tra l'esercizio di stock options, le azioni gratuite assegnate e gli incentivi monetari di lungo periodo, i CEO hanno guadagnato € 59,7 milioni in più rispetto al 2011 (€ 99,4 milioni contro € 39,7 milioni), mentre il ricavo aggiuntivo per gli altri esecutivi è stato pari € 38,5 milioni (€ 52,7 milioni contro € 14,3 milioni).

1.2. I compensi dei CEO

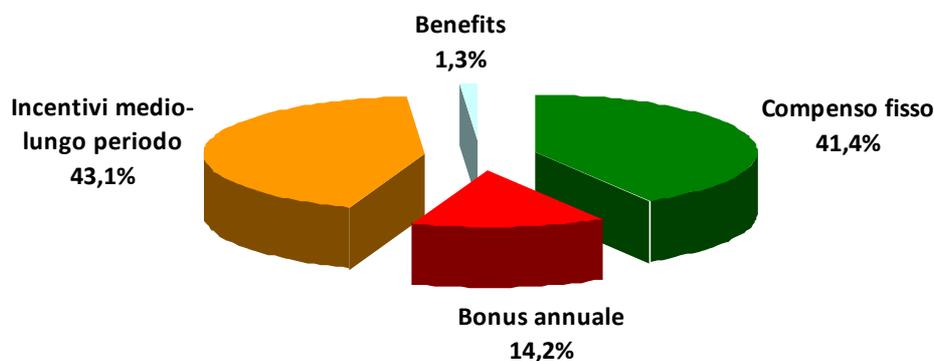
Focalizzando l'attenzione sui principali responsabili della gestione, i CEO, l'impatto degli incentivi di medio-lungo termine sui compensi totali risulta particolarmente evidente. Di contro, i compensi fissi ed i bonus annuali (corrisposti sulla base dei risultati realizzati nel 2011) risultano in moderato calo (rispettivamente del 7% e del 10%).

Variatione dei compensi dei CEO maturati nel 2012 (€ milioni)



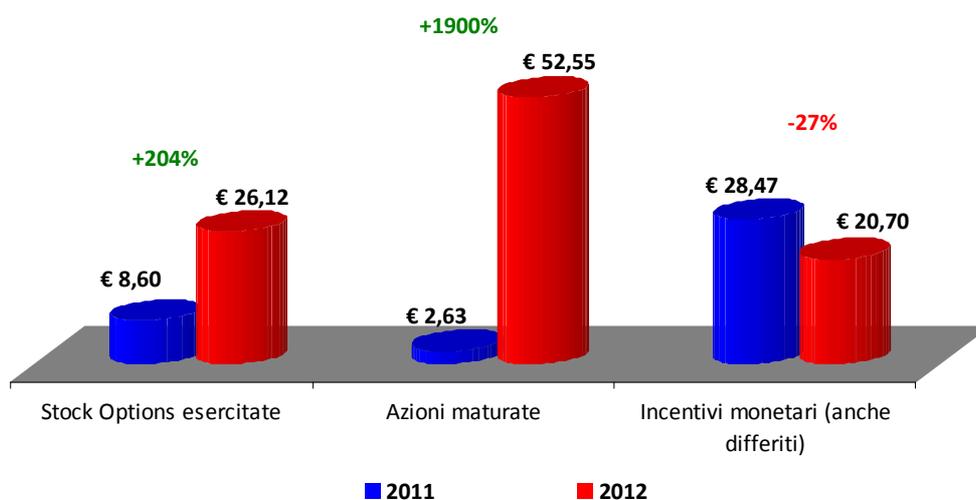
Mediamente, il compenso maturato nel 2012 da ciascuno dei 98 CEO analizzati ha raggiunto € 2.351.144, di cui il 41% derivante dal compenso fisso (€ 974.081), il 14% dai bonus annuali (€ 332.896), il 43% dagli incentivi di medio-lungo termine (€ 1.013.989) e l'1% dai benefici non monetari (€ 30.178).

Composizione dei compensi medi maturati nel 2012 per i CEO



Come si è già sottolineato, gli incentivi di medio-lungo periodo maturati nel 2012 hanno inciso in maniera preponderante sulle dinamiche retributive, quasi raddoppiando il proprio peso sulle remunerazioni, pari al 22% nel 2011 (nello stesso anno, il fisso rappresentava il 57% ed i bonus il 20% dei compensi totali). In particolare, nell'ultimo esercizio si è assistito ad un'impennata dei compensi assegnati sotto forma di strumenti finanziari (stock options ed azioni gratuite), dai quali i CEO delle 98 maggiori società italiane hanno ricavato € 78,7 milioni in totale, per un significativo +600,5% rispetto al 2011 (quando i CEO hanno ricavato complessivamente € 11,2 milioni dall'esercizio delle stock options e dall'assegnazione di azioni). Di contro, gli incentivi monetari, annuali o di lungo periodo (legati ai risultati conseguiti in anni passati o derivanti dal differimento di bonus annuali) sono calati del 27,3% nel 2012, attestandosi su € 20,7 milioni (contro i € 28,5 milioni del 2011).

Composizione degli incentivi maturati



I dati aggregati, così come quelli medi, non sono però sufficienti per evidenziare le sostanziali differenze che sussistono tra le politiche retributive adottate dalle singole società. Attraverso il maggior dettaglio di analisi, infatti, è possibile immediatamente risalire alle cause che hanno scatenato quest'impennata vertiginosa degli incentivi maturati, riconducibili sostanzialmente a sole 4 società:

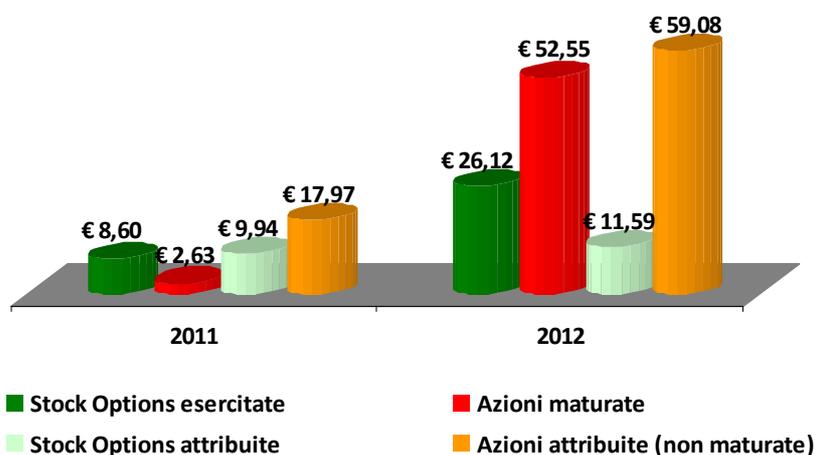
- **Fiat**, dove sono maturate le azioni gratuite per l'Amministratore Delegato Sergio Marchionne, per un valore di € 14,2 milioni;

- **Fiat Industrial**, dove sempre il Presidente Marchionne, considerato qui come principale responsabile della gestione (CEO), ha ricevuto azioni per un valore complessivo di € 26,5 milioni (derivanti da un piano di incentivazione Fiat, precedente alla scissione parziale);
- **Luxottica**, dove sono maturati i diritti all'assegnazione di 375.000 azioni all'A.D. Andrea Guerra, del valore complessivo di € 10 milioni (i diritti erano stati attribuiti nel 2009);
- **Yoox**, il cui CEO, Federico Marchetti, ha ottenuto un surplus di € 23,55 milioni dalla conversione delle stock options in azioni.

Al netto di questi 4 casi, gli incentivi di medio-lungo periodo maturati nelle rimanenti 94 società sarebbero risultati addirittura in calo del 34% rispetto all'esercizio 2011 (€ 25,1 milioni contro i precedenti € 38,2 milioni).

Nonostante il loro incremento sia dovuto ad un numero decisamente esiguo di emittenti, attraverso l'analisi degli incentivi attribuiti, ma non ancora maturati (definiti in precedenza come *awarded*), evidenzia un maggiore ricorso ai sistemi di incentivazione azionaria nel 2012, almeno dal punto di vista del valore: le azioni gratuite attribuite nel 2012 avevano erano valutate € 18 milioni alla data dell'attribuzione, segnando un incremento esponenziale rispetto a € 2,6 milioni del 2011; anche il *fair value* delle stock options assegnate, ma non ancora esercitabili, risulta in crescita, anche se in misura decisamente minore (€ 9,9 milioni contro € 8,6 milioni del 2011, o +15,6%).

Confronto tra gli incentivi azionari attribuiti e quelli maturati nel 2011 e nel 2012 per i CEO

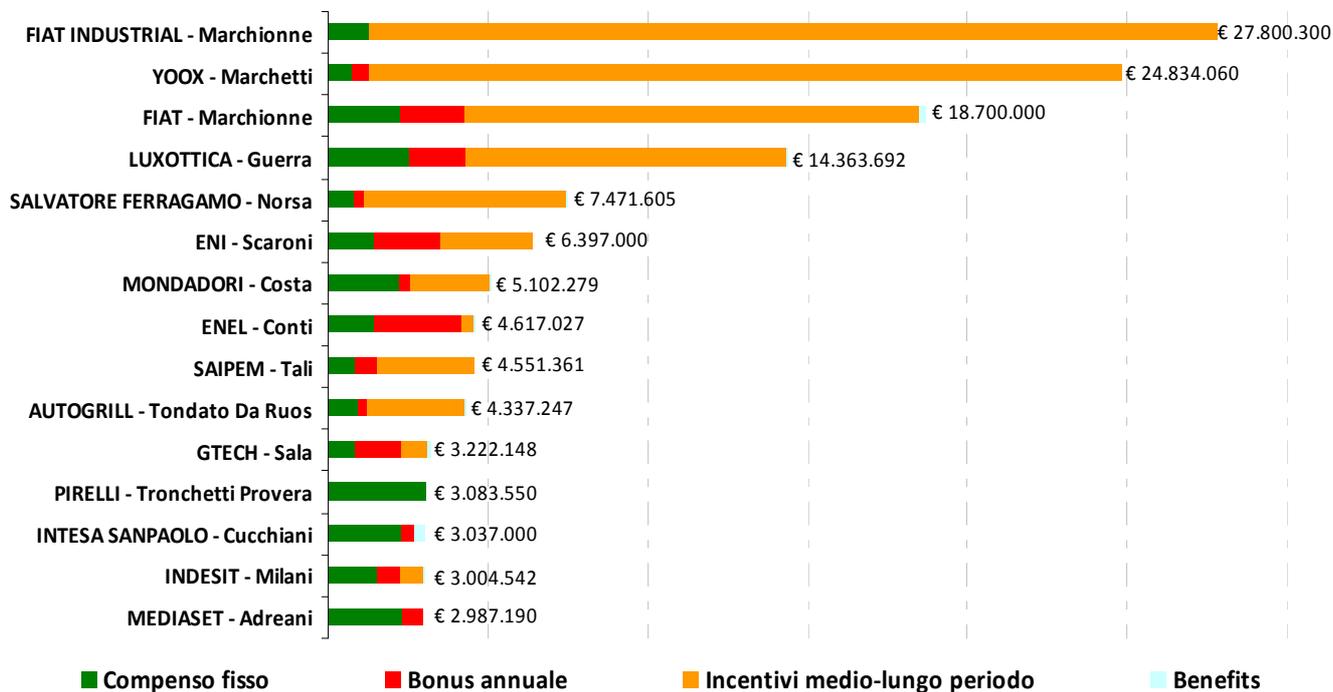


Dai dati riportati sono esclusi quei casi in cui il CEO ha rinunciato all'incentivo maturato, e che è opportuno segnalare: Pier Francesco Saviotti (Banco Popolare) non ha esercitato i diritti su 186.097 azioni, per un valore di € 382.800, Luigi Odorici (BPER) ha rinunciato a 2.156 *phantom shares* (attribuzione del valore delle azioni ad una determinata data, senza assegnazione dei titoli), Emanuele Bosio (Sogefi) non ha esercitato i diritti relativi a 99.000 *phantom shares*.

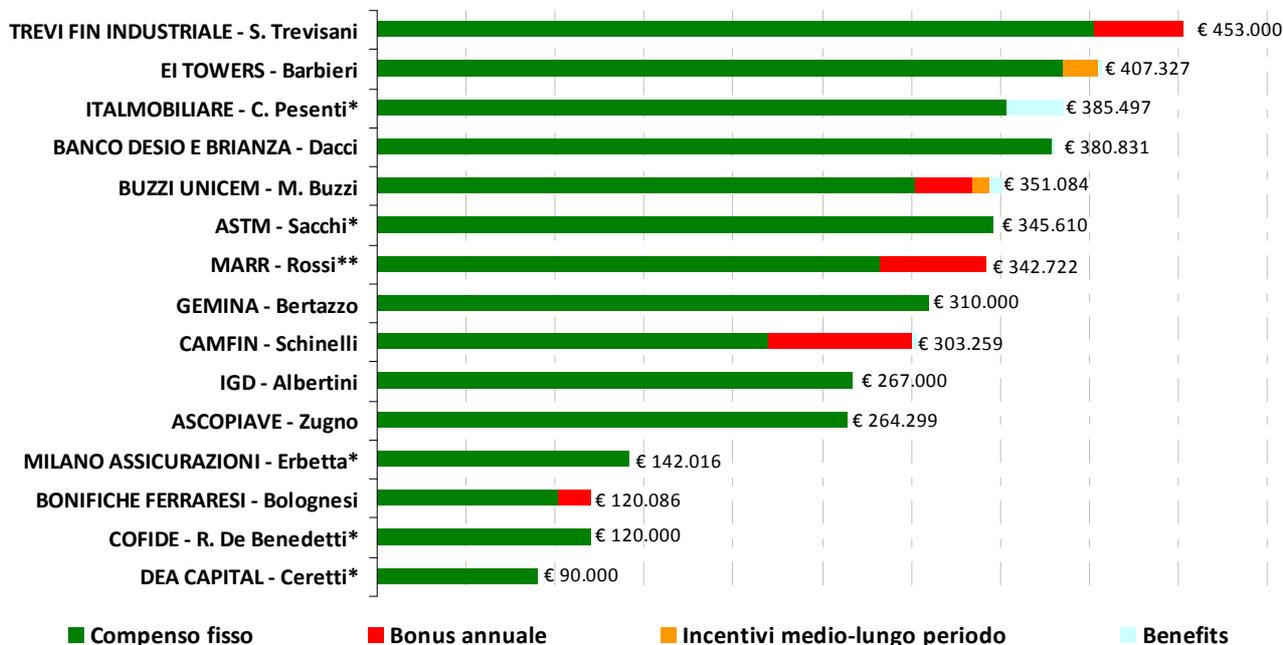
L'incremento nel valore degli incentivi finanziari è ovviamente dovuto anche alle migliori performance dei mercati finanziari nel 2012, quando mediamente il valore dei titoli azionari delle 98 società analizzate è aumentato del 15,3%. In effetti, analizzando i piani di incentivazione per numero e non per valore, si scopre che le società italiane che fanno ricorso allo strumento finanziario sono sempre meno, evidenziando quindi un trend del tutto opposto a quanto segnalato in precedenza. L'abbandono di tale pratica è stato particolarmente accentuato negli anni 2008 e 2009, quando pressoché tutte le società partecipate dallo Stato hanno rinunciato ai piani di incentivazione finanziari. I dati relativi al confronto con l'estero (che saranno analizzati in maggiore dettaglio nel prosieguo dell'analisi, al paragrafo 6.1) confermano la particolare predilezione degli emittenti italiani verso gli incentivi monetari: il *cash* ha rappresentato l'unico strumento di incentivazione per oltre un quinto delle 38 società italiane a maggiore capitalizzazione, contro solo il 5% riscontrato in altri mercati europei.

Come già accennato in precedenza, gli importi complessivi e medi delle remunerazioni non evidenziano le forti differenze riscontrabili tra le singole realtà. Se alcuni CEO hanno realizzato nel 2012 oltre € 10 milioni, grazie soprattutto ad azioni gratuite e stock options esercitate, altri si sono dovuti accontentare, se così si può dire, di importi di oltre 40 volte inferiori. Prendendo sempre come riferimento i compensi maturati, e quindi entrati nella disponibilità del beneficiario, i grafici seguenti evidenziano le enormi differenze che possono sussistere tra i compensi dei massimi dirigenti delle singole società quotate italiane.

Composizione dei 15 compensi più elevati, maturati nel 2012



Composizione dei 15 compensi meno elevati, maturati nel 2012



I compensi dei CEO segnalati con un asterisco non includono quanto corrisposto da società controllate o collegate, che siano anch'esse ricomprese tra i 98 emittenti oggetto dell'analisi: Carlo Pesenti (Italmobiliare) ha ricevuto ulteriori € 1.832.500 da Italcementi (di cui € 1.245.000 fisso e €

587.500 variabile), Alberto Sacchi (ASTM) ha ricevuto ulteriori € 324.000 da SIAS, Emanuele Erbetta (Milano Assicurazioni) ulteriori € 1.824.780 da Fondiaria Sai, Rodolfo De Benedetti (Cofide) ulteriori € 1.488.233 da CIR e Paolo Ceretti (Dea Capital) ha beneficiato di una retribuzione anche dalla controllante non quotata De Agostini SpA (non riportata nella Relazione pubblicata dalla società).

Il compenso dell'Amministratore Delegato di Marr, Pierpaolo Rossi, segnalato nel grafico con due asterischi, è relativo ai 6 mesi di carica, dal 1 luglio al 31 dicembre 2012, mentre il Presidente del CdA, Ugo Ravanelli, ha ricevuto € 349.933 per il semestre precedente in cui ha svolto anche il ruolo di A.D..

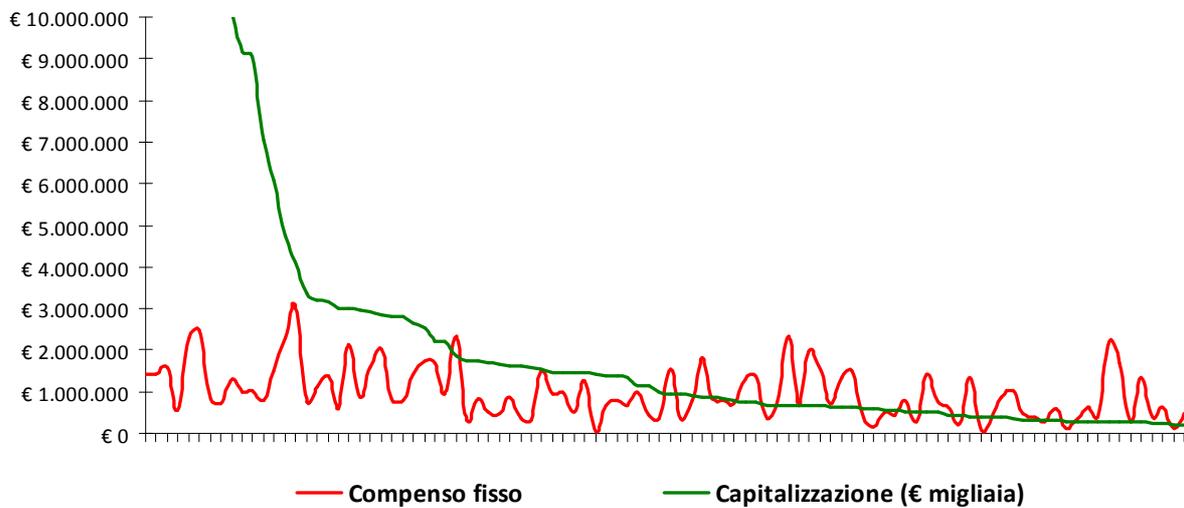
Dato che lo scopo dell'analisi è verificare le politiche retributive delle principali società quotate, indipendentemente dall'individuo beneficiario, non si è provveduto a sommare i compensi ricevuti per incarichi ricoperti in diverse realtà. Non si può negare, però, che alcuni dei compensi segnalati come più bassi siano il risultato della combinazione di più politiche, che evidentemente privilegiano l'incarico presso la controllante o la principale società operativa del gruppo.

Ad ogni modo, i due grafici precedenti, oltre ad evidenziare ancora una volta la rilevanza dei sistemi di incentivazione, mostrano come non vi sia necessariamente una correlazione positiva tra le dimensioni dell'emittente ed i compensi attribuiti. Tra le 15 remunerazioni più elevate, infatti, ben il 20% sono relative a società di media capitalizzazione (Yoox, Mondadori ed Indesit). Tale percentuale aumenta fino al 43% (13) se consideriamo le 30 società con i compensi più elevati⁵. Di contro, 5 sui 30 compensi meno elevati sono relativi a società del FTSE MIB. Contrariamente a quanto visto in precedenza, al netto delle stock options esercitate in Yoox, tale assenza di correlazione tra compensi e dimensioni è da ricercare principalmente nell'ammontare dei compensi fissi, piuttosto che negli incentivi maturati. Il grafico seguente riporta l'andamento dei compensi fissi al decrescere della capitalizzazione ordinaria di Borsa (al 31 dicembre 2012)⁶.

⁵ Fondiaria Sai è stata qui inserita tra le società a media capitalizzazione, non essendo ancora parte del principale indice di Borsa nell'esercizio 2012, cui le remunerazioni si riferiscono.

⁶ Per una maggiore chiarezza grafica, si è limitata la scala delle capitalizzazioni a € 10 miliardi, cifra che al 31 dicembre 2012 era superata da: Fiat Industrial (€ 10,1 miliardi), Snam (€ 11,9 miliardi), Saipem (€ 13 miliardi), Luxottica (€ 14,7 miliardi), Intesa Sanpaolo (€ 20,2 miliardi), Generali (€ 21,4 miliardi), UniCredit (€ 21,5 miliardi), Enel (€ 29,5 miliardi) ed Eni (€ 66,7 miliardi).

Correlazione compensi fissi – capitalizzazione ordinaria (al 31 dicembre 2012)



L'assenza di correlazione tra dimensioni e compensi fissi appare evidente dall'andamento del tutto irregolare della linea dei compensi: l'emolumento medio dei CEO di Mondadori, Premafin e Cementir (rispettivamente 91^a, 92^a e 94^a per capitalizzazione ordinaria a fine anno) è superiore alla media di Eni, Enel ed UniCredit (le prime tre). Il compenso fisso di ben 17 sulle 60 società a media capitalizzazione (il 28%) supera la media complessiva di € 974.081. Come si vedrà in dettaglio nel confronto con l'estero, su un campione di 125 società europee, costruito rispecchiando la distribuzione settoriale degli emittenti italiani ma di capitalizzazione media notevolmente superiore (circa € 23 miliardi, contro € 680 milioni per le *mid-cap* italiane), il 45% dei compensi fissi 2012 sono inferiori a tale soglia.

Di seguito sono riportati i 18 salari più elevati, superiori a € 1,5 milioni, corrisposti nel 2012 ai CEO italiani.

I compensi fissi più elevati nel 2012 (> € 1,5 milioni)

Società – CEO	Indice di riferimento	Compensi fissi	Capitalizzazione ordinaria (€ milioni al 31/12/12)
Pirelli – Tronchetti Provera	FTSE MIB	€ 3.077.554	€ 4.117,5
Luxottica – Guerra	FTSE MIB	€ 2.509.568	€ 14.731,2
Mediaset – Adreani	FTSE MIB	€ 2.327.794	€ 1.838,0
Unipol – Cimbri	FTSE Italia Mid Cap	€ 2.319.192	€ 674,9
Fiat – Marchionne	FTSE MIB	€ 2.300.000	€ 4.739,0
Intesa Sanpaolo - Cucchiani	FTSE MIB	€ 2.300.000	€ 20.151,7
Mondadori – Costa	FTSE Italia Mid Cap	€ 2.217.384	€ 276,5
Mediobanca – Nagel	FTSE MIB	€ 2.117.688	€ 2.991,6
Exor – Elkann	FTSE MIB	€ 2.000.000	€ 2.857,5
Cattolica Ass. – Mazzucchelli	FTSE Italia Mid Cap	€ 1.966.668	€ 663,3
Fondiaria Sai – Erbetta	FTSE Italia Mid Cap	€ 1.809.309	€ 873,6
Finmeccanica – Orsi	FTSE MIB	€ 1.740.000	€ 2.516,1
Banco Popolare – Saviotti	FTSE MIB	€ 1.700.000	€ 2.218,8
Premafin – G. Ligresti	FTSE Italia Mid Cap	€ 1.692.254	€ 273,7
UniCredit – Ghizzoni	FTSE MIB	€ 1.591.338	€ 21.454,8
Tod's – D. Della Valle	FTSE MIB	€ 1.570.945	€ 2.927,8
Indesit – Milani	FTSE Italia Mid Cap	€ 1.560.089	€ 657,0
Saras – M. Moratti	FTSE Italia Mid Cap	€ 1.536.000	€ 941,5

1.3. Le remunerazioni in base alla capitalizzazione di Borsa

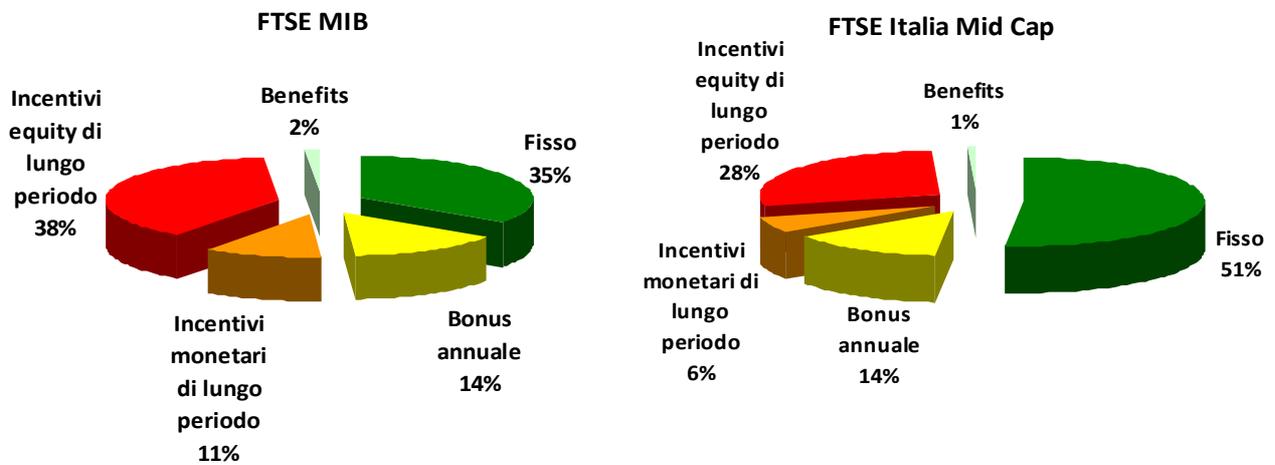
Prendendo in considerazione i compensi complessivamente maturati, il “costo” medio dei CEO italiani è stato pari allo 0,20% della capitalizzazione ordinaria di Borsa, con punte del 3,63% in Yoox e dell’1,85% in Mondadori. Ovviamente, riducendosi notevolmente il denominatore del rapporto, quasi tutte le 20 società in cui i compensi dei CEO pesano di più hanno una capitalizzazione medio-bassa, con l’eccezione della sola Fiat (e di Fiat Industrial che si classifica al 21° posto), dove i compensi maturati per l’Amministratore Delegato rappresentavano lo 0,39% del valore di mercato della società al 31 dicembre 2012.

I 20 compensi più elevati in rapporto alla capitalizzazione di Borsa (al 31 dicembre 2012)

Società – CEO	Indice di riferimento	Peso dei compensi totali maturati sulla capitalizzazione
Yoox – Marchetti	FTSE Italia Mid Cap	3,63%
Mondadori – Costa	FTSE Italia Mid Cap	1,85%
Cementir – F. Caltagirone	FTSE Italia Mid Cap	0,67%
Premafin – G. Ligresti	FTSE Italia Mid Cap	0,62%
Reply – T. Rizzante	FTSE Italia Mid Cap	0,46%
Indesit – Milani	FTSE Italia Mid Cap	0,46%
Safilo – Vedovotto	FTSE Italia Mid Cap	0,45%
L'Espresso – Monardini	FTSE Italia Mid Cap	0,43%
Fiat – Marchionne	FTSE MIB	0,39%
Sogefi – Ballester	FTSE Italia Mid Cap	0,38%
Falck Renewables – Manzoni	FTSE Italia Mid Cap	0,36%
Unipol – Cimbri	FTSE Italia Mid Cap	0,35%
IMA – A. Vacchi	FTSE Italia Mid Cap	0,34%
Engineering – Pandozy	FTSE Italia Mid Cap	0,33%
Cattolica Assicurazioni – Mazzucchelli	FTSE Italia Mid Cap	0,32%
Interpump – Montipò	FTSE Italia Mid Cap	0,31%
Astaldi – Cerri	FTSE Italia Mid Cap	0,30%
Banca IFIS – Bossi	FTSE Italia Mid Cap	0,28%
Vittoria Assicurazioni – Guarena	FTSE Italia Mid Cap	0,28%
Credito Valtellinese – Fiordi	FTSE Italia Mid Cap	0,28%

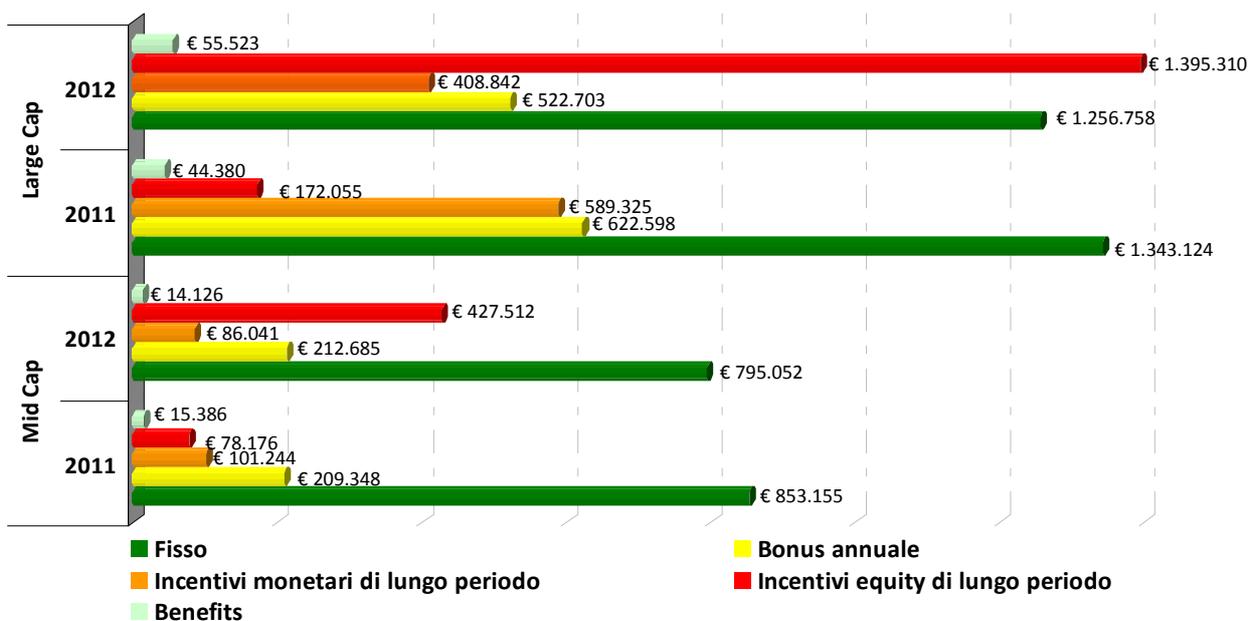
Dai dati riportati in precedenza, sembrerebbe esserci poca differenza tra i compensi riconosciuti nelle società a larga capitalizzazione rispetto a quelle di dimensioni minori. Guardando però ai valori medi nei due indici ed alla struttura delle retribuzioni, emergono differenze anche sostanziali. I compensi totali maturati per i CEO delle 38 società a maggiore capitalizzazione hanno raggiunto € 3.639.135 nel 2012 (+31,3% rispetto a € 2.771.482 del 2011), pari ad oltre il doppio di quanto mediamente ricevuto dai CEO delle società minori: € 1.535.415 (+22,1% su € 1.257.310 del 2011). Inoltre, se nel FTSE MIB le componenti variabili sono predominanti (64% del totale, di cui 14% per il breve e 50% per il lungo periodo), nelle società a media capitalizzazione il 52% dei compensi è rappresentato dal fisso, grazie anche alla notevole riduzione degli incentivi di lungo periodo (pari mediamente al 33% dei compensi, mentre i bonus annuali si attestano anche qui al 14% del totale).

Struttura retributiva media per i CEO nel 2012: FTSE MIB vs. FTSE Italia Mid Cap



Nel grafico seguente, gli incentivi di lungo periodo sono stati ulteriormente scomposti in “monetari” (ovvero interamente corrisposti in contanti, derivanti da piani di lungo periodo o dal differimento dei bonus su più esercizi) ed “equity” (ovvero azioni gratuite assegnate e stock options esercitate), in modo da evidenziare ancora una volta quanto le differenze possano dipendere dalla maturazione dei diritti azionari.

Confronto compensi medi maturati per i CEO: FTSE MIB vs. FTSE Italia Mid Cap

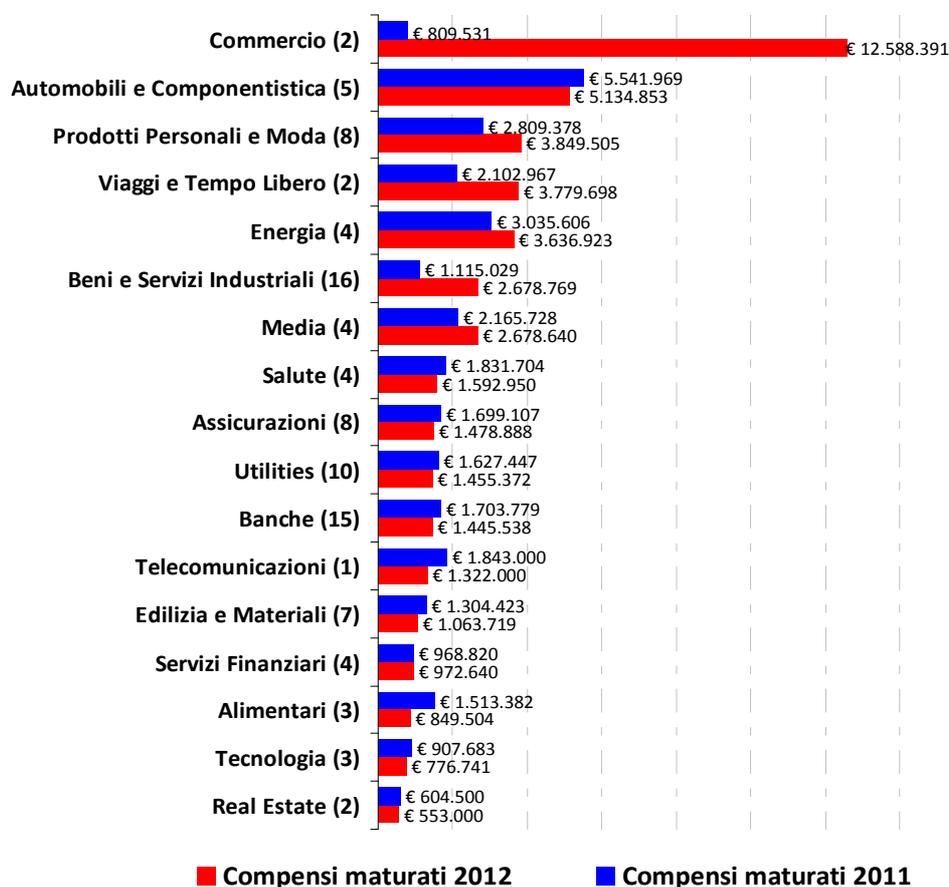


1.4. Le remunerazioni in base al settore produttivo

Al paragrafo precedente si è cercato di evidenziare le eventuali differenze tra le politiche retributive in base alle dimensioni dell'emittente, riscontrando una maggiore difformità nella struttura dei compensi variabili piuttosto che nell'importo dei compensi fissi. In questo paragrafo si tenterà di individuare se, e come, cambiano le remunerazioni dei CEO in base al settore di attività. Nell'assegnazione del settore a ciascuna società si è seguita la definizione di *Super Sector* utilizzata da Borsa Italiana.

Grazie alle stock options esercitate dal CEO di Yoox nel 2012, i compensi medi del Commercio risultano di gran lunga i più elevati (oltre € 12,5 milioni), ma proprio la straordinarietà dell'incentivo di lunghissimo periodo (le opzioni assegnate risalgono a piani in vigore sin dal 2001) rende poco attendibile tale speciale classifica. L'aumento esponenziale dei compensi maturati nelle aziende del Commercio, rispetto al 2011, evidenzia ancora più chiaramente il loro carattere di eccezionalità.

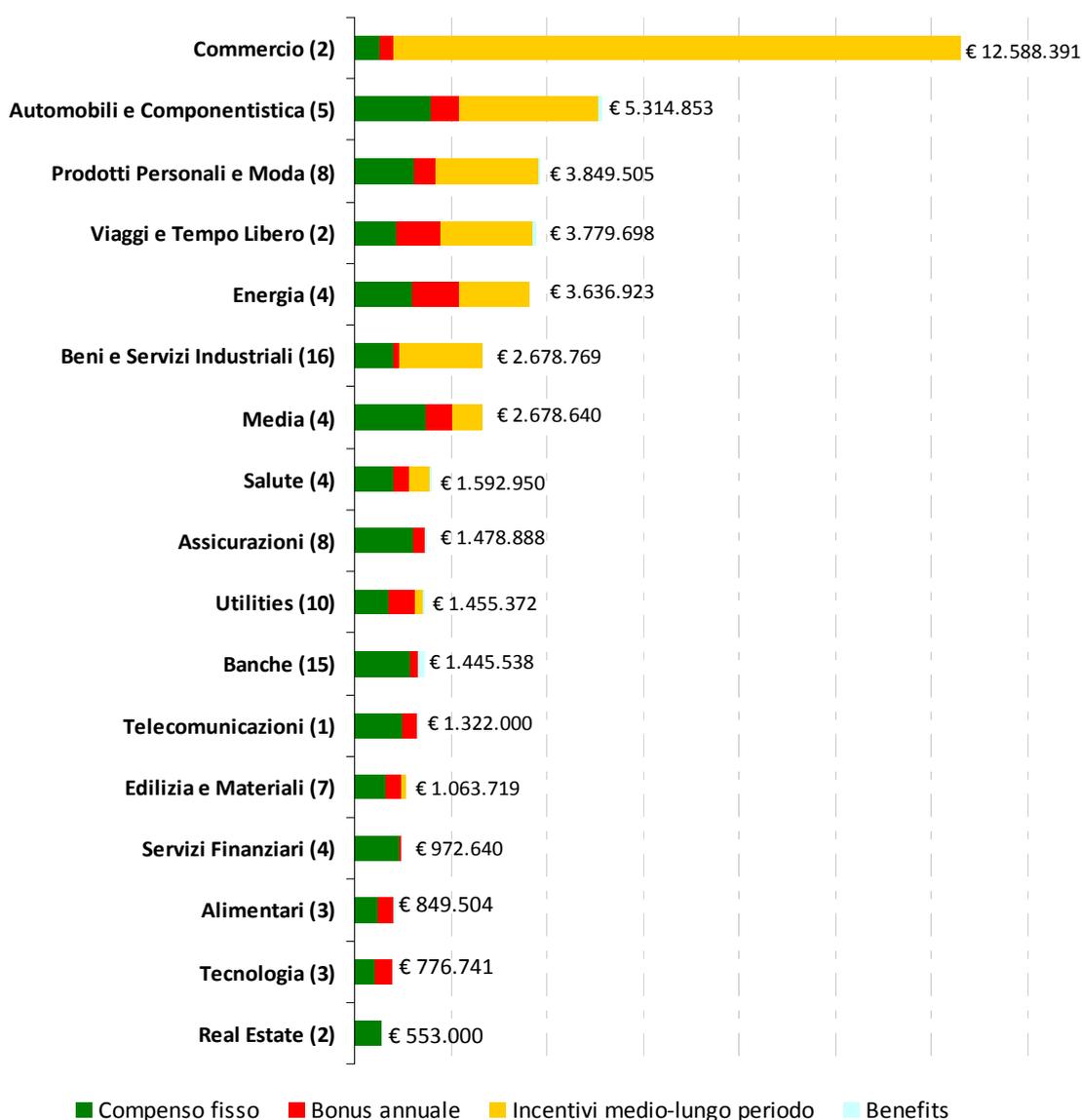
Compensi medi maturati per settore produttivo (numero di emittenti): 2012 vs. 2011



L'impressionante incremento dei compensi riscontrato nel Commercio (+1455%) non si è verificato in nessun altro settore: la variazione media negli altri settori si limita a +8%, con un picco nelle aziende operanti nei Beni e Servizi Industriali (+140%, grazie soprattutto alle azioni gratuite maturate per il Presidente esecutivo di Fiat Industrial) ed in quelle appartenenti a Viaggi e Tempo Libero (+80%), mentre il calo più marcato si è verificato nell'Alimentare, -44% rispetto al 2011.

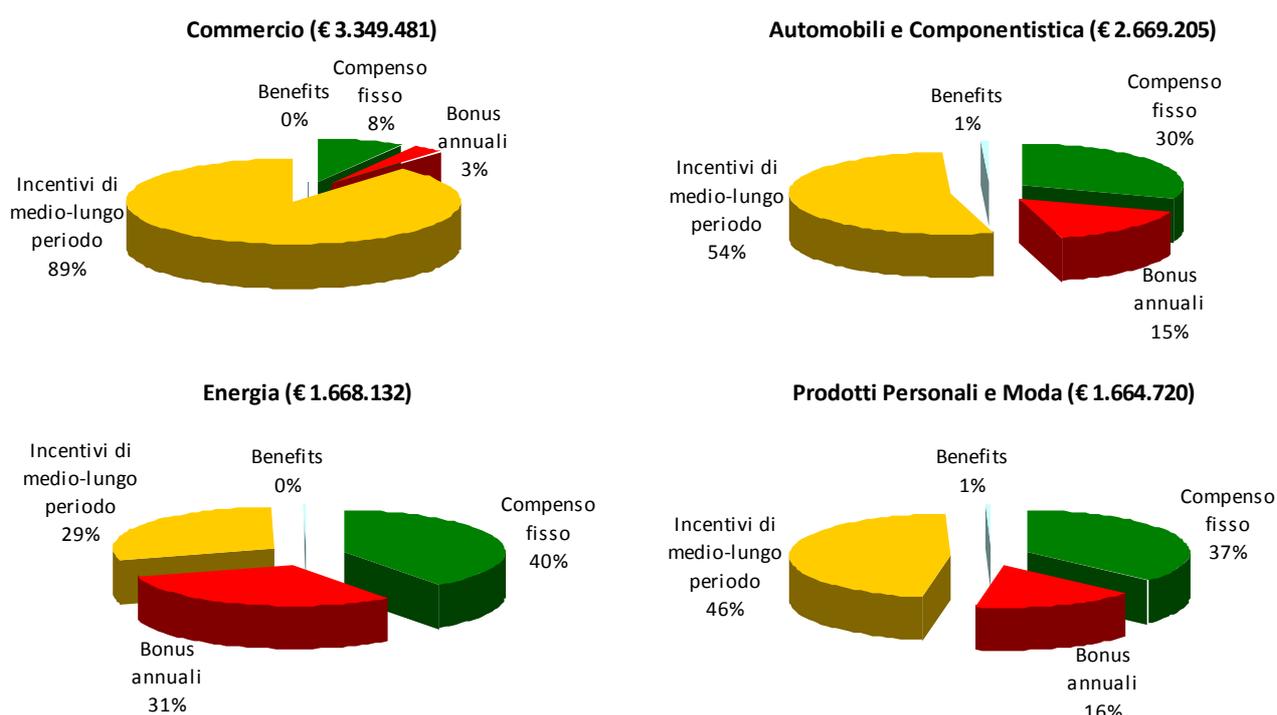
Come ampiamente prevedibile, le differenze sono dovute in maniera predominante alla maturazione o meno degli incentivi di medio-lungo periodo, ed in particolare a quelli attribuiti sotto forma di strumenti finanziari.

Struttura dei compensi medi maturati nel 2012 per settore produttivo (numero di emittenti)

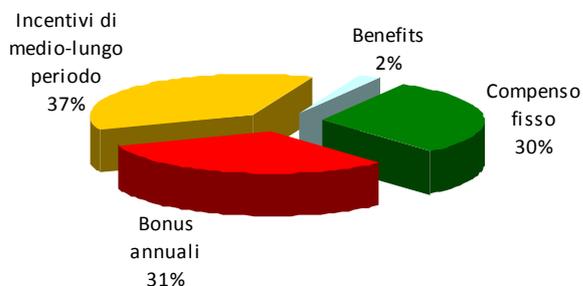


Data l'eccezionalità di alcuni incentivi maturati nel corso del 2012, sarebbe opportuno considerare la somma dei compensi ottenuti nell'arco di un periodo più ampio, per poter valutare in maniera corretta la struttura dei compensi tra i vari settori di attività. Generalmente, i piani di incentivazione dovrebbero coprire un arco temporale di 3-5 anni, per cui l'analisi dovrebbe allargarsi al totale degli incentivi maturati almeno negli ultimi 3 anni: 2010, 2011 e 2012. La nuova normativa, che ha introdotto la consultazione assembleare ed ha notevolmente migliorato il livello di trasparenza sulle remunerazioni, è entrata in vigore solo con la stagione assembleare 2012, per cui i primi bilanci a beneficiarne sono quelli relativi all'esercizio 2011. Per tale motivo, le remunerazioni corrisposte e maturate nell'esercizio 2010 spesso non contengono un livello di dettaglio tale da poterle confrontare con gli esercizi successivi. In particolare, non è sempre possibile verificare quale parte della componente variabile monetaria attribuita nel 2010 fosse relativa al lungo periodo, così come il valore degli strumenti finanziari effettivamente maturati. Inoltre, dal 2010 all'aprile 2013, i 98 emittenti italiani a maggiore capitalizzazione sono cambiati notevolmente, con almeno 10 nuovi ingressi ed altrettante uscite. In assenza di un adeguato livello di dettaglio, e per favorire la maggiore omogeneità nel confronto, si è preferito focalizzare questa parte dello studio sui compensi *vested* negli ultimi due esercizi (2011 e 2012), rimandando al prossimo anno l'analisi di un arco temporale più esteso.

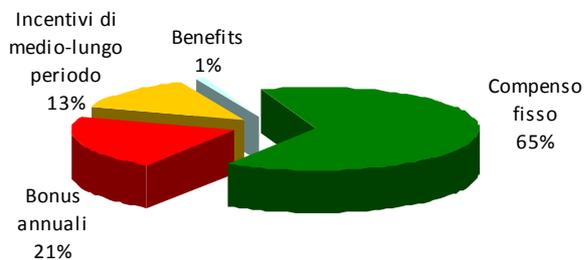
Struttura dei compensi medi annui, maturati nel biennio 2011-2012, per settore produttivo



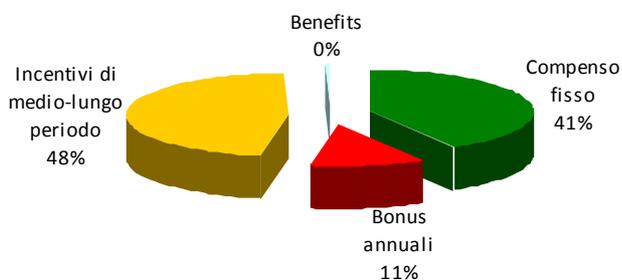
Viaggi e Tempo Libero (€ 1.470.666)



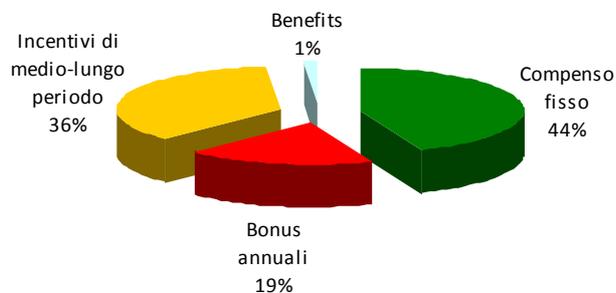
Media (€ 1.211.092)



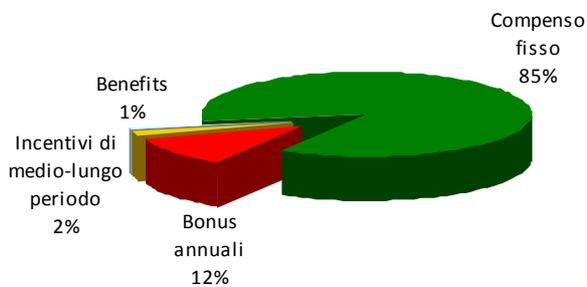
Beni e Servizi Industriali (€ 948.450)



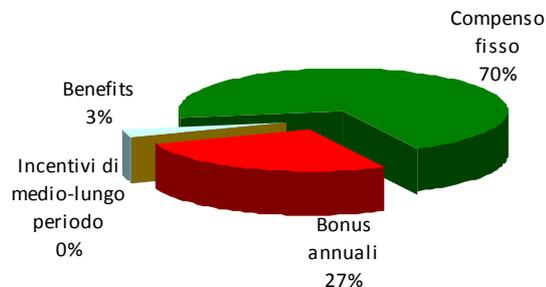
Salute (€ 856.163)



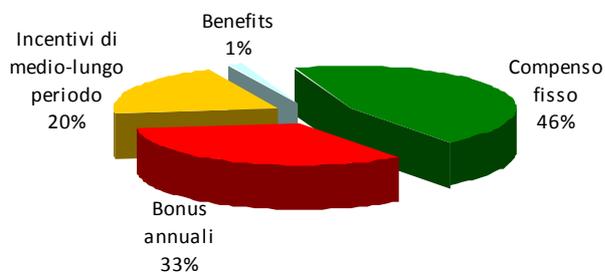
Assicurazioni (€ 840.211)



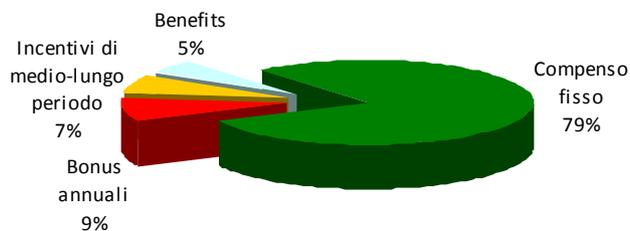
Telecomunicazioni (€ 791.250)



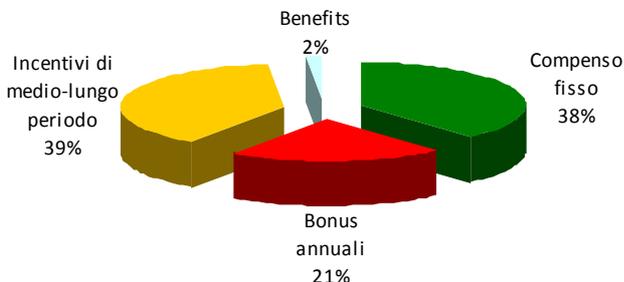
Utilities (€ 770.705)



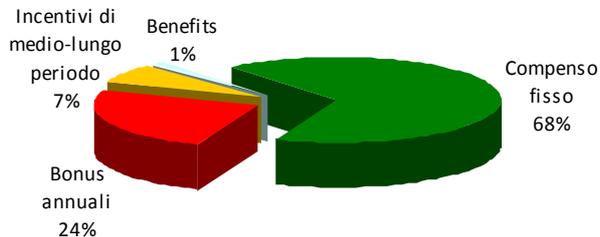
Banche (€ 768.212)



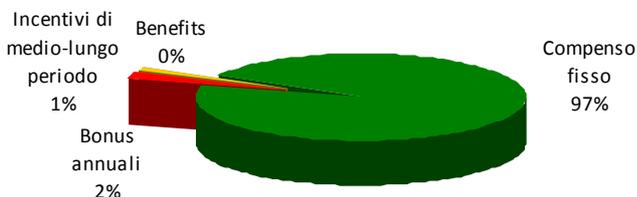
Alimentari (€ 592.971)



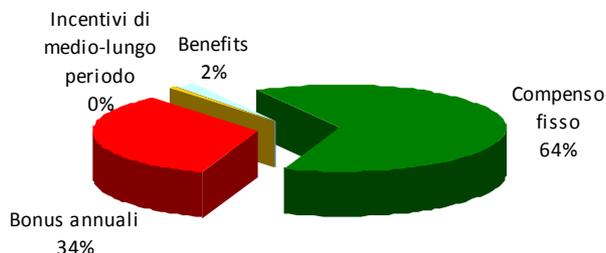
Edilizia (€ 592.035)



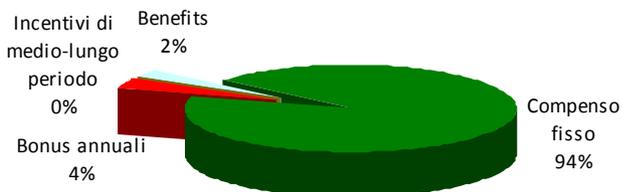
Servizi Finanziari (€ 485.365)



Tecnologia (€ 421.106)



Real Estate (€ 289.375)



I grafici precedenti, ordinati per il valore dei compensi annuali medi maturati negli ultimi due esercizi, evidenziano ancora più chiaramente le forti differenze tra i settori, che possono essere suddivisi in 3 categorie principali sulla base della relativa struttura retributiva:

- i. le aziende operanti nel Commercio, nell'Automobile, Moda, Tempo Libero, Industriali, Salute ed Alimentari fanno maggiore affidamento sulla componente variabile di lungo periodo;

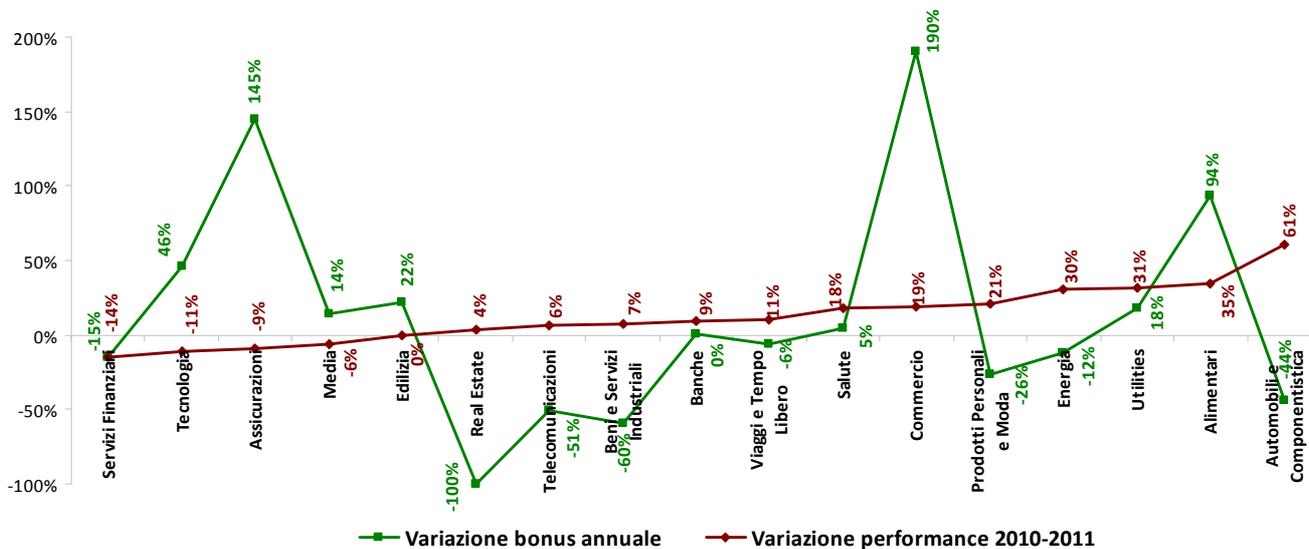
- ii. nei settori Energia, Media, Assicurazioni, Telecomunicazioni (la sola Telecom Italia), Utilities, Edilizia e Tecnologia, la componente variabile risulta maggiormente orientata al breve periodo;
- iii. Banche, Finanziarie e Real Estate sono invece i settori in cui sono maturati i minori compensi variabili negli ultimi due esercizi (le Banche, inoltre, si segnalano per l'elevato impatto dei benefici non monetari sulle remunerazioni, che pesano mediamente per il 5%, pari a circa € 81.500 annui).

Trattandosi di compensi maturati, e non di politiche (che saranno analizzate in seguito, in riferimento alle 38 società a maggiore capitalizzazione), la struttura media delle remunerazioni dovrebbe risentire fortemente delle performance realizzate nell'arco temporale di riferimento. Più in particolare, il peso dei bonus annuali dovrebbe dipendere dai risultati conseguiti nell'esercizio precedente (2011), mentre gli incentivi di medio-lungo periodo dalle performance cumulative degli ultimi 3-5 esercizi.

Come si vedrà maggiormente in dettaglio nel prosieguo dello studio, i principali criteri di performance operative utilizzati nella definizione dei piani di incentivazione, a seconda del settore di riferimento, sono: l'EBITDA (o Margine Operativo Lordo) per le aziende "industriali", il Tier 1 per le banche, il Margine di Solvibilità per le assicurazioni ed il Patrimonio Amministrato per le società fornitrici di servizi finanziari. Inoltre, il confronto con le performance non può prescindere dal valore complessivamente creato per gli azionisti (*Total Shareholder Return*, o TSR), definito come variazione del valore di mercato dell'azione più il totale dei dividendi pagati agli azionisti nell'arco temporale di riferimento.

Il grafico seguente riporta la variazione dei bonus annuali pagati nel 2012, rispetto al 2011, in rapporto alla variazione tra i due esercizi dei principali indicatori della performance operativa (EBITDA, Tier 1, Solvibilità e Patrimonio Amministrato). In pratica, si vuole verificare se e quanto sia cambiato il premio corrisposto al CEO al variare del risultato conseguito.

Variatione percentuale dei bonus annuali vs. variatione delle performance operative



Dall'andamento delle due linee tracciate nel grafico precedente, sembrerebbe non esserci alcun tipo di correlazione tra risultati conseguiti e bonus corrisposti nell'anno, almeno a livello di medie settoriali. In soli 7 settori su 17 vi è una relazione positiva tra i due indicatori: Servizi Finanziari (-15% di bonus a fronte di performance in calo del 14,5%), Edilizia (+21,8% i bonus per +0,1% di performance), Banche (+0,2% per +9,1%), Salute (+4,6% per +18,3%), Commercio (+190% per +19,5%), Utilities (+17,9% per +31,3%) ed Alimentari (+93,5% per +34,7%). Negli altri 10 settori, bonus e performance sembrano seguire strade diametralmente opposte: in tre casi i bonus medi del 2012 sono aumentati nonostante performance peggiori, mentre nei restanti 7 i bonus sono calati nonostante i risultati migliori raggiunti nell'ultimo esercizio. I due settori che si segnalano per la più ampia distanza tra bonus e performance sono: Assicurazioni, dove i bonus medi hanno fatto segnare il secondo maggiore aumento (+144,5%), nonostante il Margine di Solvibilità sia mediamente calato dell'11%, ed Automobili e Componentistica, dove i bonus medi 2012 sono sensibilmente diminuiti (-43,7%) nonostante il settore abbia realizzato le migliori performance operative in termini di EBITDA (+61%).

Lo scenario non cambia rapportando i bonus con il valore creato per gli azionisti (il *Total Shareholder Return*). Trattandosi quest'ultimo di una performance assoluta (o si è creato o si è distrutto valore) e non di una variazione, il confronto è effettuato tra l'importo medio dei bonus

corrisposti nel 2012 ed il valore creato (o distrutto, come nella maggioranza dei casi) per gli azionisti nel corso dell'esercizio precedente.

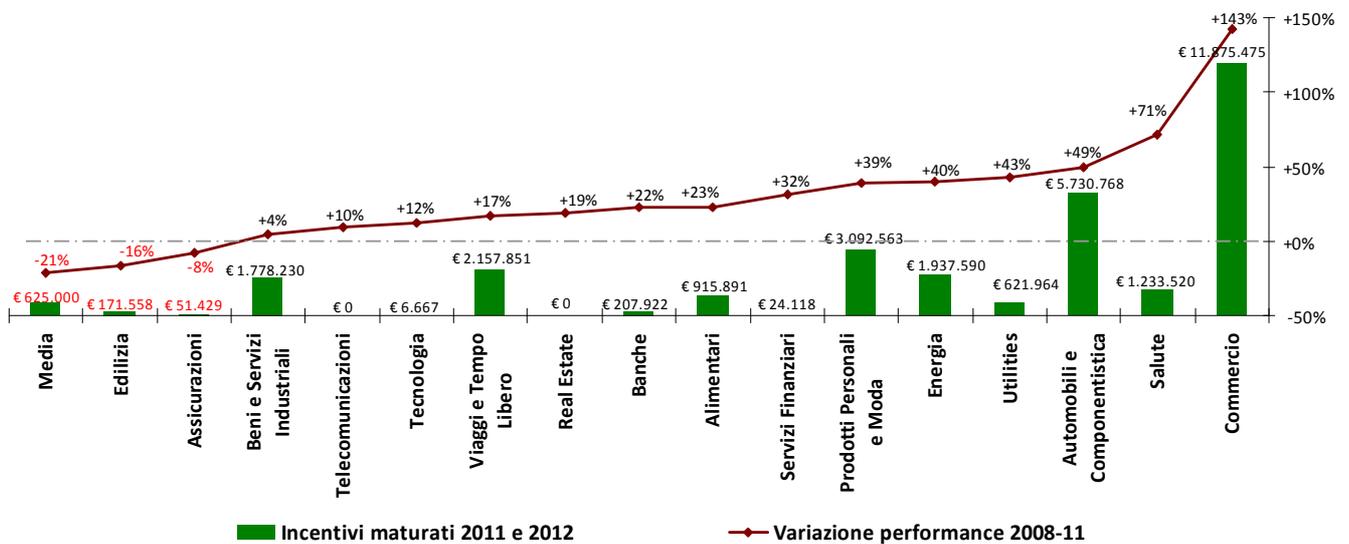
Bonus corrisposti nel 2012 vs. valore creato per gli azionisti (TSR) nel 2011



L'andamento della linea, che rappresenta il TSR medio per settore, evidenzia come in ben 16 settori su 17 l'indicatore sia stato negativo nel 2011, con la sola eccezione dei titoli tecnologici (Ei Towers, Engineering e Reply), dove peraltro i bonus non sono risultati tra i più elevati. Ciononostante, l'unico settore in cui non sono stati corrisposti bonus annuali è stato il Real Estate (Beni Stabili e IGD), dove si sono verificate le performance medie peggiori (-43,4%). Anche nelle società di Servizi Finanziari i bonus sono risultati decisamente contenuti (€ 20.090) a fronte di una performance negativa (-28,3%).

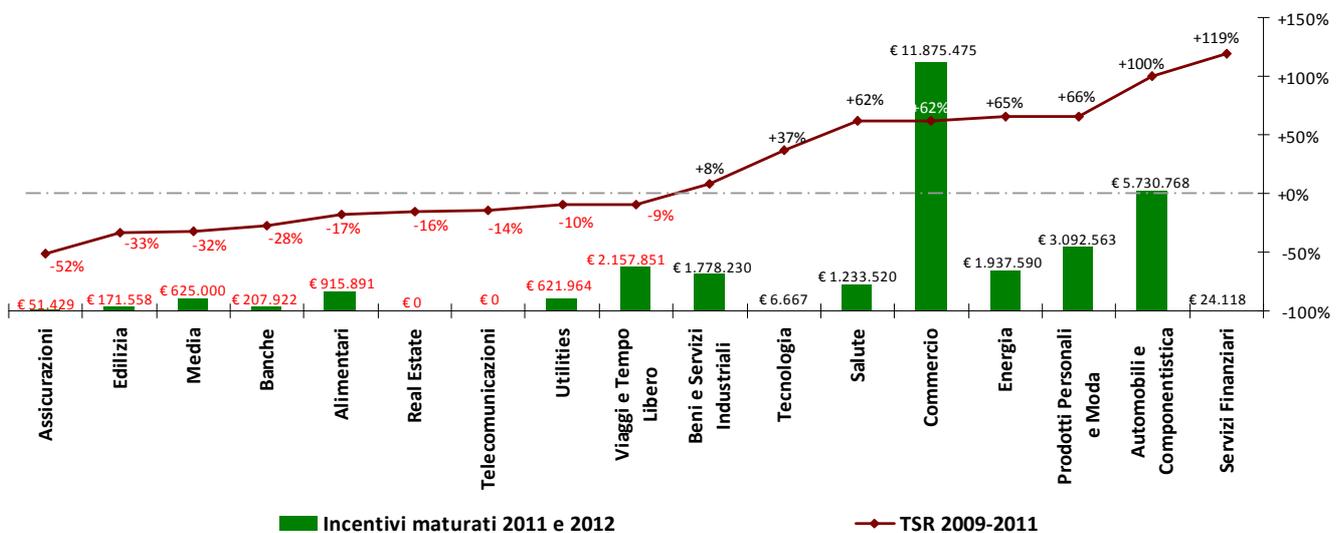
I risultati medi realizzati in ciascun settore negli ultimi 3 esercizi (dal 2009 al 2011) sono di seguito messi in relazione con gli incentivi medi maturati nel 2011 e nel 2012. Come già evidenziato, dato il minore livello di *disclosure* si è preferito non includere anche gli incentivi del 2010, al fine di mantenere un adeguato livello di omogeneità dell'analisi.

Incentivi medi maturati nel 2011 e 2012 vs. variazione delle performance operative 2008-2011



Anche in questo caso, non è evidente alcuna correlazione tra risultati conseguiti ed incentivi, almeno con riferimento ai criteri di performance maggiormente utilizzati nelle politiche di remunerazione. A differenza però dei bonus annuali, una certa relazione positiva si può riscontrare in 3 dei 4 settori dove gli incentivi di lungo termine hanno il maggior peso sulle remunerazioni complessive: Commercio, Automobili e Componentistica e Prodotti Personali e Moda.

Incentivi medi maturati nel 2011 e 2012 vs. valore creato per gli azionisti (TSR 2009-2011)



Il confronto con il TSR sembrerebbe confermare ancora una volta la mancata realizzazione dell'allineamento degli interessi dei CEO con quelli degli azionisti. In particolare, nel settore Viaggi e Tempo Libero i CEO hanno ottenuto incentivi medi pari a € 2 milioni annui, contro una perdita complessiva del 9% per gli azionisti (inclusi i rendimenti derivanti dai dividendi), mentre tra gli Alimentari il premio medio per i CEO è stato € 915.891 a fronte di una distruzione del 17% del valore per gli azionisti. Stesse considerazioni possono essere fatte per le Utilities ed i Media, ma anche per quei settori dove gli incentivi risultano relativamente bassi, o addirittura nulli, rispetto a performance positive: Servizi Finanziari e Tecnologia. Allo stesso tempo, però, in 5 settori sembrerebbe effettivamente realizzarsi un certo livello di allineamento, anche con il valore creato per gli azionisti: in Automobili e Componentistica, Prodotti Personali e Moda ed Energia gli incentivi crescono (anche se più che proporzionalmente) al crescere dei risultati, mentre in Real Estate e Telecomunicazioni gli incentivi non sono maturati a fronte di performance negative.

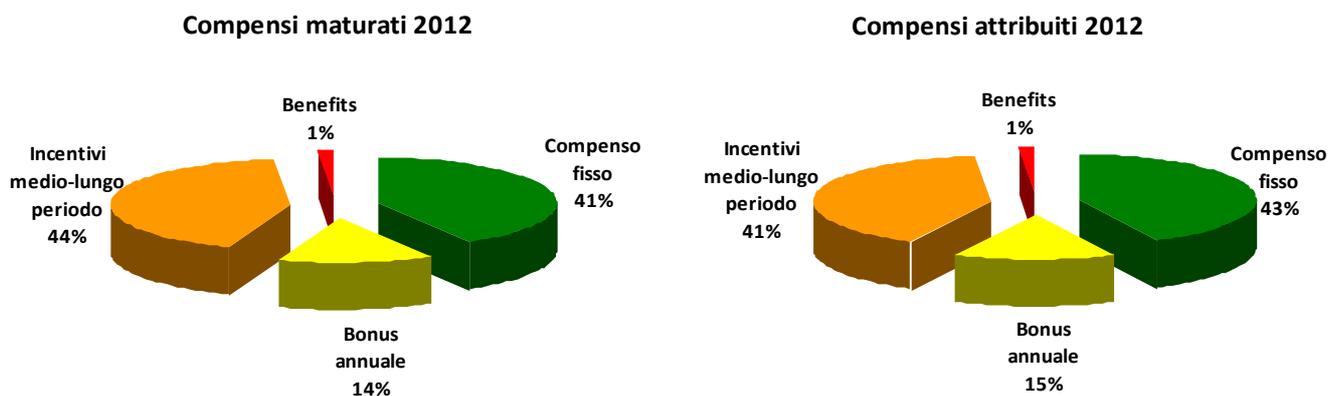
Dai dati analizzati in questo paragrafo, si potrebbe concludere che nel breve periodo non è possibile verificare alcun tipo di allineamento tra performance (operative e di mercato) e bonus riconosciuti ai CEO, che sembrano seguire un andamento alquanto casuale. Di contro, un certo grado di allineamento si realizza nel medio-lungo periodo, in particolare in quei settori che fanno maggiore ricorso ai piani di incentivazione di lungo termine. Ad ogni modo, per poter verificare in maniera puntuale se il rapporto compensi-performance sia più o meno frutto di rigide politiche retributive, occorrerà studiare nel dettaglio le strutture dei compensi delle singole società. Per tale esercizio, si rimanda al successivo capitolo 3, che focalizza l'analisi su ciascuna delle 38 società italiane a maggiore capitalizzazione.

1.5. I compensi attribuiti (ma non maturati)

Come già ricordato più volte, il risultato dell'analisi può portare a conclusioni divergenti a seconda che si considerino gli incentivi maturati (*vested*), ovvero già nella disponibilità del beneficiario, o quelli attribuiti (*awarded*), che saranno disponibili solo in un momento successivo dipendendo dai risultati futuri. Attraverso questa seconda metodologia, che dipende in maniera decisamente inferiore dai risultati passati e dal valore attuale delle azioni, è possibile valutare con maggiore precisione le politiche sulle remunerazioni dei CEO.

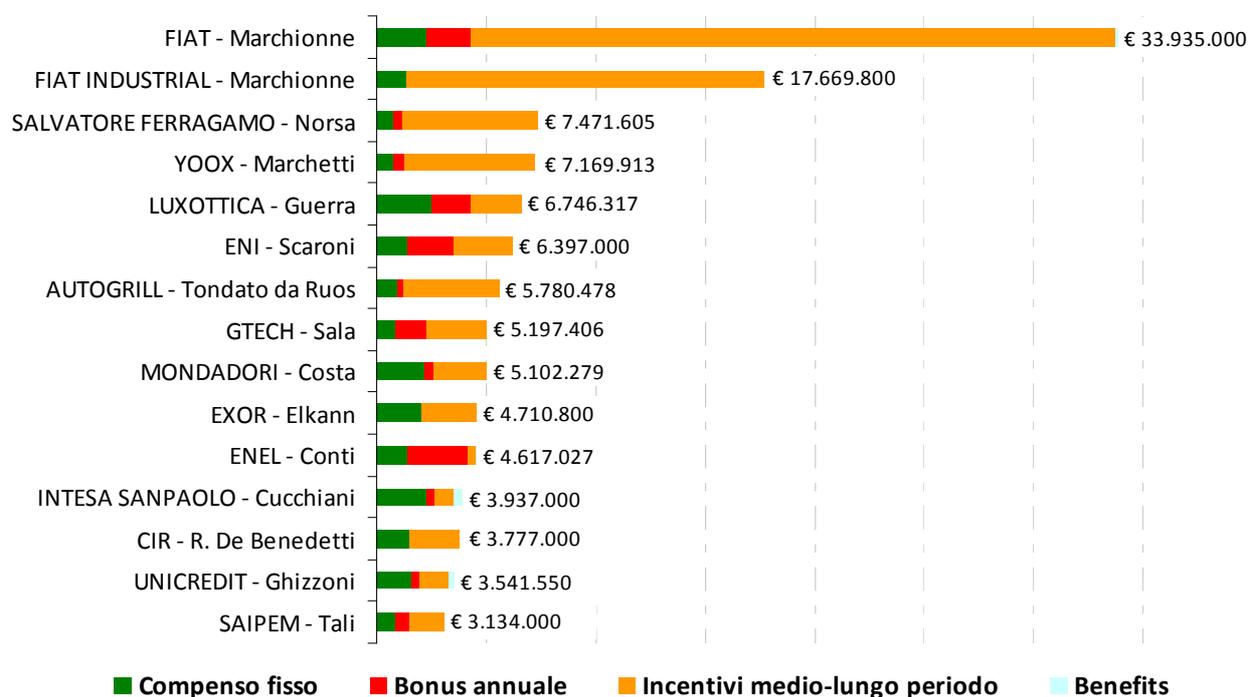
Al pari dei compensi medi maturati, anche le retribuzioni *awarded* risultano complessivamente in aumento: € 223.136.019 nel 2012 contro € 197.443.359 dell'esercizio precedente (+13%). Le remunerazioni medie sono leggermente inferiori a quanto effettivamente realizzato (€ 2.276.898 contro € 2.351.143), dato che la differente metodologia influisce solo sui piani di incentivazione azionari e su un numero ridotto di emittenti. Di conseguenza, anche la struttura media delle remunerazioni dei CEO non sembrerebbe subire profonde variazioni: il fisso peserebbe per il 43% del totale (contro il 41% del *vested*), i bonus annuali il 15% (14% *vested*), gli incentivi di lungo periodo il 41% (43% *vested*) ed i benefici non monetari l'1% con entrambe le metodologie.

Comparazione compensi maturati e attribuiti 2012



Date le differenze minime, si potrebbe concludere che l'utilizzo dell'una o dell'altra metodologia sia ininfluente. Ma se tale affermazione può essere vera nell'analisi dei dati aggregati, risulta decisamente inesatta in riferimento ai singoli casi. Se la classifica dei maggiori 15 compensi non cambia sensibilmente, con Fiat e Fiat Industrial sempre in testa, notevoli variazioni si possono riscontrare nella struttura di alcune delle remunerazioni più elevate.

Composizione dei 15 compensi più elevati attribuiti nel 2012

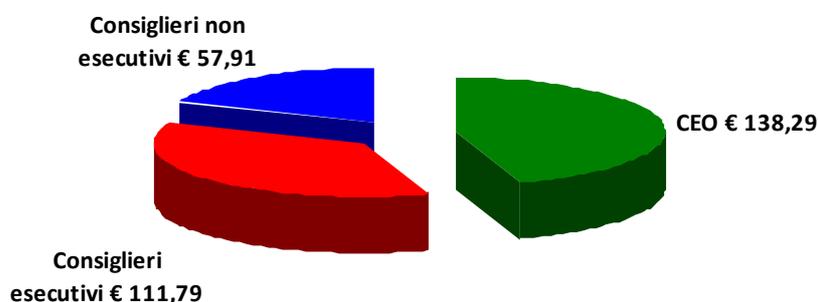


Dal confronto con i compensi maturati, emerge chiaramente come l'incidenza degli incentivi *equity* di lungo periodo sia particolarmente forte sulle remunerazioni più elevate: se l'Amministratore Delegato di Fiat e Presidente di Fiat Industrial potrà comunque godere in futuro di azioni gratuite il cui valore attualmente supera i € 50 milioni, il *fair value* dei compensi *equity* dei CEO di Yoox e Luxottica è nettamente inferiore a quanto realizzato nell'ultimo esercizio (le stock options attribuite al CEO di Yoox sono state valutate € 5,9 milioni alla data di attribuzione – contro i € 23,6 milioni realizzati nel 2012 – mentre il *fair value* delle azioni attribuite al CEO di Luxottica era € 2,4 milioni – contro gli oltre € 10 milioni realizzati nel 2012). Ovviamente, non vi è alcuna differenza tra incentivi maturati ed attribuiti laddove l'incentivo di lungo periodo sia esclusivamente monetario.

2. FTSE MIB: le remunerazioni complessive

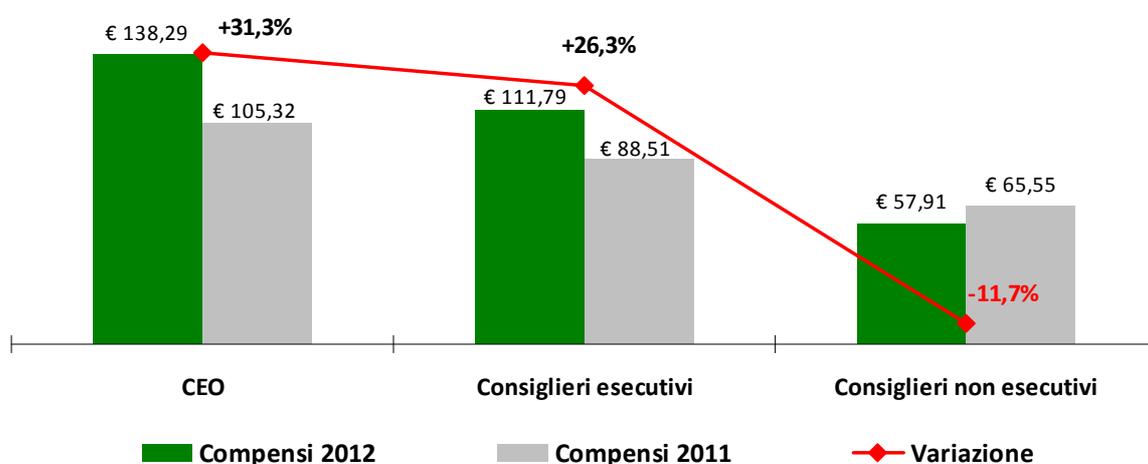
Come già evidenziato nel capitolo precedente, al fine di garantire un confronto il più omogeneo possibile, sono state escluse dalle remunerazioni le indennità di fine rapporto corrisposte nel corso dell'esercizio. Al netto delle eventuali "buonuscite", i Consiglieri ed i CEO delle principali 38 società italiane hanno ricevuto compensi complessivi per € 307,99 milioni nell'esercizio 2012, così distribuiti:

FTSE MIB: compensi complessivi Consiglieri e CEO 2012 (€ milioni)



Il costo sostenuto dalle società per gli organi amministrativi risulta del 18,7% superiore a quanto riscontrato nel 2011 (circa € 259,4 milioni). Il dato complessivo, però, non tiene conto delle variazioni intervenute nella composizione dei Consigli. Considerando il decremento generalizzato dei Consiglieri, da 549 nel 2011 agli attuali 512, la crescita delle remunerazioni medie diventa ancora più evidente: da € 472.660 a € 601.354 nel 2012, ovvero un ragguardevole +27,2%. Gli incrementi non sono però generalizzati in tutte le categorie: mentre l'aumento è stato particolarmente marcato per i CEO (+31,3%) e gli altri esecutivi (+26,3%), il compenso dei Consiglieri non esecutivi si è ridotto dell'11,7% rispetto allo scorso anno.

Variazione compensi totali per categoria (€ milioni)



Secondo la metodologia utilizzata in questa fase dell'analisi (chiamata per semplicità del *vested*), l'ammontare complessivo dei compensi ottenuti dai Consiglieri non corrisponde sempre ad un costo reale per la società. Ad esempio, nel caso di incentivi su base azionaria, assegnati attraverso azioni proprie acquistate in epoche precedenti, il costo reale è da ricercare nei vari acquisti, effettuati anche in più esercizi. Ciò premesso, un confronto tra il valore delle remunerazioni totali pagate ai Consiglieri ed i ricavi realizzati dalla Società, può fornire un utile strumento di analisi tra le differenti realtà.

In media, il costo complessivo dei Consigli di Amministrazione e dei Consigli di Sorveglianza è risultato pari allo 0,41% del fatturato⁷ delle società italiane a maggiore capitalizzazione. Anche in questo caso, l'incremento rispetto al 2011 è ragguardevole: +78,3%. Ovviamente, considerando l'impatto medio per ciascuna società si sottovalutano le differenze dimensionali, anche notevoli, tra le realtà in analisi: se per Eni i compensi hanno un impatto minimo (0,01%) su un fatturato di oltre € 127 miliardi, lo stesso non si può certo dire per Exor, per cui i circa € 9 milioni di compensi totali pesano per l'8,1% su ricavi decisamente inferiori (€ 110,7 milioni). D'altra parte, non si possono valutare meno adeguati i € 9 milioni di compensi in Exor, rispetto agli € 8,6 milioni di Eni, solo sulla base del relativo peso sul fatturato. Oltre alle dimensioni, occorrerebbe considerare

⁷ Per fatturato si intendono i ricavi totali (caratteristici e non) delle società industriali ed il margine di intermediazione delle banche.

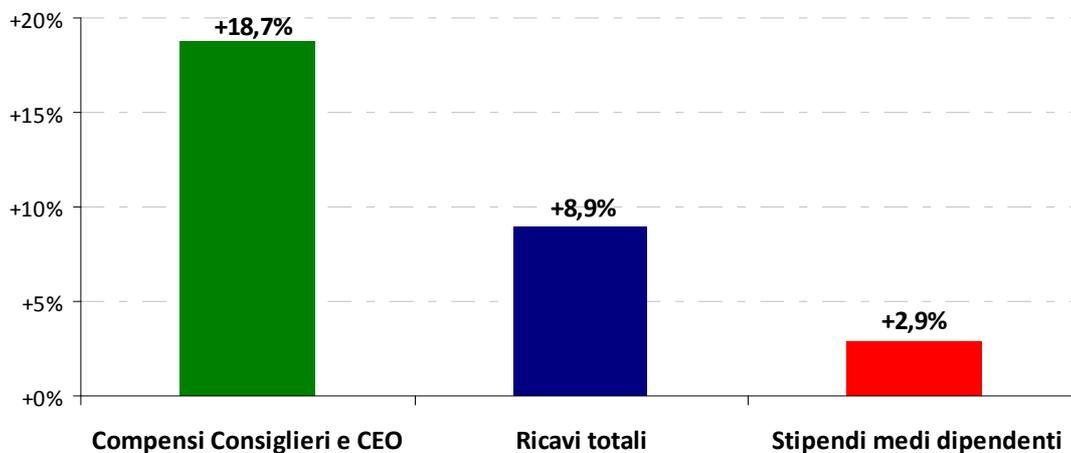
anche le caratteristiche specifiche di ciascun settore in cui le società operano (da una parte un'attività prettamente industriale, dall'altra un'attività di servizi finanziari, i cui ricavi sono principalmente dipendenti dai dividendi pagati dalle partecipate).

Per limitare gli effetti distorsivi dovuti alle differenti dimensioni e settori di attività, si può fare riferimento all'aggregato dei compensi e dei ricavi realizzati nel 2012 dalle società a maggiore capitalizzazione. Il rapporto risulta così molto più equilibrato: 0,051%, sempre in crescita dell'8,5% rispetto allo 0,047% registrato nell'anno precedente, ma decisamente meno preoccupante di un "costo aziendale" dello 0,4%. Il crescere del rapporto ha una sua rilevanza, in quanto evidenzia come i compensi complessivi siano in proporzione aumentati maggiormente rispetto al giro d'affari, che risulta comunque in crescita nell'esercizio 2012 (+8,9%).

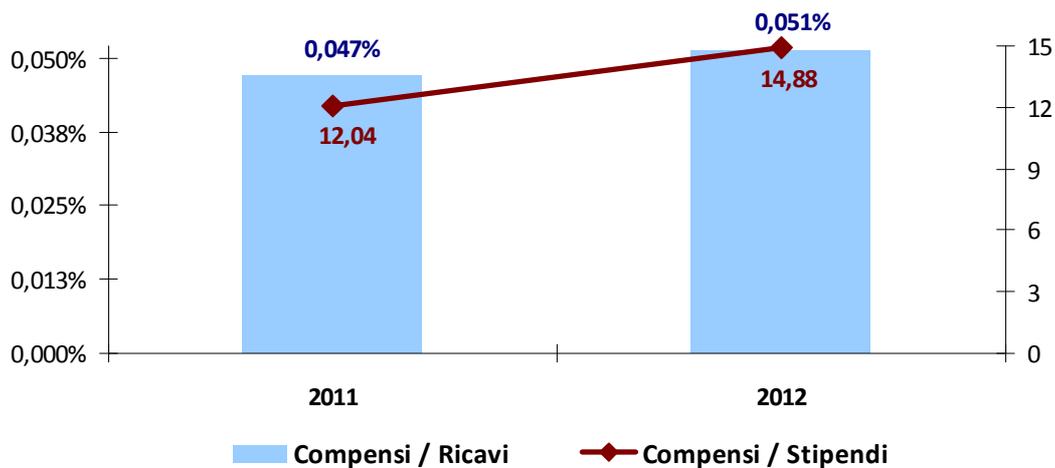
Per aggiungere un ulteriore elemento di analisi, si possono prendere come riferimento i salari medi corrisposti ai propri dipendenti dalle società analizzate. Nel 2012, il costo per salari e stipendi (escluse quindi tutte le altre voci che compongono i costi per il personale) risulta in aumento del 3,8% nelle 38 maggiori aziende italiane (€ 53,6 miliardi contro € 51,6 miliardi nel 2011), così come aumentano del 2,9% gli stipendi medi (€ 40.423 contro € 39.270 nel 2011)⁸. Ciononostante, anche il rapporto tra i compensi di Consiglieri e CEO ed i salari dei dipendenti evidenzia un deciso incremento: il compenso medio 2012 di ciascun Consigliere è stato pari al salario di 14,9 dipendenti, in crescita del 24,2% rispetto ad un rapporto pari a 12 nel 2011. Ancora una volta si registra uno squilibrio a favore dei membri dei principali organi societari.

⁸ In alcuni casi il costo consolidato per salari e stipendi non è dettagliato nel Bilancio, per cui è stato necessario ricorrere a stime, utilizzando come riferimento il costo del lavoro complessivo o i dati storici. È il caso di Fiat SpA, Fiat Industrial, Luxottica e Salvatore Ferragamo (per quest'ultima i dati sono riferiti esclusivamente alla Capogruppo).

Confronto tra le variazioni dei compensi di Consiglieri e CEO rispetto a ricavi e stipendi



Variazione dei rapporti Compensi / Ricavi e Compensi / Stipendi



3. FTSE MIB: le remunerazioni dei CEO

Per semplicità, si è deciso di indicare con l'acronimo inglese CEO (*Chief Executive Officer*) i Dirigenti titolari delle maggiori deleghe gestionali. Nei caso in cui il CEO sia cambiato nel corso dell'anno, si è generalmente preso in considerazione il subentrante, a meno che non abbia ricoperto la carica per un periodo così breve da non consentirne una chiara valutazione della retribuzione.

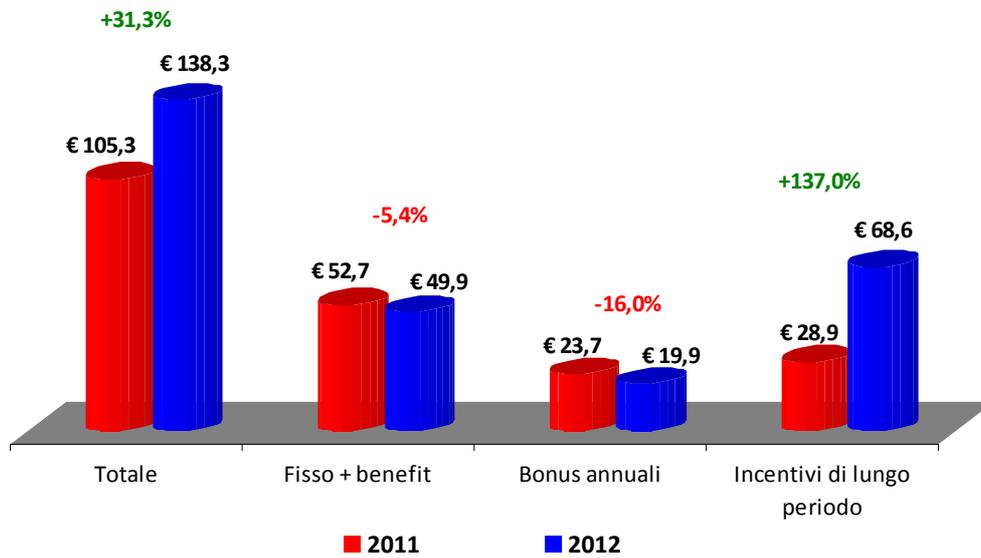
3.1. I compensi complessivi maturati nel 2012

Prima di passare all'esposizione delle diverse componenti la retribuzione dei CEO, giova ricordare brevemente la metodologia utilizzata in questa fase dell'analisi, e definita per semplicità del *vested*:

- Per tutte le componenti monetarie della retribuzione ed i benefits, l'ammontare riportato è pari alla cifra effettivamente attribuita al beneficiario nel corso dell'esercizio;
- Gli incentivi azionari sono riportati solo se il relativo diritto è maturato nell'anno, anche se di competenza di esercizi precedenti, al valore di mercato delle azioni alla data di assegnazione.
- Per quanto riguarda le stock options, il relativo valore (prezzo di mercato dell'azione meno prezzo di esercizio) è incluso solo laddove siano state esercitate nel corso dell'anno fiscale.

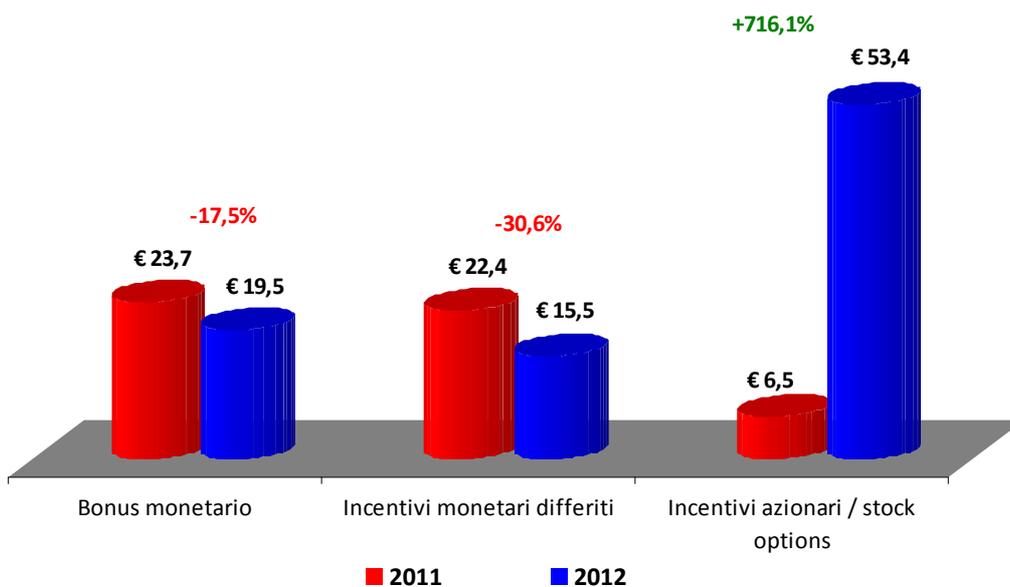
Come già rilevato nella sezione precedente, il compenso complessivamente realizzato nel 2012 dai 38 CEO delle maggiori società italiane è aumentato del 31,3% rispetto al 2011, attestandosi su circa € 138,3 milioni (€ 105,3 milioni nel 2011). La causa principale dell'incremento complessivo è ancora una volta da ricercarsi tra gli incentivi di lungo periodo, che sono più che raddoppiati nel 2012 (€ 68,6 milioni, contro € 28,9 milioni dell'esercizio precedente), mentre la componente fissa ed i bonus annuali registrano entrambi un calo più o meno marcato.

FTSE MIB: compensi totali maturati nel 2012 per i CEO (€ milioni)



Attraverso una differente scomposizione dei compensi variabili, per tipologia di incentivo anziché per competenza, si può individuare con ancora maggiore chiarezza la causa dell'incremento complessivo:

FTSE MIB: scomposizione dei compensi variabili dei CEO per tipologia (€ milioni)



Azioni gratuite e stock options esercitate nel 2012 hanno quindi spinto verso l'alto il livello dei compensi dei massimi dirigenti italiani, ma scendendo ancora di più nel dettaglio si può notare come anche questa conclusione non sia del tutto vera, essendo circoscritta ad un numero decisamente limitato di soggetti. Oltre due terzi dei € 53,4 milioni derivanti dagli strumenti finanziari sono infatti riconducibili a due soli dirigenti, ed a tre società: Luxottica, il cui Amministratore Delegato, Andrea Guerra, ha ricevuto 375.000 azioni gratuite relative al Piano 2009, per un valore complessivo di circa € 10 milioni; Fiat, dove sono maturati i diritti relativi a 4.000.000 di azioni gratuite assegnate all'A.D. Sergio Marchionne, per un valore complessivo di € 14,2 milioni, e Fiat Industrial, dove sempre il Dott. Marchionne ha ricevuto ulteriori 4.000.000 di azioni (relative agli stessi piani azionari di Fiat, in vigore prima della parziale scissione di Fiat Industrial), per un valore aggregato di € 26,5 milioni alla data di maturazione⁹. Né il Dott. Guerra né il Dott. Marchionne avevano ottenuto incentivi in forma azionaria nel 2011.

Escludendo dal calcolo totale sia Luxottica che il Gruppo Fiat, gli incentivi finanziari si sarebbero limitati a soli € 2,7 milioni nel 2012, evidenziando addirittura un calo più marcato rispetto alle altre componenti la remunerazione (-59%).

Il dato relativo agli incentivi finanziari è particolarmente significativo, e, come si vedrà meglio nel successivo confronto con gli emittenti europei, rappresenta una peculiarità del mercato italiano. In effetti sono meno della metà (17 su 38) le società italiane a larga capitalizzazione che utilizzano tale strumento per stimolare il perseguimento degli obiettivi di lungo periodo (ed ancora meno se si guarda anche alle società a media capitalizzazione). Eppure le azioni, ed ancora di più i piani di stock options se ben strutturati, dovrebbero rappresentare lo strumento più efficiente ed immediato per realizzare un effettivo allineamento degli interessi dei massimi dirigenti con gli azionisti nel lungo periodo. Inoltre, le due società Fiat non realizzano tale obiettivo neanche attraverso i piani azionari, in quanto il premio per il CEO è subordinato alla sua mera permanenza in carica nel Gruppo, senza che alcun criterio di performance giustifichi, almeno formalmente, incentivi di oltre € 40 milioni.

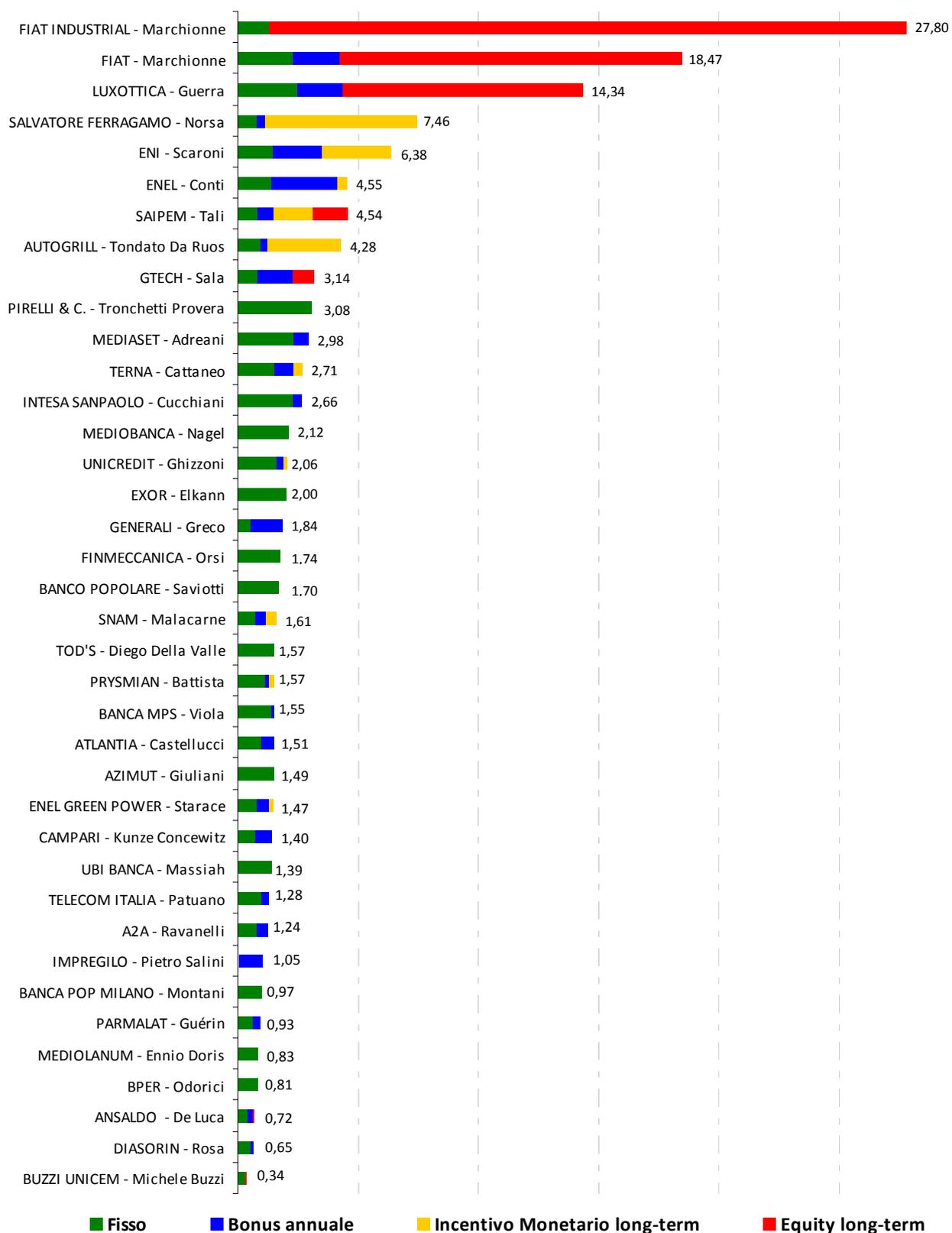
⁹ Il Dott. Marchionne ha contestualmente venduto 980.000 azioni Fiat, ed altrettante Fiat Industrial, per pagare l'onere fiscale sugli incentivi ricevuti. Ovviamente, come per ogni altra componente delle remunerazioni, gli oneri fiscali non sono presi in considerazione nella presente analisi.

In media, ciascuno dei 38 CEO analizzati ha ricevuto € 3.639.135 (contro i € 2.771.482 del 2011). La struttura dei compensi risulta però estremamente disomogenea, passando da € 27,8 milioni di Fiat Industrial a € 351.084 dell'Amministratore Delegato di Buzzi Unicem, Michele Buzzi. Nel 2011, il compenso più elevato spettava al Presidente ed A.D. di Pirelli, Marco Tronchetti Provera, con € 22,3 milioni, mentre Michele Buzzi risultava sempre come il CEO meno pagato, con € 322.221.

Per limitare il peso degli estremi, ed avere un'idea più precisa del trend generale del mercato, si possono prendere in considerazione i valori mediani, che, al contrario della media semplice, evidenziano un calo del 18,5% nel 2012, da € 2.044.183 a € 1.666.322. La notevole discrepanza tra i valori medi e quelli mediani è un chiaro segnale delle forti differenze riscontrate tra le varie realtà.

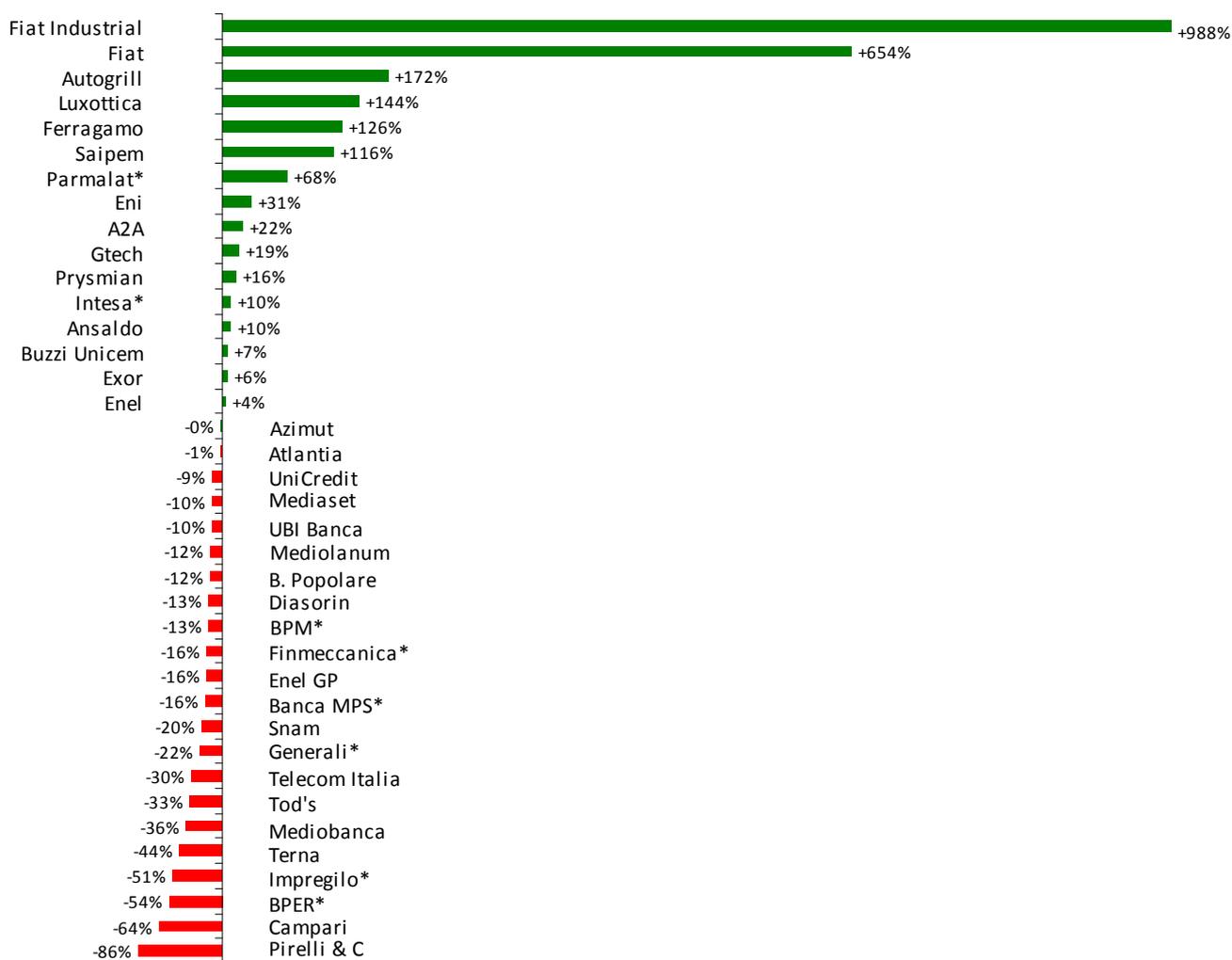
Nel grafico seguente sono riportate le 38 remunerazioni maturate nel 2012, ciascuna scomposta per tipologia di compenso. Ancora una volta si evidenzia come gli incentivi di lungo periodo, corrisposti sia in forma monetaria che di strumenti finanziari, rappresentino la vera discriminante tra le diverse politiche retributive.

FTSE MIB: struttura dei compensi maturati nel 2012 – CEO (€ milioni)



Di seguito sono riportate le variazioni dei compensi individuali tra gli ultimi due esercizi. Come si è ampiamente segnalato, il principale motore delle remunerazioni è rappresentato dai piani di incentivazione di lungo periodo, che generalmente maturano su basi pluriennali (di solito ogni tre anni) e dipendono, o almeno dovrebbero dipendere, dai risultati raggiunti nel periodo di maturazione (*vesting period*).

Variazione 2011 – 2012 dei compensi maturati



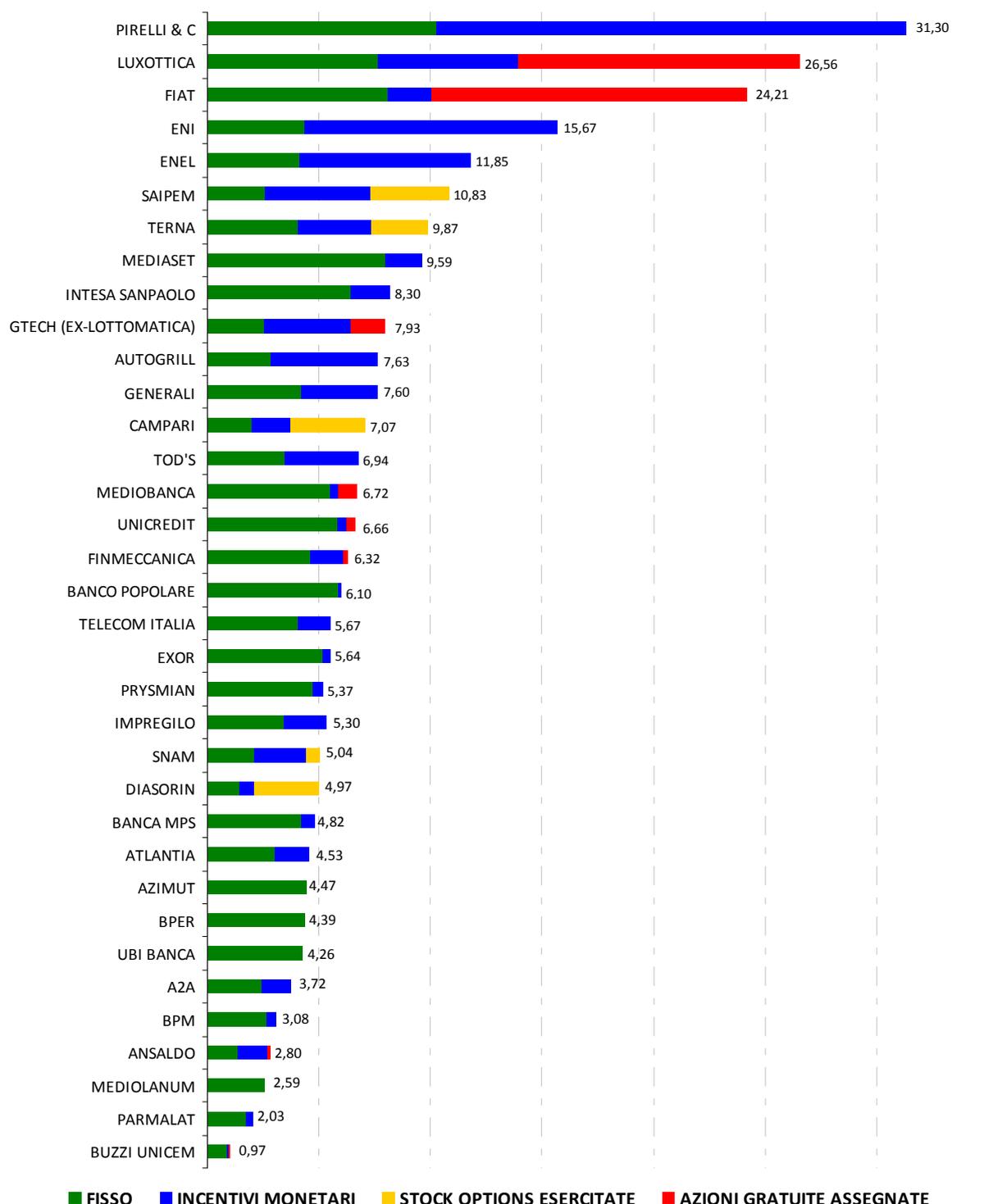
Nel grafico sono segnalati con un asterisco le 8 società il cui CEO è cambiato nel corso dei due esercizi di riferimento. Tali variazioni contribuiscono a rendere ancora meno significativo il mero confronto dei compensi totali corrisposti nei due anni. La componente variabile della remunerazione di ciascun CEO può maturare in periodi differenti, sulla base di risultati realizzati in uno o più esercizi. Tale dilazione nella maturazione dei benefici può riguardare sia gli incentivi

azionari che quelli monetari. Per una valutazione più corretta della struttura dei compensi, occorrerebbe quindi considerare l'aggregato di ciascuna componente maturata almeno negli ultimi 3 esercizi, che rappresentano la vita media di un piano di incentivazione di lungo termine.

La nuova normativa, che ha introdotto il voto assembleare sulle politiche di remunerazione, ed incrementato notevolmente la trasparenza, è entrata in vigore solo con la stagione assembleare 2012, per cui i primi bilanci a beneficiarne sono quelli relativi all'esercizio 2011. Nonostante i dati a disposizione sulle remunerazioni 2010 non siano sempre completi e dettagliati per ogni componente, è possibile ricostruire quanto corrisposto come compenso fisso, come incentivi monetari (anche se è non sempre individuabile quanta parte di questi ultimi siano da ricondurre ai piani pluriennali) e come incentivi finanziari (azioni gratuite assegnate e stock options esercitate nel 2010).

Il grafico riportato nella pagina successiva, evidenzia l'aggregato dei compensi corrisposti a ciascun CEO negli ultimi tre esercizi, al fine di evidenziare più correttamente l'effettiva struttura retributiva utilizzata dai diversi emittenti. Dall'analisi sono escluse Fiat Industrial e Salvatore Ferragamo, non ancora quotate nel 2010, ed Enel Green Power, quotata nel novembre 2010. Occorre inoltre ricordare come diversi CEO siano cambiati nel triennio di riferimento. In tali casi, i relativi compensi possono essere parziali e non rispecchiare pienamente quanto previsto dalle politiche aziendali.

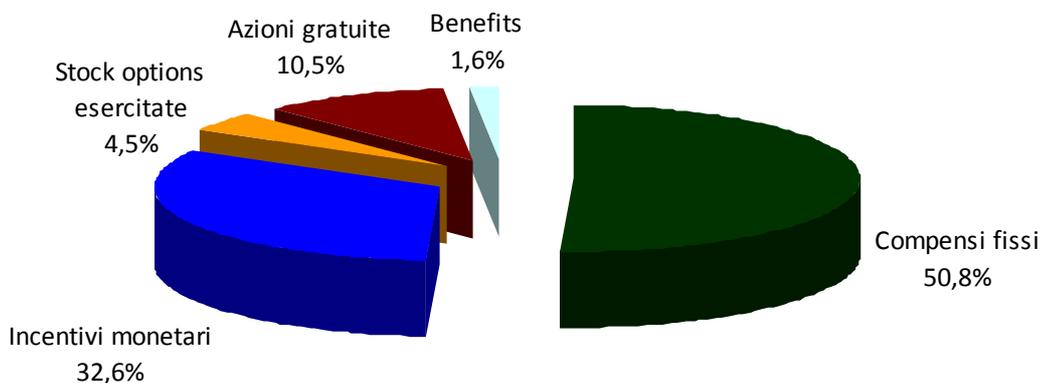
Composizione delle remunerazioni complessive maturate nel triennio 2010 - 2012 (€ milioni)¹⁰



¹⁰ Per maggiore chiarezza grafica sono stati esclusi i benefici non monetari, che hanno rappresentato mediamente l'1,6% dei compensi complessivamente maturati nel triennio 2010-2012

Come si può immediatamente notare, la forma monetaria di incentivazione è di gran lunga la più utilizzata dalle società italiane: solo in Luxottica, Fiat, Campari e Diasorin gli incentivi finanziari rappresentano la principale componente variabile. Come si vedrà meglio nel confronto con le realtà internazionali, nei principali mercati europei azioni e stock options rappresentano oltre il 33% dei compensi totali, contro circa il 15% verificato in Italia negli ultimi 3 esercizi. Escludendo poi Fiat e Luxottica, dove la componente *equity* ha rappresentato rispettivamente il 59% ed il 48% dei compensi, tale percentuale si riduce drasticamente ad appena il 6% (contro il 34% degli incentivi monetari).

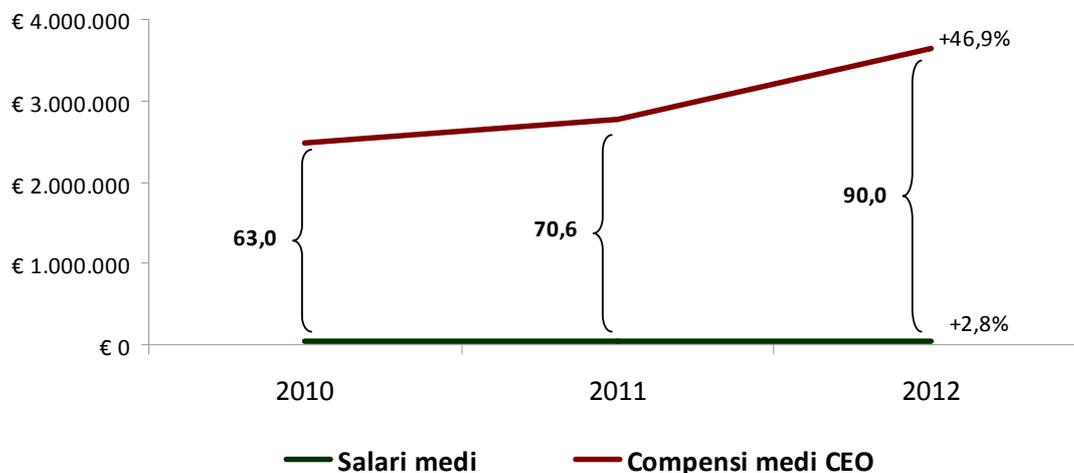
Componenti retributive maturate dal 2010 al 2012, in % sui compensi totali



Per completezza di analisi, le remunerazioni totali maturate per i CEO sono state di seguito rapportate a salari e stipendi medi corrisposti nello stesso periodo. In media, ciascun CEO delle maggiori società italiane ha ricevuto nel 2012 una remunerazione pari a 90 volte lo stipendio medio pagato dalle stesse società ai propri dipendenti (tale rapporto era pari a 70,6 volte nel 2011). Anche in questo caso, ovviamente, pesano gli incentivi maturati nelle due Fiat ed in Luxottica. Considerando il valore mediano dei compensi maturati, il rapporto con salari e stipendi scende a 41,2 nel 2012, rispetto a 52 dell'esercizio precedente.

Prendendo a riferimento il triennio 2010-2012, i compensi medi corrisposti ai CEO hanno rappresentato il salario medio di 74,7 dipendenti. Nello stesso periodo, il compenso medio dei massimi dirigenti è aumentato del 46,9%, mentre i circa 1,3 milioni di dipendenti si sono dovuti accontentare di un +2,8%.

Rapporto compensi medi CEO su salari medi dei dipendenti nel triennio 2010-2012

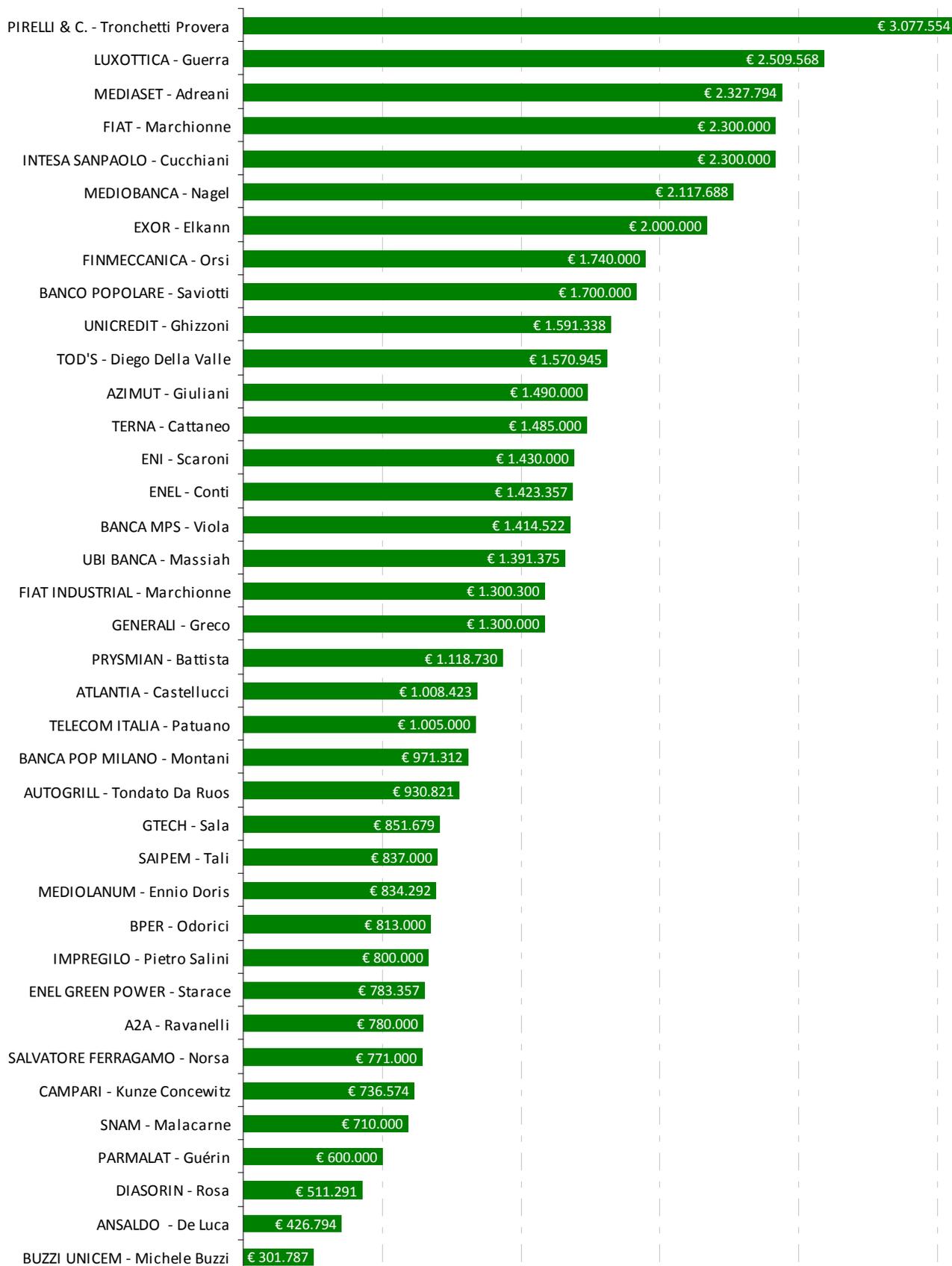


3.2. Il compenso fisso

Il compenso fisso dei massimi dirigenti italiani si è attestato mediamente su € 1.256.758, in calo del 6,4% rispetto ai € 1.343.124 dell'esercizio precedente. Nel calcolo rientrano esclusivamente gli importi effettivamente corrisposti nell'esercizio, anche laddove il titolare della carica sia cambiato nel corso dell'anno. In tali casi il compenso risulta ovviamente parziale, in quanto limitato ai mesi in carica. In due società questa distorsione è particolarmente evidente: (i) Impregilo, il cui nuovo Amministratore Delegato, Pietro Salini, ha ricoperto la carica per 5 mesi nel 2012, ricevendo un compenso fisso di soli € 54.628 sugli € 800.000 annui deliberati dal CdA; e (ii) Generali, dove il nuovo A.D. Mario Greco ha ricevuto un fisso di € 541.666 per i 5 mesi in carica, sui € 1.300.000 annui deliberati. Riportando i compensi fissi su base annua, la media nel FTSE MIB risulta comunque in calo, seppure più contenuto (-3,5%).

Il grafico seguente riporta i compensi fissi su base annua, evidenziando una netta disomogeneità tra gli emittenti: il compenso più elevato (in Pirelli) supera di oltre 10 volte quello più basso (in Buzzi Unicem). In entrambi gli estremi, il CEO è un rappresentante dell'azionista di maggioranza, e l'addizionale carica di Presidente in Pirelli non sembrerebbe sufficiente a giustificare l'enorme differenza (così come non sarebbe giustificata dalle dimensioni: la capitalizzazione ordinaria di Pirelli è di circa 2,4 volte superiore a quella di Buzzi Unicem).

Compensi fissi CEO 2012

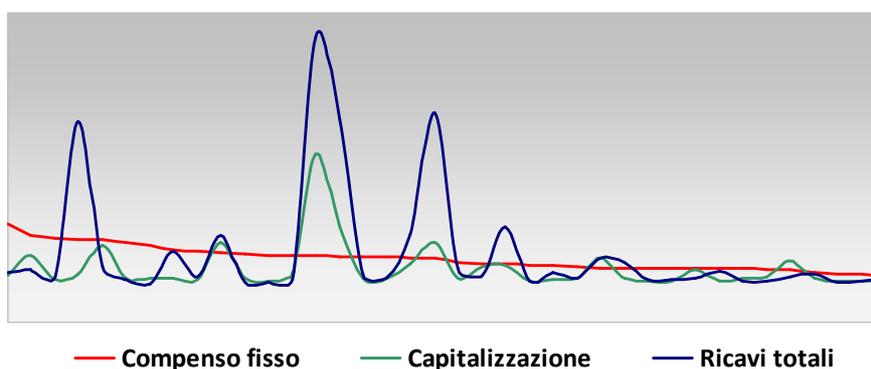


Secondo il criterio 6.C.1, punto c), del Codice di Autodisciplina degli emittenti italiani, “la componente fissa è sufficiente a remunerare la prestazione dell’amministratore nel caso in cui la componente variabile non fosse erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi di performance indicati dal consiglio di amministrazione”. Inoltre, secondo il punto a) dello stesso criterio, nella definizione della componente fissa si dovrebbe anche tenere conto “del settore di attività e delle caratteristiche dell’attività d’impresa concretamente svolta”. Sicuramente la definizione del ruolo e delle deleghe può essere differente in ciascuna realtà, così come la struttura organizzativa che supporta le attività del principale responsabile della gestione, ma non sembrerebbe così rilevante da giustificare differenze di tale livello. La remunerazione fissa potrebbe essere invece influenzata maggiormente dalle dimensioni del Gruppo di riferimento e dai mercati in cui questo opera. Per le realtà maggiori, infatti, la competizione internazionale agisce anche sull’offerta di lavoro e sulle dinamiche retributive. La remunerazione dei CEO in gruppi di dimensioni globali dovrebbe essere sufficientemente elevata anche per battere la concorrenza di altre realtà, di dimensioni simili o maggiori, che potrebbero attrarre le risorse umane più valide.

Come parametri di riferimento, per definire le dimensioni delle diverse realtà analizzate, possiamo prendere la capitalizzazione ordinaria di Borsa (al 31 dicembre 2012), i ricavi totali realizzati nell’anno (il margine di intermediazione per le banche) o il personale mediamente occupato dal Gruppo nel corso dell’esercizio.

Attraverso il grafico che segue, si cerca di verificare l’esistenza di una possibile relazione tra compensi fissi, capitalizzazione di Borsa e ricavi totali. I compensi sono stati ordinati in maniera decrescente, uniti da una linea continua, e confrontati con l’andamento delle relative capitalizzazioni ed i relativi ricavi.

Compensi fissi vs. Capitalizzazione e Ricavi



Dall'andamento assolutamente disomogeneo delle tre linee, si può immediatamente escludere una proporzionalità tra i compensi fissi dei CEO e le dimensioni degli emittenti. Si potrebbe però ipotizzare che il valore del Gruppo ed il volume d'affari, di per sé, non costituiscano un elemento sufficiente per dimensionare la remunerazione del massimo dirigente. D'altra parte, Pirelli capitalizza un diciassettesimo di Eni (e fattura un ventesimo), ma il compenso fisso del Dott. Tronchetti Provera è oltre il doppio rispetto a quello del Dott. Scaroni.

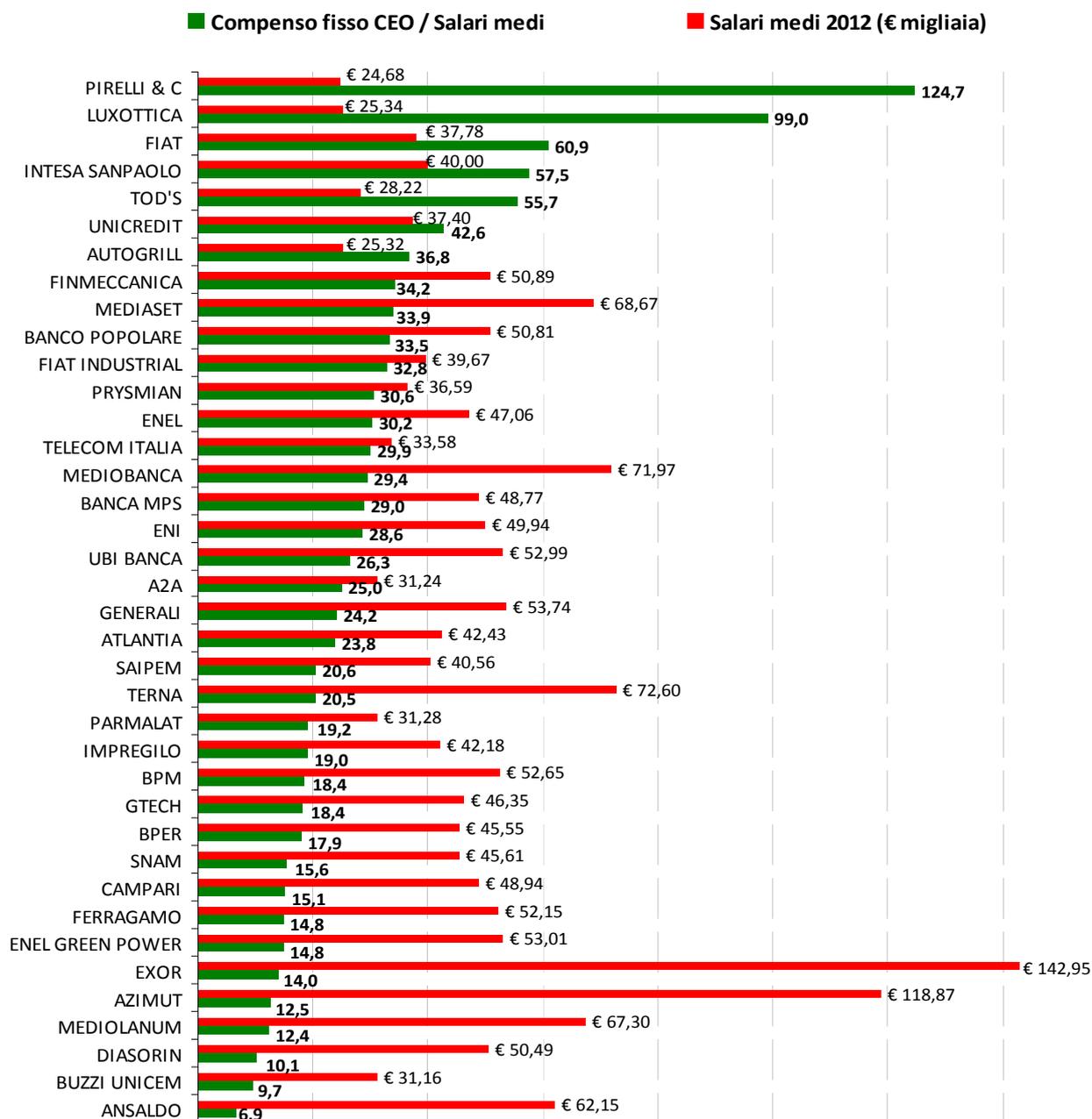
Il discrimine potrebbe allora essere ricercato nel doversi confrontare con una concorrenza esclusivamente domestica o principalmente internazionale. Ma anche questa ipotesi viene a cadere nel momento in cui si confrontano realtà di grandi o grandissime dimensioni, operanti nello stesso settore, ma residenti in mercati diversi. Come si vedrà successivamente al capitolo 6 ("Il confronto con l'estero"), mentre in Italia ben il 18% dei CEO di emittenti a grande capitalizzazione supera i € 2 milioni, tale cifra è eguagliata o superata in sole 10 società estere sulle 125 incluse nel campione (la cui capitalizzazione media è quasi il triplo di quella del FTSE MIB), ovvero l'8%. Inoltre, tra i 10 casi europei, ben 6 sono riconducibili ad emittenti spagnoli (gli altri sono 2 svizzeri, 1 tedesco ed 1 svedese), a testimoniare quanto l'ammontare del compenso dipenda più dalla cultura di governance, che da criteri obiettivi. Solo per riportare un facile esempio, il CEO del colosso petrolifero Royal Dutch Shell ha ricevuto compensi fissi pari a € 1,64 milioni nel 2012, equivalenti al 53% di quanto pagato da Pirelli, nonostante la società olandese faccia registrare una capitalizzazione di oltre 40 volte più elevata ed un volume d'affari di circa 60 volte superiore rispetto all'emittente italiano.

Un ulteriore parametro di confronto per i compensi fissi può essere rappresentato dai salari mediamente corrisposti ai dipendenti di ciascun Gruppo. Come si è già segnalato in precedenza, gli stipendi medi sono cresciuti del 2,8% nelle principali quotate italiane, mentre i compensi fissi dei CEO sono complessivamente calati del 3,5%. In media ciascun massimo dirigente ha ottenuto compensi fissi pari ai salari di 30,2 dipendenti, con un picco di 124,7 in Pirelli ed un minimo di 6,9 in Ansaldo¹¹. Nel 2011, lo stesso rapporto era mediamente pari a 33,1, con un picco di 146,6

¹¹ In questo caso si sono considerati i compensi fissi annuali deliberati, indipendentemente dal periodo in carica del singolo CEO. Se si considerasse l'importo effettivamente corrisposto nel corso dell'esercizio, il rapporto minimo spetterebbe a Pietro Salini, in Impregilo, che nei 5 mesi in carica ha ricevuto un compenso fisso di 1,3 volte superiore agli stipendi medi dei dipendenti.

sempre in Pirelli (in calo del 15% nel 2012) ed un minimo di 8,3 sempre in Ansaldo (-17%).

Compensi fissi CEO vs Salari medi 2012



3.3. Il bonus annuale

Per poter apprezzare meglio la correlazione tra compensi e performance aziendali, occorre isolare dall'analisi le due componenti variabili: (i) il bonus annuale, che dovrebbe dipendere esclusivamente dai risultati conseguiti nell'esercizio precedente, e (ii) gli incentivi di lungo periodo, che dovrebbero essere il risultato di performance realizzate in un arco temporale più ampio.

Nel 2012, i CEO delle 38 società italiane del FTSE MIB hanno ricevuto bonus annuali per complessivi € 19,9 milioni, pari al 14% delle remunerazioni totali ed al 41% dei compensi fissi su base annua.

Nel solo caso di UniCredit il bonus annuale non è stato corrisposto in contanti, ma attraverso azioni gratuite (84.023 azioni, del valore di € 337.016 alla data di assegnazione, corrispondenti al 50% *upfront* del piano di incentivazione azionario).

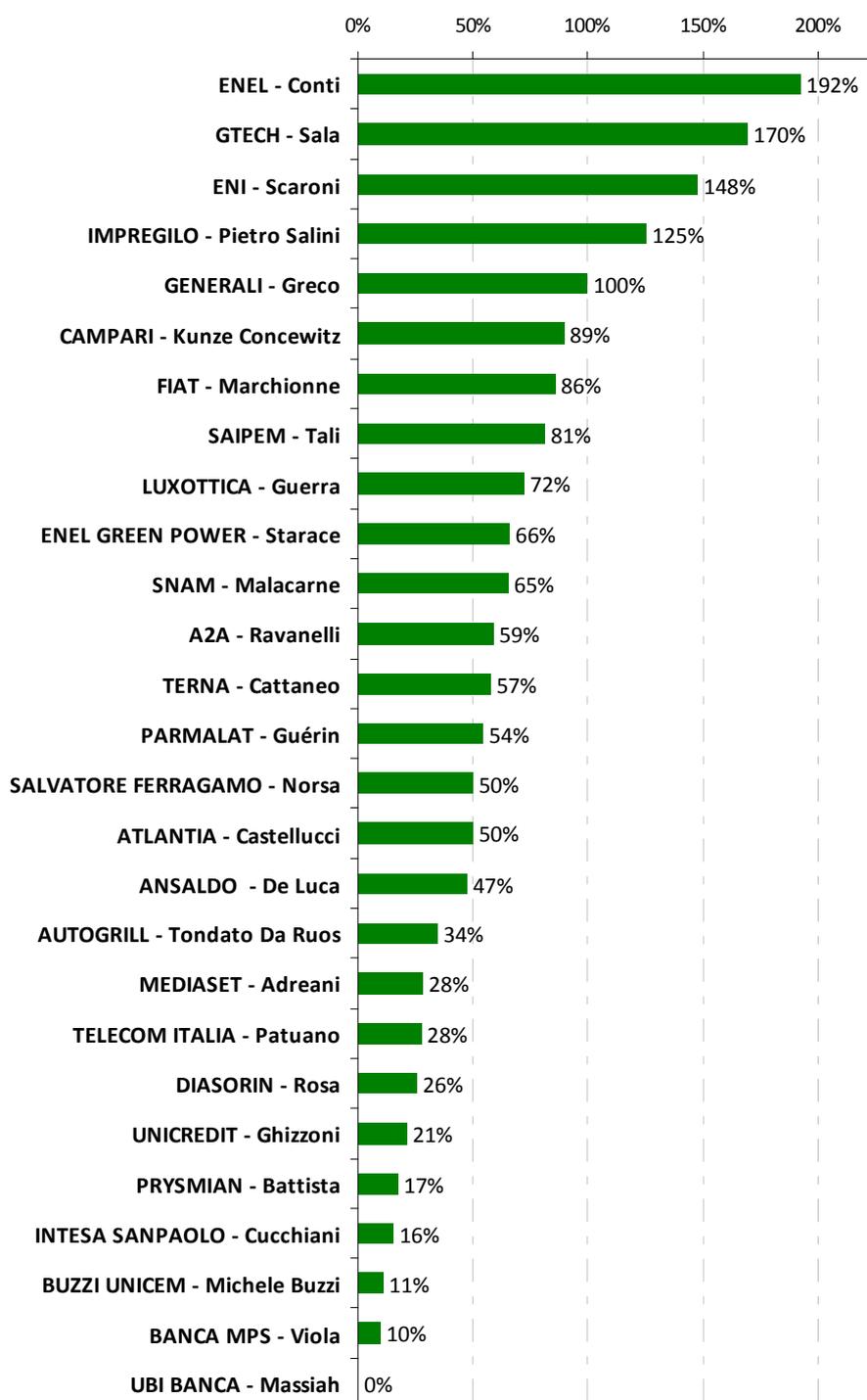
Il premio annuale più elevato si è riscontrato in Enel (€ 2.735.036) ed in Eni (€ 2.110.000), entrambi corrisposti in contanti. In particolare, nel caso dell'Amministratore Delegato di Enel, il bonus annuale risulterebbe pari al 192% del compenso fisso (superiore al tetto del 150% riportato nella Relazione sulle Remunerazioni), mentre in Eni il rapporto si riduce al 148%.

In 11 casi non è stato corrisposto alcun compenso variabile di breve periodo: Azimut (la cui politica non prevede alcun compenso variabile per il Presidente ed AD), Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Fiat Industrial, Finmeccanica, Mediobanca, Pirelli, Tod's, Exor e Mediolanum (queste ultime due hanno in vigore solo piani di lungo periodo). I bonus annuali sono quindi stati riconosciuti nel 77% delle società le cui politiche prevedono tale forma di incentivazione. Anche con riferimento a tale componente sono però necessari alcuni distinguo: in due casi, ad esempio, i bonus sono risultati di importo decisamente simbolico (€ 1.170 in UBI Banca) o quasi (€ 32.604 in Buzzi Unicem).

Un primo confronto tra le diverse realtà, può riferirsi al rapporto tra bonus e compenso base corrisposti nell'esercizio. Tale parametro è generalmente utilizzato dai *proxy advisors* (ovvero i consulenti degli investitori istituzionali, soprattutto esteri, per l'analisi delle proposte assembleari) per valutare la congruità della struttura retributiva degli Amministratori esecutivi. Più in particolare, le analisi dei *proxy advisors* fanno spesso riferimento al peso complessivo della

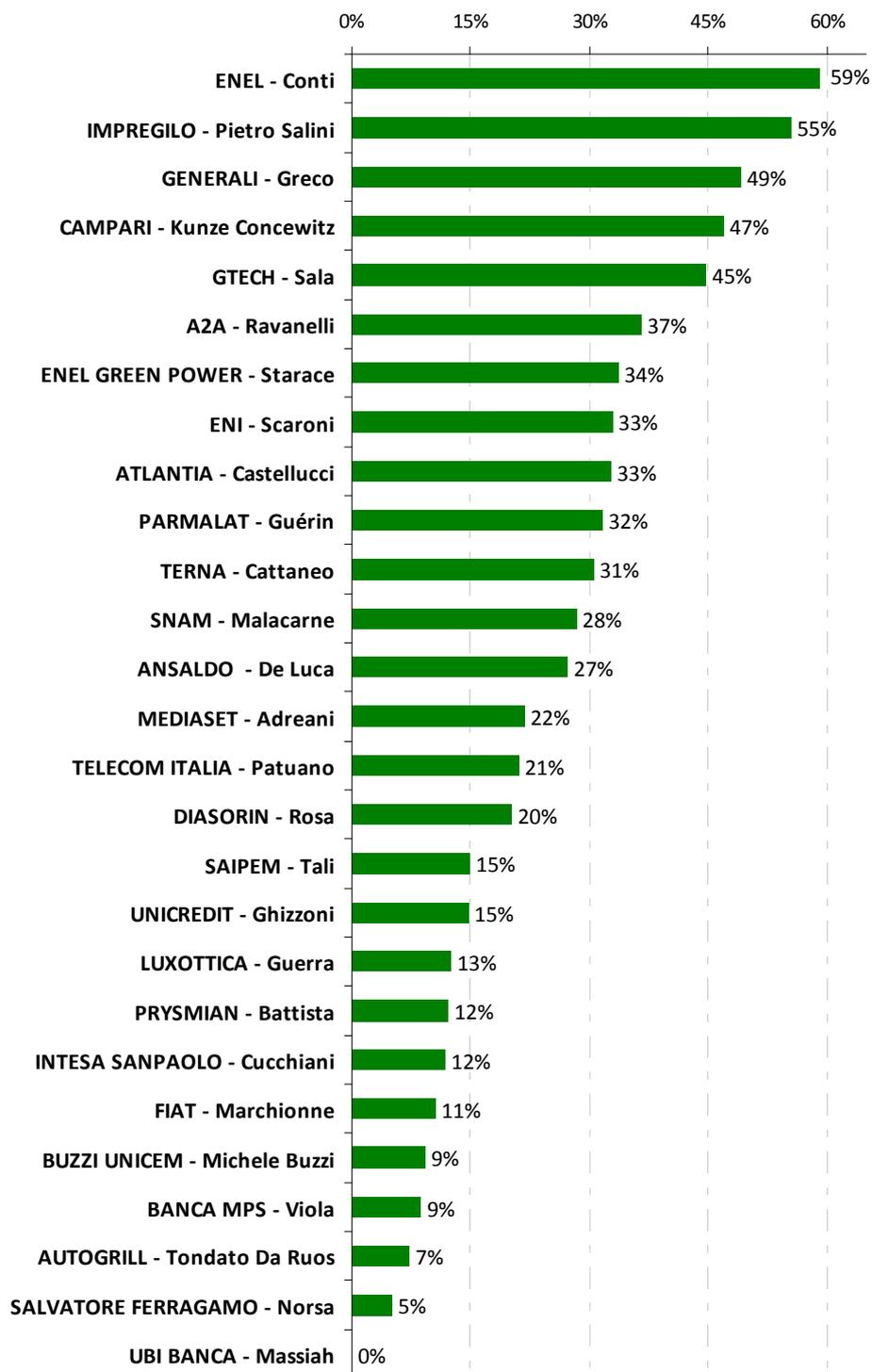
componente variabile sul compenso base ed al rapporto tra gli incentivi di breve e di lungo periodo.

Rapporto bonus annuale / compenso base



Un ulteriore parametro di confronto, che segnala l'importanza che rivestono gli obiettivi di breve periodo sull'incentivazione del CEO, può essere rappresentato dal peso dei bonus annuali sulla remunerazione complessivamente maturata.

Rapporto bonus annuale / remunerazioni totali 2012



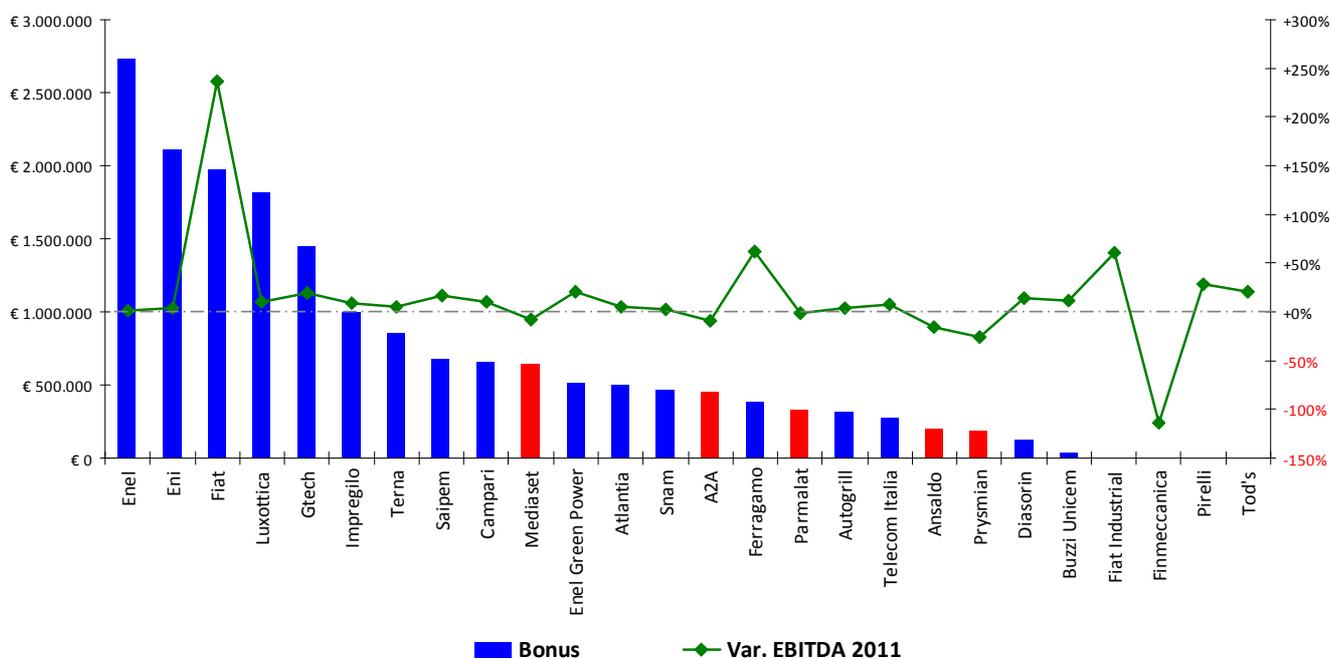
Ovviamente, le differenze tra i due grafici che precedono sono dovute sia alla dimensione dei compensi fissi che all'eventuale maturazione di incentivi di lungo periodo, nel corso dell'esercizio. Per stabilire con più precisione se pesino di più gli obiettivi annuali o quelli di lungo periodo, occorrerebbe valutare l'aggregato delle componenti variabili maturate in un arco di tempo maggiore, almeno pari alla durata stessa dei piani di incentivazione. Ad ogni modo, da questi primi dati sembrerebbe che i risultati del 2011 siano stati maggiormente apprezzati in alcune realtà (come Enel, GTech ed Impregilo) rispetto ad altre (come, ad esempio, Pirelli o Tod's), che non hanno riconosciuto alcun bonus.

I premi annuali sono solitamente collegati ad un insieme di parametri di performance, preventivamente definiti da ciascuna società. Nonostante la nuova normativa abbia portato ad una maggiore trasparenza delle Relazioni sulle Remunerazioni, gli obiettivi di performance di breve periodo non sono sempre chiaramente dettagliati dalle società: i criteri da cui dipende il bonus sono descritti in sole 14 Relazioni, sulle 35 in cui è previsto un bonus annuale (40%), molte delle quali riportano esclusivamente i parametri a livello di Gruppo e non quelli legati ad eventuali ulteriori performance individuali. Tra le società che mostrano una maggiore trasparenza, si contano oltre 30 criteri di performance utilizzati, che possono variare da un minimo di 2 ad un massimo 11 criteri per ciascun bonus.

Inoltre, laddove dettagliatamente descritti, gli obiettivi possono essere della natura più disparata, andando da indicatori di redditività o di solidità finanziaria, fino a criteri di sostenibilità (ad esempio la sicurezza sui luoghi di lavoro) od organizzativi (ad esempio l'implementazione di una nuova struttura). Data la grande variabilità e complessità degli indicatori, ed in assenza di dati certi per tutti gli emittenti, si è deciso di limitare l'analisi ai criteri più ricorrenti nei piani di incentivazione: Tier 1 Ratio per le banche, Margine di Solvibilità per le assicurazioni, Patrimonio Amministrato per le finanziarie ed EBITDA per tutte le altre. I risultati riportati di seguito sono relativi al 2011, in quanto il bonus corrisposto nell'anno è generalmente riferito a quanto realizzato nell'esercizio precedente. Per consentire un confronto più omogeneo dei parametri di performance, si è preferito riportare separatamente i dati relativi al settore finanziario (banche ed assicurazioni). Le due società di Servizi Finanziari (Azimut ed Exor), così come Mediolanum, non prevedono alcun premio annuale per i propri CEO, per cui le relative performance non sono state riportate. Infine, non sempre l'EBITDA (o Margine Operativo Lordo) è chiaramente segnalato nel

Bilancio consolidato, per cui in alcuni casi sono stati presi in considerazione dei parametri similari¹².

Confronto bonus 2012 - Variazione EBITDA 2011 (società non finanziarie)

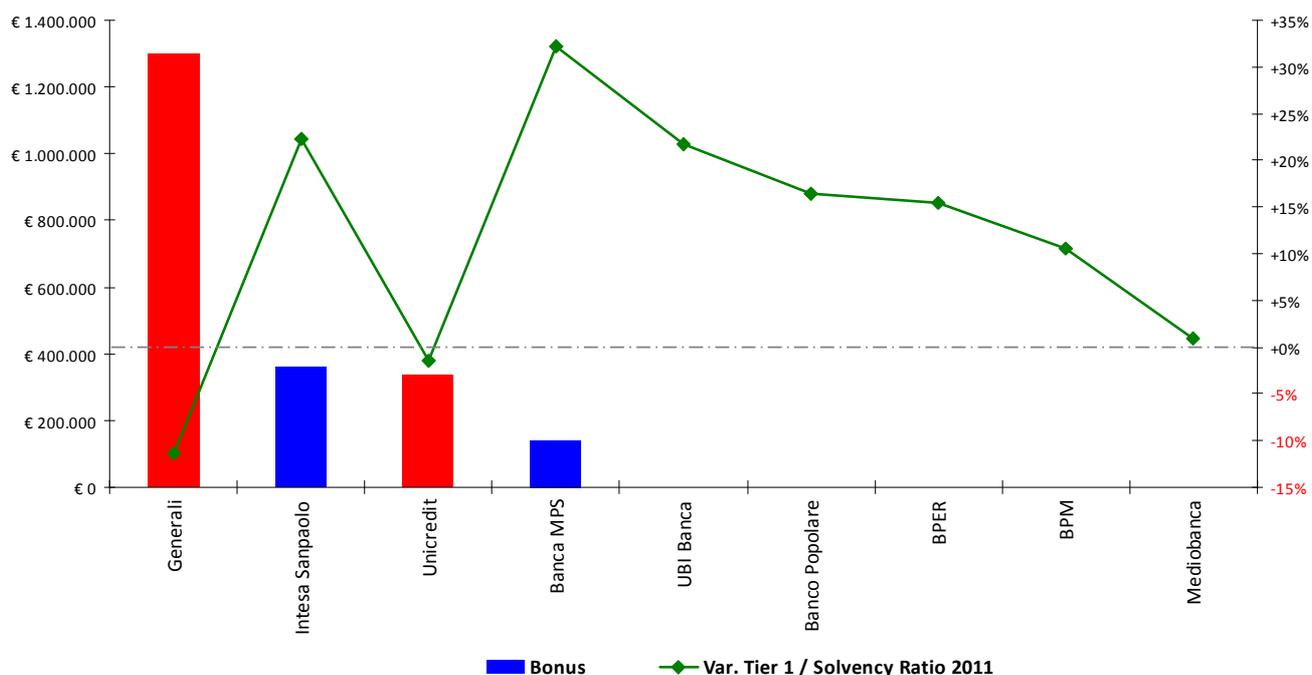


La variazione del parametro di performance è risultata negativa in 5 casi, tra cui solo in Finmeccanica non è stato riconosciuto alcun bonus nel 2012. Di contro, al netto delle realtà la cui politica non lo prevede, il bonus annuale non è stato corrisposto in altre 3 società che hanno chiuso l'esercizio con un miglioramento del parametro operativo (Fiat Industrial, Pirelli e Tod's). Occorre però sottolineare come il parametro di riferimento di molti piani di incentivazione sia l'EBITDA *Adjusted*, ovvero calcolato al netto delle poste straordinarie e non ricorrenti. Prendendo ad esempio il caso di Prysmian, le rettifiche hanno pesato sostanzialmente sul risultato del parametro di riferimento: +46,8% l'EBITDA *Adjusted* contro -26,4% l'EBITDA non rettificato. Nonostante questa precisazione, dai dati riportati sembrerebbe non riscontrarsi alcuna correlazione tra i bonus e le performance annuali, almeno con riferimento al criterio maggiormente utilizzato nelle politiche sulle remunerazioni.

¹² Per Fiat e Fiat Industrial è riportata la variazione dell'EBIT, ovvero del Risultato Operativo. Per Ansaldo e Finmeccanica è riportato l'EBITA, ovvero il Margine Operativo al netto degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali, ma al lordo delle immobilizzazioni immateriali.

Il medesimo risultato si riscontra nel settore finanziario, per cui sono stati utilizzati differenti parametri di riferimento (Tier 1 Ratio, per le Banche, e Margine di Solvibilità, per le Assicurazioni).

Confronto bonus 2012 - Variazione 2011 Tier 1 (banche) e Solvibilità (assicurazioni)



Solo in due casi il parametro è peggiorato nel corso del 2011, ma in entrambi i casi è stato corrisposto un premio annuale. Al contrario, tra le 7 Banche il cui Tier 1 Ratio è migliorato, il bonus è stato riconosciuto in soli due casi¹³.

Dai due grafici precedenti sembra quindi impossibile verificare una correlazione diretta tra un unico parametro di performance ed i bonus riconosciuti ai principali responsabili della gestione. Una ragione assolutamente plausibile è data dalla grande varietà di criteri individuati in ciascuna politica, e da quanto questi possano differire a seconda del settore e della situazione contingente in cui si trova ad operare la società.

¹³ Anche in UBI Banca è stato corrisposto un bonus, ma di importo così ridotto (€ 1.170) da non essere qui preso in considerazione.

Un altro motivo dell'assenza di allineamento tra premi e risultati, molto meno giustificabile, è però dato dalla stessa motivazione dei bonus, a volte dichiaratamente slegati da ogni parametro di performance. Ad esempio, in alcuni casi il premio è stato riconosciuto anche al nuovo CEO, subentrato nel corso dell'esercizio 2012. Ovviamente in tali realtà non è possibile collegare il premio ai risultati conseguiti in un periodo in cui il beneficiario non era neanche in carica. Si tratta, molto più semplicemente, di veri e propri "golden hello", ovvero di premi di mero benvenuto. L'Amministratore Delegato di Impregilo, Pietro Salini, è in carica dal 17 luglio 2012, ma il Comitato Nomine e Remunerazioni ha comunque deciso di attribuirgli un compenso aggiuntivo di € 1 milione, giustificato dai "poteri conferiti in data 17 luglio 2012 sino al 31 dicembre 2012". Si tratterebbe quindi di un emolumento non legato ai risultati conseguiti, ma esclusivamente alla posizione. Probabilmente la decisione di riconoscere un compenso aggiuntivo è da ricondursi alla sostanziale assenza del fisso (degli € 800.000 annui deliberati, ed in vigore dal 2013, sono stati pagati "solo" € 54.628). La stessa motivazione ha presumibilmente mosso il Consiglio di Amministrazione di Generali a riconoscere un bonus di € 1,3 milioni al nuovo A.D., Mario Greco, subentrato nella carica ad agosto 2012 (in questo caso il compenso fisso maturato si era fermato a € 541.666 sui € 1,3 milioni deliberati per un intero anno). Un ultimo caso di "golden hello" è quello di Fabrizio Viola, CEO di Banca MPS, che ha ricevuto un premio di € 140.000, legato esclusivamente al nuovo incarico. Va segnalato però che lo stesso Dott. Viola aveva in precedenza rinunciato ad un'indennità aggiuntiva di € 400.000, che il Consiglio di Amministrazione gli aveva riconosciuto all'attribuzione del doppio incarico di Direttore Generale (ruolo che ricopre dal 13 gennaio 2012) ed Amministratore Delegato (a partire dal 3 maggio 2012).

È infine doveroso ricordare anche il caso dell'A.D. di Banco Popolare, Pier Francesco Saviotti, che ha rinunciato al bonus relativo all'esercizio 2011, che sarebbe stato corrisposto in azioni gratuite del valore di € 382.800 alla data di assegnazione.

Non potendo individuare un criterio operativo univoco, un confronto maggiormente omogeneo può essere effettuato attraverso un parametro di mercato, particolarmente caro agli investitori: il rendimento complessivo per gli azionisti nel 2011, o *Total Shareholder Return (TSR)*¹⁴.

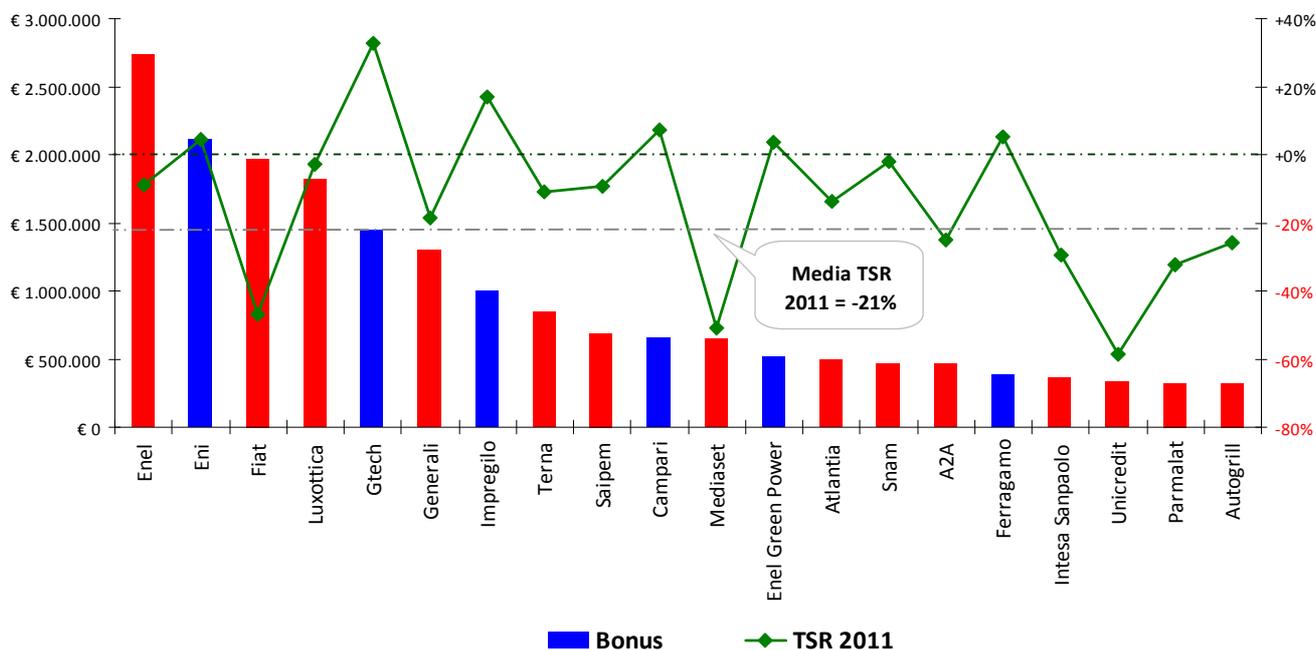
¹⁴ Per Mediobanca è riportato il TSR luglio 2010 – giugno 2011.

Tale indicatore prende in considerazione la performance di mercato del titolo nell'intero esercizio, più i dividendi eventualmente corrisposti nello stesso anno.

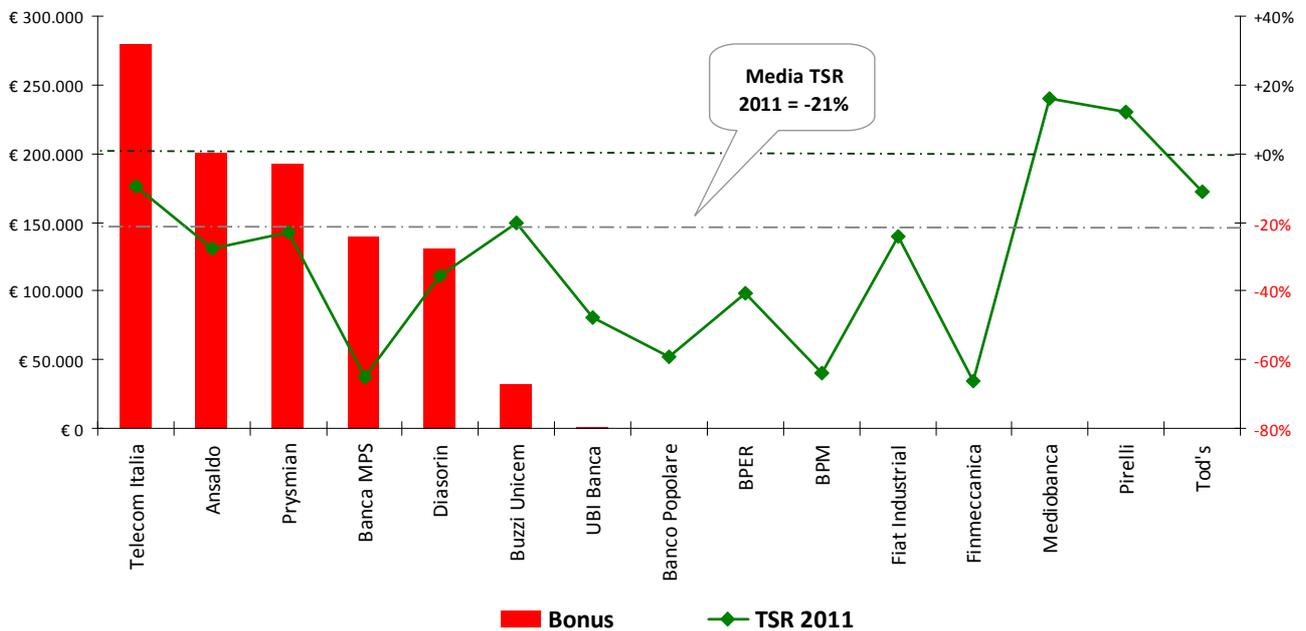
In effetti, il TSR non rappresenta il criterio più adeguato per valutare l'operato del management, soprattutto nel breve periodo, quando i fattori esogeni di mercato possono far sentire maggiormente il proprio peso. Ciononostante, tale indicatore può fornire una valida rappresentazione dell'allineamento tra la retribuzione dei massimi dirigenti e quella degli azionisti, anche se maggiormente indicativa nel medio-lungo periodo (il TSR rientra infatti tra i criteri di performance più utilizzati nei piani di incentivazione pluriennali).

Per maggiore chiarezza grafica, gli emittenti sono di seguito riportati in due grafici distinti: il primo include le 20 società che hanno riconosciuto il bonus più elevato, il secondo le altre 15 società in cui è previsto un compenso variabile annuale.

Confronto bonus – TSR 2011 (top 20)



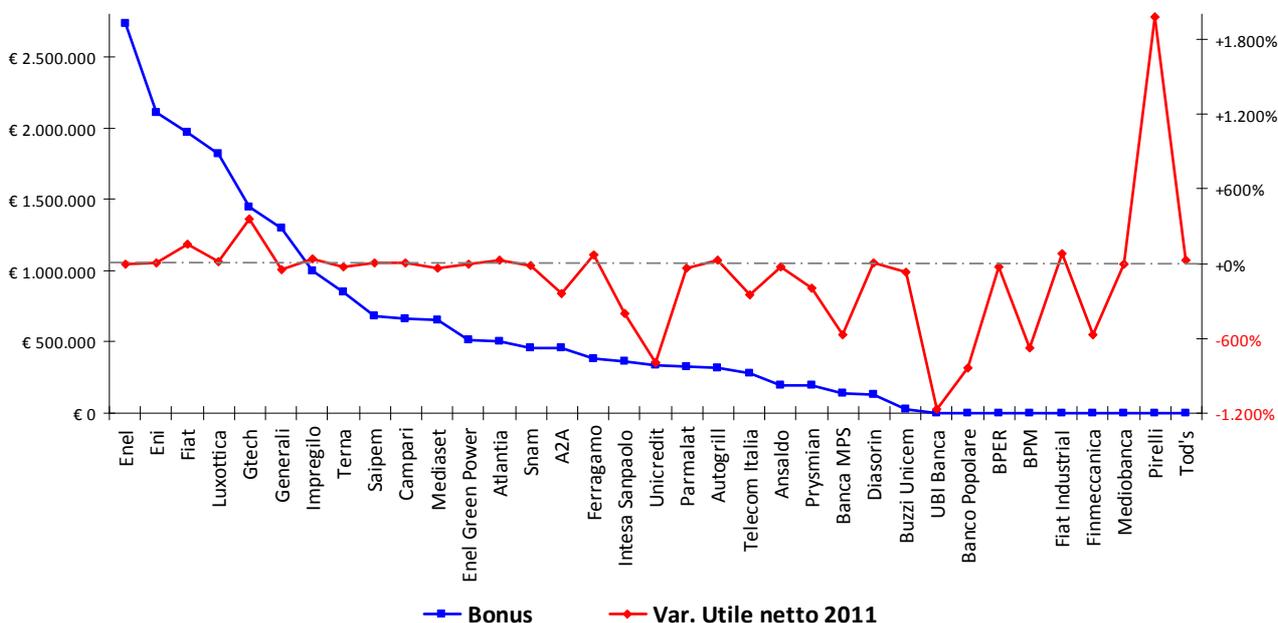
Confronto bonus – TSR 2011 (altre)



L'assenza di collegamento tra bonus pagati e rendimento per gli azionisti è ancora più evidente: in ben 20 società sono stati riconosciuti dei bonus a fronte di un rendimento negativo per gli azionisti nell'esercizio precedente, mentre nessun premio è stato pagato in 2 delle 8 società che hanno realizzato un TSR annuale positivo (Mediobanca e Pirelli).

Un'ultima verifica della relazione risultati-bonus può essere tentata utilizzando come criterio di performance l'utile netto. Anche in questo caso l'indicatore evidenzia dei limiti sostanziali, derivanti principalmente da eventuali rettifiche ed operazioni straordinarie realizzate nel corso dell'esercizio.

Confronto bonus 2012 – variazione Utile netto 2011

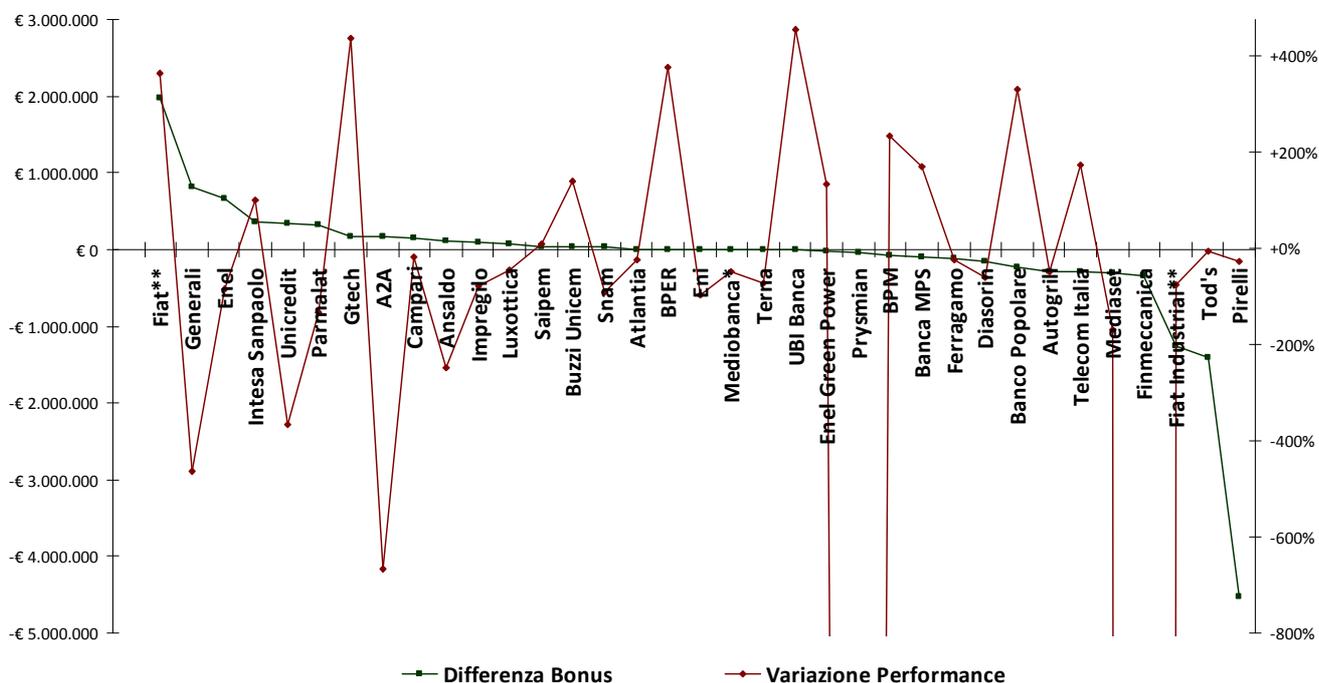


Nel grafico, gli emittenti sono ordinati per ammontare decrescente del bonus corrisposto. L'andamento delle variazioni dell'utile netto, decisamente discontinuo, evidenzia chiaramente come anche questo parametro non abbia avuto alcun peso nella distribuzione dei premi ai CEO. Addirittura, la società che ha realizzato il maggior incremento dell'utile netto, Pirelli (+1.981%), è una delle poche a non aver premiato il maggior responsabile per i risultati conseguiti, al contrario di quanto accaduto in realtà dove l'utile è crollato di ben oltre il 100% (A2A, Intesa Sanpaolo, UniCredit, Telecom Italia, Prysmian e Banca MPS).

Per completezza, si è verificata anche l'esistenza di un'eventuale correlazione tra la distribuzione del dividendo nel 2012 (relativo al risultato 2011) ed il compenso variabile di breve periodo: in 3 casi è stato riconosciuto un bonus in assenza di dividendi (Banca MPS, Fiat ed UniCredit), mentre in 5 è avvenuto l'opposto (Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Fiat Industrial, Mediobanca, Pirelli e Tod's).

Da quanto riportato in precedenza, sembrerebbe quindi assente ogni collegamento diretto tra entità dei bonus e risultati annuali, almeno con riferimento a dei parametri di performance standard: rendimento per gli azionisti, parametri di redditività o patrimoniali (società finanziarie), utile netto o dividendi distribuiti. Lo stesso risultato è confermato anche analizzando come sono cambiati i parametri negli ultimi due esercizi.

Variatione bonus pagati 2011-2012 vs. variazione performance (EBITDA, Tier 1, Solvency)



La linea decrescente rappresenta la differenza, in termini assoluti, tra i bonus corrisposti nel 2012 e quelli del 2011. I valori sull'asse di destra rappresentano invece la variazione percentuale delle performance realizzate nei due esercizi di riferimento. Ad esempio, Gtech (ex-Lottomatica) nel 2012 ha riconosciuto all'Amministratore Delegato un bonus di € 166.873 superiore a quanto corrisposto nel 2011, in seguito ad una variazione dell'EBITDA di circa il 435% superiore rispetto a quella realizzata nel 2010 (nel 2011 l'EBITDA è aumentato del 19,5% rispetto all'esercizio precedente, mentre nel 2010 era aumentato del 3,5%)¹⁵. Parimenti, Generali ha riconosciuto un variabile (come si è visto, non legato alle performance, ma esclusivamente al nuovo incarico di Amministratore Delegato) di € 820.000 superiore a quanto pagato nel 2011, in corrispondenza di una performance (in termini di Solvency) peggiore del 464%.

In 14 casi, sui 35 in cui è previsto un compenso variabile di breve periodo, la variazione del bonus è risultata in linea con la variazione delle performance relative al criterio specifico: in Fiat,

¹⁵ Dato che Fiat Industrial è stata parzialmente scissa da Fiat SpA a gennaio 2011, i dati di bilancio del 2010 sono riferiti alle *discontinued operations*, per quanto riguarda Fiat Industrial, ed alle *continuing operations* per Fiat SpA.

Intesa Sanpaolo, Gtech, Saipem e Buzzi Unicem i bonus sono aumentati al migliorare delle performance, mentre una riduzione nei due valori si è registrata in Prysmian, Ferragamo, Diasorin, Autogrill, Mediaset, Finmeccanica, Fiat Industrial, Tod's e Pirelli.

In ben 10 casi i bonus sono aumentati anche a seguito di performance peggiori: Generali, Enel (per cui il bonus rimane ai massimi livelli in Italia, nonostante l'EBITDA sia aumentato di solo l'1,1% nel 2012, rispetto ad un +6,8% del 2011), UniCredit (il cui bonus, interamente in azioni, è però da considerare come "anticipo" dell'incentivo di lungo periodo), Parmalat, A2A, Campari, Ansaldo, Impregilo (per cui si tratta di un "bonus di benvenuto", non legato ad alcun criterio di performance), Luxottica e Snam. In soli 6 casi, il bonus è diminuito nonostante performance migliori: UBI Banca (dove il bonus rimane comunque su livelli simbolici), Enel Green Power, Banca Popolare di Milano, Banca MPS (per cui si tratta di un mero "golden hello", comunque non dipendente dalle performance), Banco Popolare e Telecom Italia. Banca Popolare dell'Emilia Romagna e Mediobanca non hanno riconosciuto il bonus in nessuno degli esercizi considerati, mentre in Eni, Terna ed Atlantia il bonus è rimasto esattamente invariato. Sia in Eni che in Terna il bonus si mantiene su di un livello leggermente inferiore al massimo previsto dalle politiche (148% del compenso fisso per il CEO di Eni, contro un massimo del 155%, 57% rispetto al massimo di 67% per quello di Terna). Infine, mentre in Atlantia le performance sono state pressoché simili nei due esercizi (l'EBITDA è aumentato del 6,8% nel 2011 e del 5,1% nel 2010), sia Eni che Terna hanno ottenuto risultati peggiori nel 2011 (+0,4% nel 2011 contro +19,6% nell'esercizio precedente per Eni, +4,7% contro +17,1% per Terna).

3.4. Gli incentivi di lungo periodo

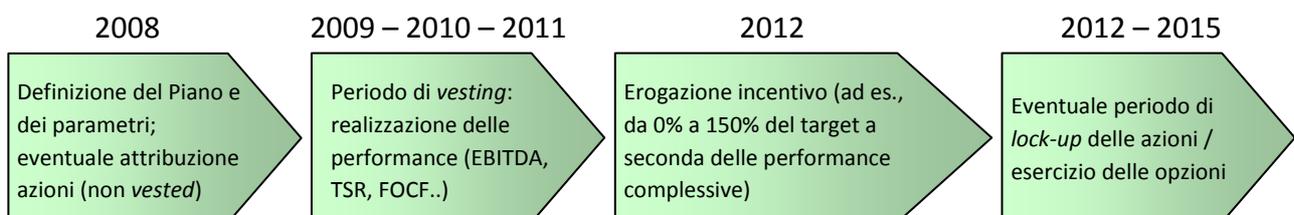
Formalmente, i piani di incentivazione di medio-lungo periodo presentano le medesime difficoltà di analisi incontrate nella descrizione dei bonus annuali: elevata varietà dei criteri di performance (circa 25 differenti parametri sono elencati nelle varie Relazioni), livello di trasparenza non sempre adeguato (anche se solo in 6 Relazioni, rispetto alle 14 dei bonus annuali) ed incentivi non legati alle performance ma alla sola continuazione del rapporto di lavoro (Exor, Fiat e Fiat Industrial).

In tutte le banche, Salvatore Ferragamo e Tod's, l'incentivo di lungo periodo è rappresentato esclusivamente dal differimento, negli anni successivi, di una parte del bonus annuale. Per essere considerato come vero e proprio piano di lungo termine, la quota differita dovrebbe essere soggetta ad ulteriori parametri di performance da realizzare nel periodo del differimento. Un mero differimento del bonus, magari solo monetario e quindi non dipendente neanche dal valore del titolo, non può rappresentare uno strumento di incentivazione. Mentre tutte le banche prevedono ulteriori criteri per l'assegnazione degli incentivi, o comunque delle clausole di *malus* (l'ammontare del bonus differito può ridursi al peggiorare delle performance future), ciò non avviene né in Salvatore Ferragamo né in Tod's.

Occorre poi segnalare A2A e Buzzi Unicem, le cui politiche prevedono esclusivamente il bonus annuale come forma di incentivazione, ed Azimut, che, come si è già visto, non riconosce alcun compenso variabile all'Amministratore Delegato.

Per poter procedere ad un confronto accurato ed omogeneo, occorrerebbe rapportare gli incentivi pagati con le performance realizzate nell'arco dell'intero periodo di validità di ogni singolo piano. Anche tale esercizio presenta però delle difficoltà oggettive: non tutti i piani di incentivazione hanno la medesima durata, né si sviluppano con le stesse metodologie. I piani azionari e di stock options, ad esempio, coprono generalmente un arco di tempo più lungo, che include il periodo di *vesting* (ovvero il tempo necessario per la maturazione del diritto, generalmente soggetta a parametri di performance), il periodo di esercizio delle opzioni e, in alcuni casi, anche un periodo di indisponibilità delle azioni acquistate/ottenute (*lock-up*), necessario per rafforzare il legame tra gli interessi del management con gli azionisti.

Esempio di funzionamento di un piano di incentivazione di lungo periodo (LTIP)



L'esempio che precede rappresenta solo un piano generico, molto semplice, per cui l'intero ammontare sia attribuito alla scadenza del *vesting period*. La complessità dei singoli piani può però variare anche notevolmente a seconda dell'emittente: ad esempio, una quota dell'incentivo può maturare ogni anno, sulla base dei risultati cumulativi degli anni precedenti, può essere attribuita in parte in contanti ed in parte in azioni, ciascuna con un proprio regolamento, e via di seguito. Ad ogni modo, per poter essere considerato effettivamente di lungo periodo, un piano di incentivazione dovrebbe coprire un periodo di performance di almeno 3 anni. Considerando anche gli eventuali *lock-up period* e la scadenza delle opzioni, la durata massima di ciascun piano raramente supera i 5 esercizi.

Come già più volte sottolineato, le remunerazioni corrisposte prima del 2011 non erano sempre descritte con un livello di dettaglio tale da poterne individuare ogni componente e la relativa natura (attribuita, maturata, derivante da piani pluriennali o meno, eccetera). Nel prosieguo dell'analisi, quindi, saranno presi in considerazione gli incentivi di lungo termine maturati nel corso degli ultimi 2 esercizi (2011 e 2012) e le performance realizzate nei 3 e 4 esercizi precedenti (ovvero nei periodi 2009 – 2011 e 2008 – 2011).

Il confronto con il valore creato per gli azionisti (TSR)

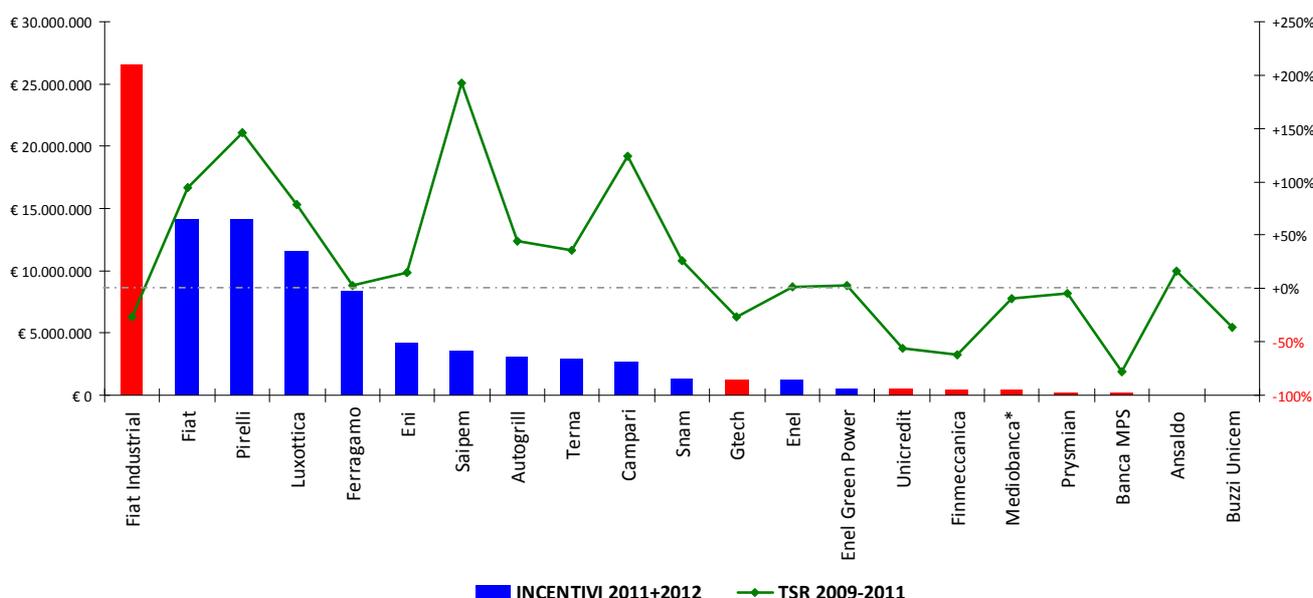
Il *Total Shareholder Return* (rendimento complessivo per gli azionisti) rappresenta sempre il parametro principale per valutare la realizzazione di un allineamento di interessi con gli azionisti nel lungo periodo. Utilizzare più parametri di performance nella definizione degli incentivi è assolutamente raccomandabile, di modo che questi possano essere collegati il più possibile con la realizzazione degli interessi di tutti gli stakeholders. Ciononostante, tra tutti gli indicatori, solo il TSR può segnalare se vi sia uno squilibrio eccessivo nel rapporto tra il rendimento aggiuntivo del CEO e la creazione di valore nel lungo periodo. Inoltre, calcolando il TSR su un arco temporale più ampio, si riducono notevolmente le naturali oscillazioni dei corsi azionari di breve termine, maggiormente dipendenti da fattori esogeni e dalle condizioni contingenti dei mercati, che influiscono sulle scelte ed i rendimenti degli investitori più speculativi. L'obiettivo dello studio è quello di verificare l'allineamento dell'incentivo con il rendimento degli azionisti non speculativi, che puntano alla crescita del rendimento su periodi lunghissimi, come i fondi pensione.

L'indicatore risulta quindi idoneo per la valutazione della sostenibilità nel medio-lungo periodo delle performance.

Per fornire un esempio concreto della validità dell'utilizzo del TSR nel lungo periodo, si può prendere il caso di Parmalat: si immagina di aver acquistato l'azione il 30 dicembre 2008, a € 1,1111, e di averla venduta alla chiusura del 30 dicembre 2011 a € 1,2852; includendo anche i dividendi incassati nei tre anni, si sarebbe avuto un rendimento del 37%. Da tale cifra sono del tutto escluse le fortissime oscillazioni del prezzo, che hanno portato il titolo a realizzare un +26% nel periodo gennaio – luglio 2011, seguito da un crollo di -75% nel successivo periodo 5 luglio – 8 agosto 2011.

I dati relativi a Mediobanca sono riferiti al periodo 30 giugno 2008 – 30 giugno 2011. Alcune società, invece, sono state quotate sul mercato in un momento successivo al 30 dicembre 2008, per cui il valore di partenza del titolo è relativo al prezzo di collocamento: € 1,6 per Enel Green Power, quotata il 4 novembre 2010, € 6,15 per Exor, quotata il 2 marzo 2009 (risultante dalla fusione di IFI ed IFIL), € 9 per Fiat Industrial, risultante dalla scissione parziale da Fiat SpA del 3 gennaio 2011, e € 9,95 per Salvatore Ferragamo, quotata a partire dal 29 giugno 2011.

Incentivi maturati 2011 e 2012 vs. Rendimento per gli azionisti (TSR) nel periodo 2009-2011



Nel grafico sono evidenziate esclusivamente le 21 società in cui sono maturati degli incentivi: tra queste, in ben 8 casi (il 38%) il TSR nei 3 anni è risultato negativo. Occorrerebbe però escludere Fiat Industrial (TSR -26,4%), i cui incentivi azionari sono in realtà da attribuire ai risultati conseguiti da Fiat Group (TSR +94,5%), di cui la società era parte integrante fino a dicembre 2010.

Anche per le altre 17 società, che non hanno corrisposto alcun incentivo di lungo periodo nei due esercizi in esame, sembrerebbe esserci uno scarso allineamento con il valore creato per gli azionisti. Oltre ad A2A ed Azimut, che non prevedono piani di incentivazione (anche in Buzzi Unicem il piano di lungo termine non è più in vigore, ma le azioni maturate negli ultimi due esercizi facevano riferimento a piani precedenti), tra le 15 società in cui gli incentivi non sono maturati in 7 casi il TSR cumulativo degli ultimi 3 esercizi è stato positivo – Exor (+168%), Tod's (+149%), Diasorin (+42%), Parmalat (+37%), Impregilo (+29%), Atlantia (+24%) e Mediolanum (+14%) –, mentre nei restanti 8 il TSR è stato negativo – Banco Popolare (-68%), UBI Banca (-57%), Banca Popolare di Milano (-55%), Intesa Sanpaolo (-39%), Banca Popolare dell'Emilia Romagna (-38%), Generali (-36%), Mediaset (-23%) e Telecom Italia (-14%).

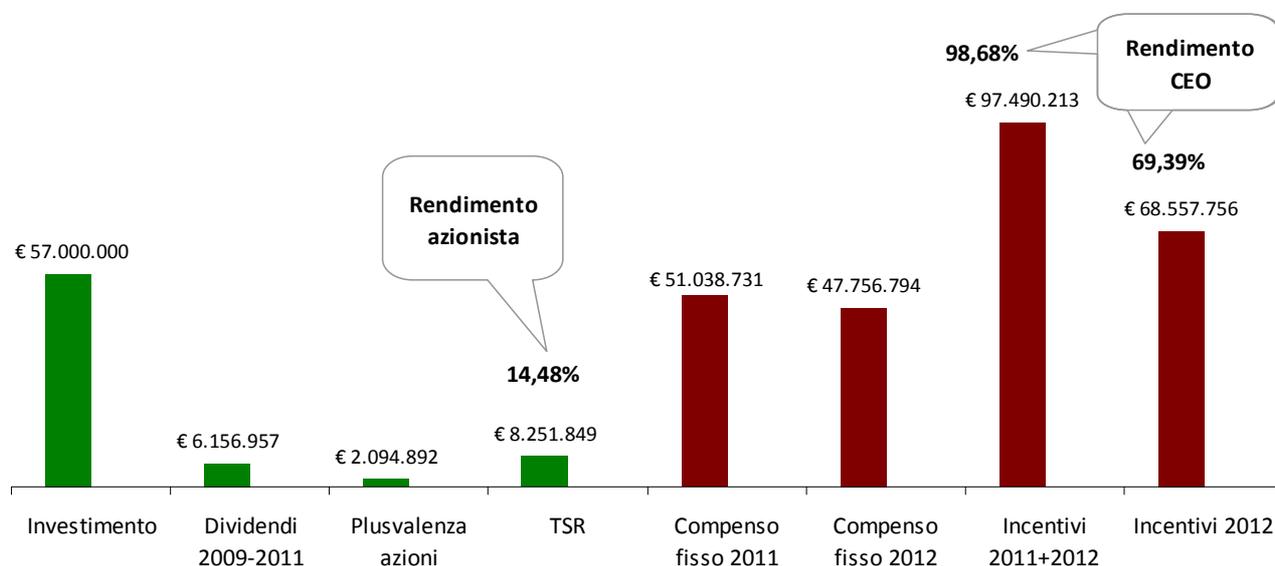
Al netto di Fiat Industrial, in 7 casi su 20 (35%) si rileva un disallineamento tra i premi riconosciuti ed il valore creato per gli azionisti: in Gtech (ex-Lottomatica) gli incentivi *equity* hanno fruttato complessivamente € 1.286.165 per il CEO, contro un TSR di -26% nei 3 esercizi precedenti; in UniCredit gli incentivi maturati negli ultimi due esercizi sono stati pari a € 538.772, nonostante un TSR di -56%; in Finmeccanica € 427.223 (TSR -62,5%), senza contare i € 9,48 milioni di indennità riconosciuta nel 2011 all'ex-Presidente e CEO Guarguaglini; in Mediobanca € 384.000 interamente *cash* (TSR -8,9%); in Prysmian € 253.158 interamente *cash* (TSR -4,5%); in Banca MPS € 205.000 interamente *cash* (TSR -77,6%); in Buzzi Unicem € 28.903 interamente *equity* (TSR -37%).

Un reale allineamento, però, si nota nelle 10 società in cui sono maturati gli incentivi più elevati, nelle quali gli azionisti hanno tutti ottenuto un guadagno complessivo (minimo +2,3% in Ferragamo, dal giugno 2011, fino al massimo di +193% in Saipem). Nonostante in diverse realtà il valore degli incentivi sia decisamente sproporzionato (in particolare le azioni gratuite assegnate dal Gruppo Fiat, il cui valore complessivo era pari a € 40,7 milioni alla data dell'assegnazione), si nota finalmente un certo, seppur parziale, allineamento di una componente retributiva con i risultati effettivamente raggiunti.

Sintetizzando quanto visto finora: in 21 società si è realizzato un certo allineamento degli interessi, mentre in 14 la maturazione o meno degli incentivi è stata totalmente indipendente dal valore creato per gli azionisti (sono escluse A2A, Azimut e Fiat Industrial).

Se alla chiusura del 31 dicembre 2008 un investitore particolarmente facoltoso avesse investito € 1.500.000 in ciascuna società¹⁶ attualmente quotata nel FTSE MIB (e successivamente sottoscritto azioni delle “matricole” Enel Green Power, Fiat Industrial e Salvatore Ferragamo per un pari importo), avrebbe sostenuto un costo iniziale di € 57 milioni. Al 31 dicembre 2011, includendo anche i dividendi ricevuti, lo stesso ipotetico investitore si sarebbe ritrovato un capitale pari a circa € 65,3 milioni, ottenendo un guadagno complessivo (TSR) di € 8,3 milioni, ovvero +14,5%: € 2,1 milioni derivanti dall’apprezzamento delle azioni più € 6,2 milioni di dividendi percepiti nei tre anni. Gli incentivi di lungo periodo ricevuti dai CEO nel 2011 e nel 2012, relativi allo stesso periodo di performance (esclusi quindi i bonus annuali), ne hanno aumentato il compenso totale del 98,7%, praticamente raddoppiandolo.

Rendimento azionista 2009-2011 (ipotesi: € 1,5 milioni investiti in ciascuna società) vs. Rendimento complessivo CEO per i risultati realizzati nello stesso periodo



¹⁶ L'importo è stato definito per allineare l'investimento con i compensi dei CEO.

Dal confronto incentivi–TSR emergerebbero quindi due elementi principali: da un lato, che la maggior parte delle remunerazioni dei CEO sono adeguatamente strutturate per premiare l’effettiva creazione di valore nel medio-lungo periodo, ma, dall’altra, che sussiste una generale sproporzione tra i compensi dei massimi dirigenti ed il rendimento degli azionisti, a causa degli importi spesso eccessivi degli incentivi. Al di là del caso specifico del Gruppo Fiat, per cui gli enormi incentivi azionari non trovano una giustificazione formale nelle performance (*retention plan*), uno dei motivi principali di tale disallineamento potrebbe essere ricercato nello scarso ricorso agli strumenti finanziari, ed in particolare delle stock options.

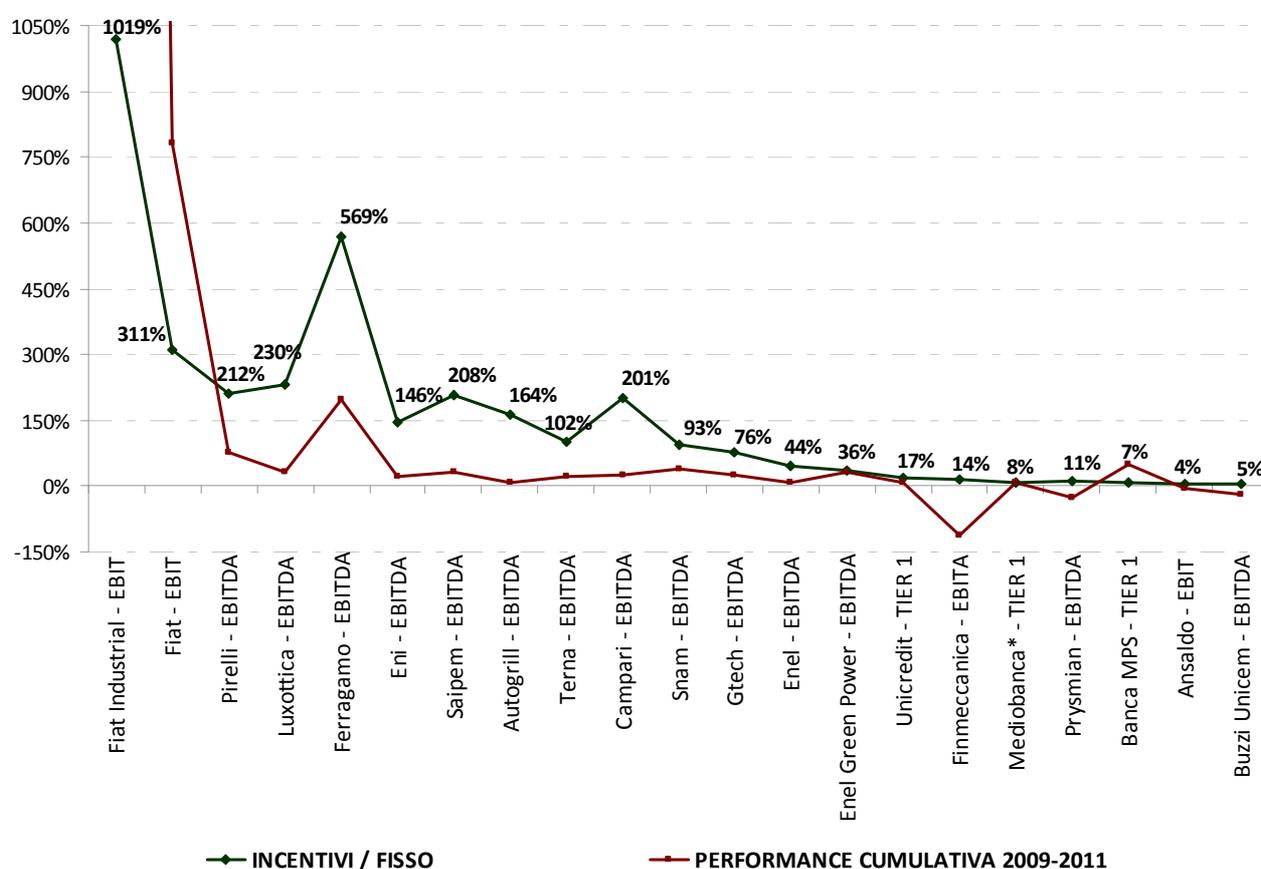
Rapportando gli incentivi maturati nel 2011 e nel 2012, con il TSR realizzato nei 5 anni precedenti (2007-2011), l’allineamento risulta ancora meno evidente: in 12 casi l’incentivo è maturato in corrispondenza di un TSR negativo, contro i 6 in cui anche gli azionisti hanno conseguito un rendimento complessivo (nelle sole Diasorin e Tod’s non è maturato alcun incentivo anche in presenza di un TSR positivo). Il confronto su 5 anni di performance non è però sempre significativo: mentre un arco temporale più ampio può avere effetto sull’eventuale esercizio di stock options o sulla maturazione del diritto ad ottenere le azioni gratuite attribuite, per la generalità dei piani monetari i criteri per l’assegnazione sono valutati in 3 esercizi. Inoltre, per poter valutare al meglio il rapporto incentivi-performance tra il 2007 ed il 2011, occorrerebbe prendere in considerazione anche quanto corrisposto nel 2010, quando sono maturati i diritti relativi ai piani 2007. Come più volte evidenziato, solo a partire dai Bilanci 2011 si dispone di un livello di trasparenza sulle remunerazioni tale da poter analizzarne in dettaglio ogni singola componente.

Il confronto con i risultati operativi

Seppure rappresentativo del valore creato per gli azionisti nel lungo periodo, il TSR non può essere considerato come l’unico parametro di riferimento per valutare le performance, in quanto dipendente anche da fattori esogeni legati ai mercati di riferimento ed alle fluttuazioni dei corsi azionari. Per un’analisi completa è quindi necessario rapportare il rendimento dei CEO anche a dei parametri di performance interni, più direttamente dipendenti dalla gestione operativa dell’emittente.

Come si è già visto in precedenza, la generalità delle politiche sulle remunerazioni legano il pagamento degli incentivi ad una moltitudine di performance, sia di natura quantitativa che qualitativa. Per semplicità, si utilizzerà di seguito il criterio maggiormente utilizzato nei piani di incentivazione, a seconda del settore di riferimento: l'EBITDA per le società industriali, il Tier 1 Ratio per le banche, il Margine di Solvibilità per le assicurazioni, il Patrimonio Amministrato per le società finanziarie.

Incentivi/Compenso fisso 2011 e 2012 vs. Performance operative 2009-2011



Nel grafico che precede, le società sono ordinate per ammontare decrescente degli incentivi maturati negli ultimi 2 esercizi. Il rapporto incentivi su compenso base rappresenta l'incremento del reddito del CEO legato alle performance. L'andamento simile delle due linee sembrerebbe segnalare un certo allineamento tra gli incentivi e le performance nel medio-lungo periodo. Ma, come già riscontrato con riferimento al TSR, anche utilizzando dei criteri "interni" di performance l'allineamento risulta maggiormente evidente sui livelli più elevati (sia di

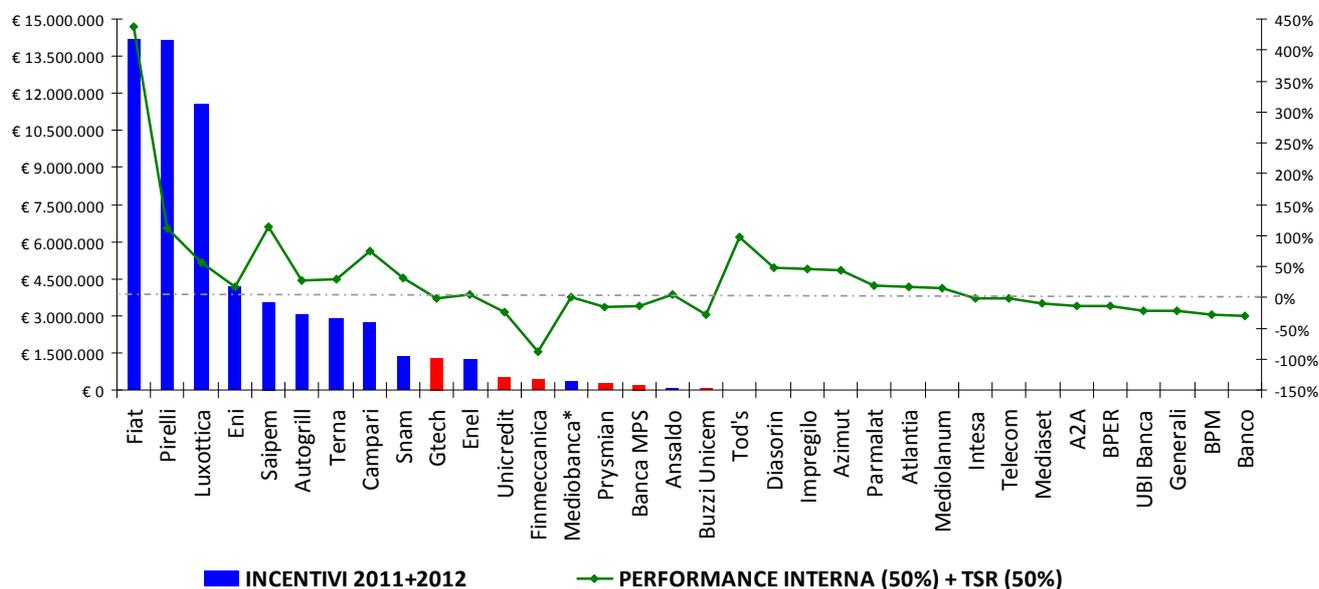
performance che di incentivazione), mentre inizia a perdersi in concomitanza di risultati meno soddisfacenti. In particolare, 4 dei 5 incentivi più elevati (Fiat, Fiat Industrial, Ferragamo e Pirelli) sono maturati nelle società con le performance triennali migliori (ma anche in Luxottica, classificata quarta per ammontare di incentivi, ha realizzato una buona performance, incrementando l'EBITDA di oltre il 32%). In 4 emittenti il premio è maturato nonostante una performance negativa (Finmeccanica, Prysmian¹⁷, Buzzi Unicem ed Ansaldo), ma il relativo premio medio per il CEO (€ 187.310) è risultato comunque notevolmente inferiore alla media complessiva (€ 2,7 milioni).

La mediana delle performance nelle 21 società in cui sono maturati gli incentivi risulta pari a +23,8%, mentre si riduce a +10,2% nelle rimanenti 17. In particolare, si segnalano Impregilo, Diasorin, Tod's ed Intesa Sanpaolo, in cui gli incentivi non sono maturati nonostante performance medie più elevate (+49,8%). Sia in Impregilo che in Intesa Sanpaolo, però, l'assenza degli incentivi è dovuta al fatto che in entrambi i casi il principale responsabile della gestione è cambiato nei due esercizi in analisi.

Combinando le performance di mercato (TSR) e quelle operative in un unico indicatore (ciascun criterio pesato per il 50%), un generale allineamento degli incentivi di medio-lungo periodo risulta ancora più evidente.

¹⁷ Escludendo le poste straordinarie e non ricorrenti, l'EBITDA rettificato di Prysmian risulterebbe aumentato del 41% dal 2009 al 2011.

Incentivi maturati nel 2011 e 2012 vs. performance interne ed esterne combinate (50% performance interne + 50% TSR)



L'indicatore delle performance combinate è nel grafico rappresentato dalla linea, il cui andamento risulta tendenzialmente omogeneo all'ammontare degli incentivi maturati negli ultimi due anni. Ciononostante, in 6 società i premi sono stati riconosciuti anche in presenza di performance negative (Gtech, UniCredit, Finmeccanica, Prysmian¹⁸, Banca MPS e Buzzi Unicem), mentre in 7 nessun incentivo è maturato nonostante i risultati positivi.

In conclusione, si può affermare che, al contrario di quanto visto per i bonus annuali, è possibile verificare un certo grado di correlazione tra risultati conseguiti e premi maturati nella maggioranza dei principali emittenti italiani. Tale correlazione risulta però più evidente con riferimento alle performance interne, rispetto al rendimento complessivamente generato per gli azionisti. In particolare, lo scostamento tra il TSR ed i premi corrisposti ai CEO è dovuto principalmente al dimensionamento di questi ultimi, che in molti casi risulta decisamente sproporzionato rispetto ai risultati conseguiti.

¹⁸ Considerando l'EBITDA rettificato, la performance combinata di Prysmian sarebbe pari a +7%, allineandosi così al rapporto medio tra premi maturati e risultati conseguiti dalle società del FTSE MIB.

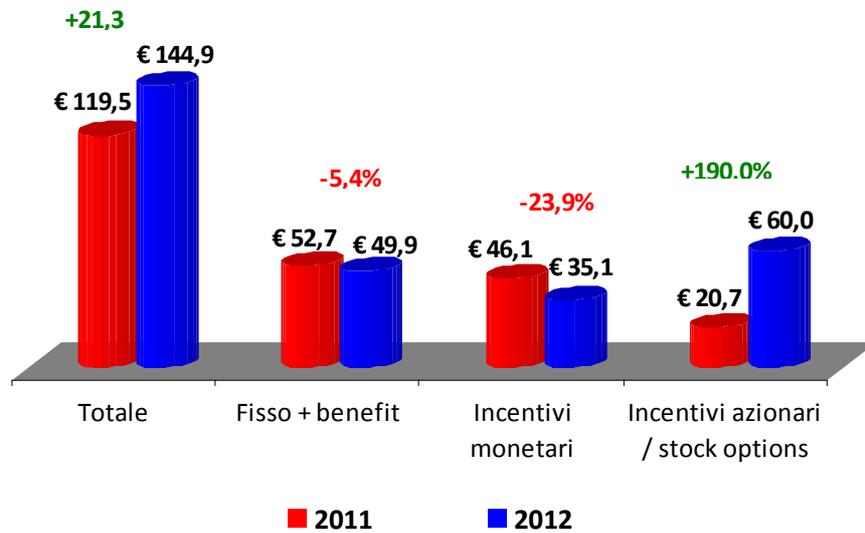
3.5. I compensi complessivi attribuiti nel 2012

Finora è stato esposto il compenso di cui hanno potuto beneficiare i massimi dirigenti italiani, in parte derivante dagli obiettivi e dai risultati conseguiti nel passato più o meno recente. Per consentire una più accurata analisi della struttura delle politiche retributive, si utilizzerà in questo paragrafo la metodologia alternativa di valutazione delle remunerazioni, definita in precedenza come *awarded*. Dai compensi complessivi sono quindi escluse le componenti finanziarie maturate (azioni gratuite assegnate e stock options esercitate), sostituite dagli strumenti attribuiti, ma il cui diritto maturerà in futuro al verificarsi di determinate condizioni, preferibilmente dipendenti dai risultati ottenuti. Il valore dell'incentivo è quindi, in questo caso, puramente potenziale: le azioni sono valutate alla data di attribuzione (di almeno un anno antecedente quella dell'effettiva consegna), mentre per le opzioni si utilizza il *fair value* evidenziato dalla società nella Relazione sulla Remunerazione¹⁹.

Nel corso dell'esercizio 2012, il valore complessivo dei compensi attribuiti ai CEO delle maggiori società italiane ha raggiunto € 144,9 milioni, in aumento del 21,3% rispetto al 2011. Anche attraverso la differente metodologia di calcolo, il motore delle remunerazioni è da ricercare tra gli incentivi finanziari, che sono cresciuti del 190% rispetto all'esercizio precedente. Al contrario, gli incentivi monetari (di breve e di lungo periodo) sono calati del 24%, mentre i compensi fissi sono risultati pressoché stabili (-5%).

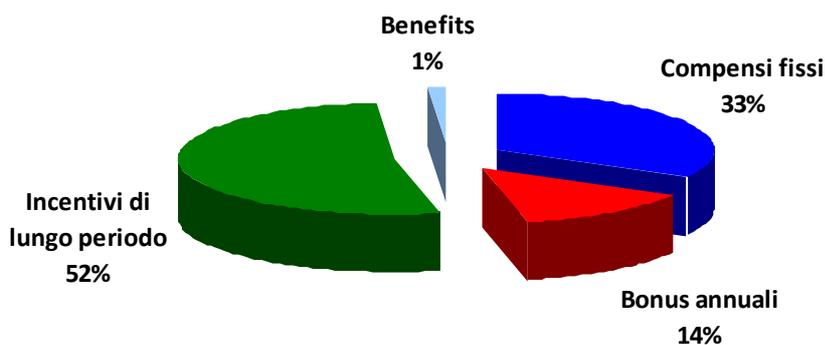
¹⁹ Laddove il *fair value* complessivo non sia stato segnalato dalla società, si è utilizzato l'importo indicato come di competenza dell'esercizio. Tra le Relazioni analizzate, relative al 2011 ed al 2012, solo DiaSorin nel 2011 non ha riportato puntualmente il *fair value*.

Scomposizione dei compensi attribuiti ai CEO nel 2012 (€ milioni)



Nonostante sia puramente potenziale e dipendente da eventi futuri, il valore degli incentivi attribuiti fornisce un'utile indicazione sulla struttura delle politiche retributive mediamente utilizzate dagli emittenti, evidenziando in maniera più chiara il rapporto tra la componente variabile e le performance di breve e lungo periodo.

Struttura della remunerazione media attribuita ai CEO nel 2012 (€ milioni)



Uno dei principi fondamentali, che dovrebbe essere rigidamente seguito da tutte le politiche sulle remunerazioni, prevede che il focus della componente variabile sia principalmente volto al conseguimento degli obiettivi di lungo periodo. Come già ampiamente sottolineato, l'obiettivo cardine dei sistemi di incentivazione dovrebbe essere l'allineamento degli interessi del management con la creazione di valore sostenibile nel tempo. La struttura dei compensi attribuiti nel 2012, riportata dal grafico precedente, sembrerebbe soddisfare questo principio

fondamentale: la componente variabile generalmente prevale sul compenso fisso e risulta maggiormente orientata ai risultati di lungo periodo.

Il calcolo della struttura complessiva delle remunerazioni attribuite è però distorta da due fattori determinanti. Gli incentivi monetari, infatti, sono riportati in quanto effettivamente corrisposti, anche se riferiti ad esercizi passati, mentre quelli finanziari sono potenziali e riferiti al futuro. Inoltre, l'ammontare di questi ultimi è fortemente influenzato, ancora una volta, da quanto attribuito ad un unico soggetto: oltre tre quarti di quanto complessivamente attribuito nel 2012 è infatti riferito all'Amministratore Delegato di Fiat e Presidente di Fiat Industrial, al quale sono state stanziate 7 milioni di azioni Fiat e 2,1 milioni di Fiat Industrial (del valore complessivo di circa € 45,8 milioni alla data di attribuzione), che saranno assegnate nel 2015 alla sola condizione che il beneficiario continui a ricoprire le due cariche.

Per poter valutare in maniera più corretta l'allineamento, almeno potenziale, delle remunerazioni dei CEO con gli obiettivi di lungo termine, occorre analizzare le singole politiche adottate dai principali emittenti, individuandone gli aspetti che maggiormente potrebbero influire su questo fondamentale principio.

3.6. Le politiche sulle remunerazioni dei CEO

Il Decreto Legislativo n. 259, del 30 dicembre 2010, prevedendo che le Relazioni sulle Remunerazioni (più precisamente la prima sezione, dedicata alle politiche) siano sottoposte al voto assembleare, ha in qualche modo rivoluzionato il rapporto tra azionisti ed emittenti su un tema particolarmente sensibile per entrambi. Sebbene la valutazione dei soci non sia vincolante²⁰, la particolare rilevanza che le politiche retributive ricoprono, sia sotto un profilo operativo che reputazionale, ha spinto verso un più serrato confronto tra emittenti ed azionisti. Già a partire dal primo anno di applicazione delle nuove norme, nel 2012, molti emittenti hanno infatti sentito l'esigenza di un dialogo continuo con gli investitori ed i loro consulenti, per comprendere meglio le ragioni di eventuali opposizioni e, nel caso, rimodulare alcuni aspetti critici delle politiche.

²⁰ Il voto è vincolante solo per le banche e le assicurazioni, per cui le disposizioni della Banca d'Italia hanno rimesso all'Assemblea l'approvazione delle "politiche di remunerazione a favore degli organi con funzione di supervisione, gestione e controllo e del personale".

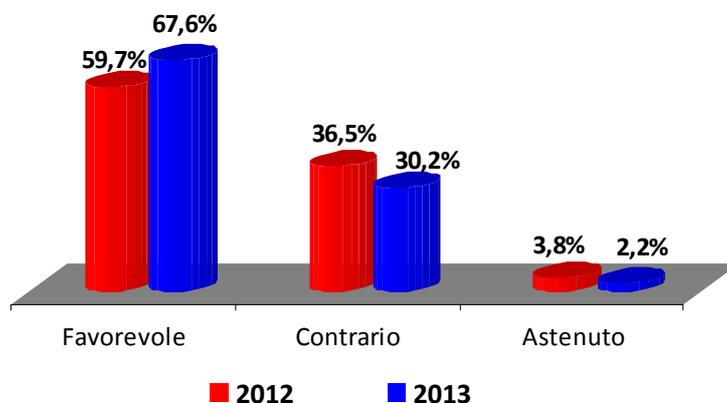
Non tutti gli emittenti sono stati interessati a confrontarsi preventivamente con gli azionisti, ma gli effetti positivi del “*say-on-policy*” si sono fatti sentire in maniera generalizzata già dopo un anno. In molte Relazioni 2012, infatti, è decisamente aumentato il livello di trasparenza, in particolare sui criteri di performance cui sono legati gli incentivi di lungo periodo, e, seppure in misura minore, sono state modificate anche alcune previsioni contrattuali, come le indennità di fine rapporto o i bonus discrezionali. Ovviamente permangono ancora dei punti di disallineamento tra le politiche retributive e le *guidelines* degli investitori istituzionali, ma la nuova normativa ha sicuramente tracciato la strada giusta, che potrebbe presto essere percorsa da tutti i soggetti interessati.

Il primo e maggiormente evidente effetto del più serrato confronto tra emittenti ed investitori istituzionali, è stato il sensibile calo del dissenso durante la stagione assembleare 2013. Escludendo i voti espressi dagli azionisti di maggioranza e dagli altri investitori strategici (o comunque collegati agli azionisti di maggioranza da interessi esterni allo specifico emittente)²¹, i voti contrari alle Relazioni sulle Remunerazioni sono mediamente calati del 17,3%, passando da una media di 36,5% nel 2012 (primo anno di applicazione della nuova normativa) a 30,2% nel 2013. Se gli azionisti di maggioranza e le parti correlate non avessero partecipato alle assemblee, 11 Relazioni sulle Remunerazioni sarebbero state bocciate nel 2013, contro le 13 dell’anno precedente²².

²¹ La definizione di parte correlata può variare a seconda dei parametri presi come riferimento. Per tale motivo i dati qui presentati possono differire da altre analisi, che prendono in considerazione esclusivamente gli azionisti di controllo o rilevanti (possesso maggiore del 2% del capitale).

²² Sono escluse le banche cooperative, per cui il voto è riservato agli azionisti in possesso dello status di “socio”, e ciascun avente diritto può esprimere un solo voto, indipendentemente dal possesso azionario. Attraverso tale meccanismo di voto sono di fatto esclusi dalle assemblee gli investitori istituzionali.

Orientamento di voto degli azionisti indipendenti sulle Relazioni sulle Remunerazioni



La definizione della struttura retributiva dei massimi dirigenti aziendali, indipendentemente dalle dimensioni della società e dal mercato in cui opera, presenta un notevole livello di complessità, includendo un elevato numero di fattori, non sempre quantificabili e preventivabili. Per semplificare, si possono individuare alcuni aspetti delle remunerazioni cui gli azionisti di minoranza risultano particolarmente sensibili:

- Il **compenso fisso**, che dovrebbe garantire un adeguata remunerazione anche nel caso in cui non siano assegnate le componenti variabili, mantenendosi su livelli non così elevati da ridurre il peso motivazionale delle componenti variabili, legate alle performance. Non è possibile definire un livello di compenso fisso idoneo per tutti gli emittenti, dipendendo da una molteplicità di fattori interni (dimensioni, settore, complessità, livelli retributivi interni, eccetera) ed esterni (condizioni economiche generali, concorrenza sul mercato del lavoro, eccetera).
- La **componente variabile**, a livelli target di risultati, dovrebbe rappresentare oltre il 50% del compenso totale, di modo che il dirigente sia maggiormente incentivato al raggiungimento degli obiettivi. Allo stesso tempo, anche una componente variabile eccessiva rispetto al fisso (ad esempio, pari ad oltre il 300% del compenso base) può produrre effetti negativi, incentivando il dirigente ad intraprendere attività eccessivamente rischiose per conseguire gli obiettivi assegnati.
- Gli **incentivi di lungo periodo** dovrebbero rappresentare la principale componente variabile, per motivare maggiormente la sostenibilità nel tempo dei risultati raggiunti.

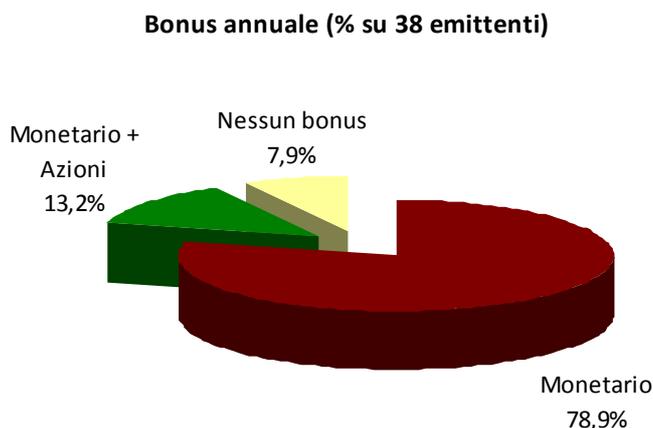
- Tutti i compensi variabili dovrebbero essere assegnati sulla base di **criteri di performance** preventivamente definiti. La previsione di bonus discrezionali, straordinari o comunque non chiaramente dipendenti dalle performance future, rappresenta un elemento inaccettabile di rischio. I criteri di performance, poi, dovrebbero sempre essere misurabili e descritti in dettaglio nelle Relazioni. Molto spesso gli emittenti preferiscono non comunicare in anticipo i criteri di performance cui sono legati i bonus annuali, per non fornire informazioni sensibili ai concorrenti riguardo le strategie aziendali. In questi casi sarebbe comunque opportuno descrivere chiaramente tali criteri, almeno a posteriori, per consentire la valutazione della validità del piano. Sempre più di frequente, poi, si inseriscono tra i criteri di performance anche fattori qualitativi, spesso legati ad aspetti di sostenibilità: tale pratica è assolutamente condivisibile e sarebbe anzi da favorire, a condizione che anche i fattori qualitativi siano chiaramente definiti e valutabili.
- I piani di incentivazione, sia di breve che di lungo periodo, dovrebbero prevedere che almeno in parte siano attribuiti **sotto forma di strumenti finanziari** (azioni o stock options), in modo da favorire l'allineamento del compenso con il valore creato per gli azionisti. Tale componente dell'incentivazione non dovrebbe essere eccessiva, in modo da evitare un'indebita diluizione dei diritti degli altri azionisti.
- L'**indennità di fine rapporto** (*severance payments*) dovrebbe essere fortemente limitata, in modo da non costituire una sorta di paracadute (*golden parachute*) per il CEO in caso di performance insoddisfacenti.
- Dovrebbero essere sempre previste delle **clausole di claw-back**, che consentano alla società di recuperare gli incentivi corrisposti erroneamente, per errata valutazione dei risultati, nel caso in cui il beneficiario abbia agito scorrettamente o abbia esposto la società a rischi eccessivi per il conseguimento degli obiettivi.

Nei paragrafi precedenti si è già accennato alle indennità di fine rapporto corrisposte nel corso del 2012, e si sono analizzate nel dettaglio le varie componenti retributive, fissa e variabile, maturate ed attribuite negli ultimi esercizi. In questa fase, lo studio si concentrerà quindi sul livello di trasparenza delle politiche retributive, sulla struttura delle remunerazioni dei CEO (rispetto al livello di obiettivi realizzati) e su eventuali previsioni contrarie alle *best practices* sopra descritte.

Tipologia di incentivi

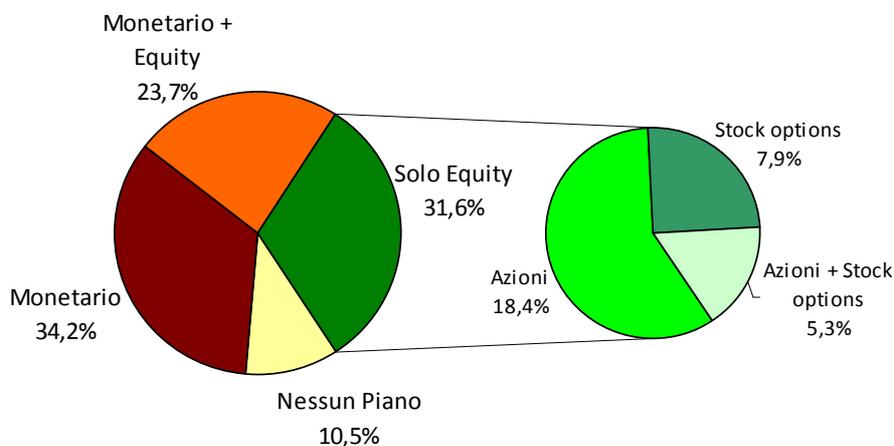
Come già ampiamente descritto nel corso dell'analisi delle singole componenti retributive, bonus ed incentivi sono spesso corrisposti esclusivamente in forma monetaria ai CEO italiani. In sole 5 società il bonus annuale comprende anche una quota azionaria, ovvero nel 14% dei casi in cui tale componente è prevista. Con riferimento ai piani di incentivazione pluriennali, tale percentuale aumenta al 62%: su 34 politiche retributive²³, 21 prevedono che almeno una parte sia corrisposta in azioni o stock options, tra cui 12 (35%) utilizzano lo strumento finanziario come unica modalità di incentivazione. Tra questi ultimi è inclusa anche Banca Popolare dell'Emilia Romagna, che utilizza lo strumento delle *phantom shares*: invece di assegnare fisicamente i titoli, viene erogato un ammontare in denaro pari alla differenza tra il prezzo di mercato del titolo ed un valore predeterminato (valore del titolo ad un determinato periodo, o *strike price* delle opzioni nel caso di *phantom stock options*). Anche se attraverso tale pratica non si realizza un possesso azionario significativo, si riducono gli effetti diluitivi sui diritti degli azionisti e, se è previsto un adeguato *vesting period*, si incentiva comunque il raggiungimento delle performance di lungo periodo.

Strumenti di incentivazione previsti dalle politiche di remunerazione



²³ Oltre ad Azimut, che non prevede alcun variabile, sono escluse A2A, Buzzi Unicem e Mediaset, che al 2012 non avevano in vigore nessuna forma di incentivazione di lungo periodo (per quanto riguarda Mediaset, nel 2012 erano allo studio dei nuovi piani). Sono invece incluse Diasorin e Parmalat, i cui piani sono terminati nel 2012 producendo effetti nell'esercizio in analisi, che hanno entrambe allo studio dei nuovi sistemi di incentivazione di lungo periodo.

Incentivi di lungo periodo (% su 38 emittenti)



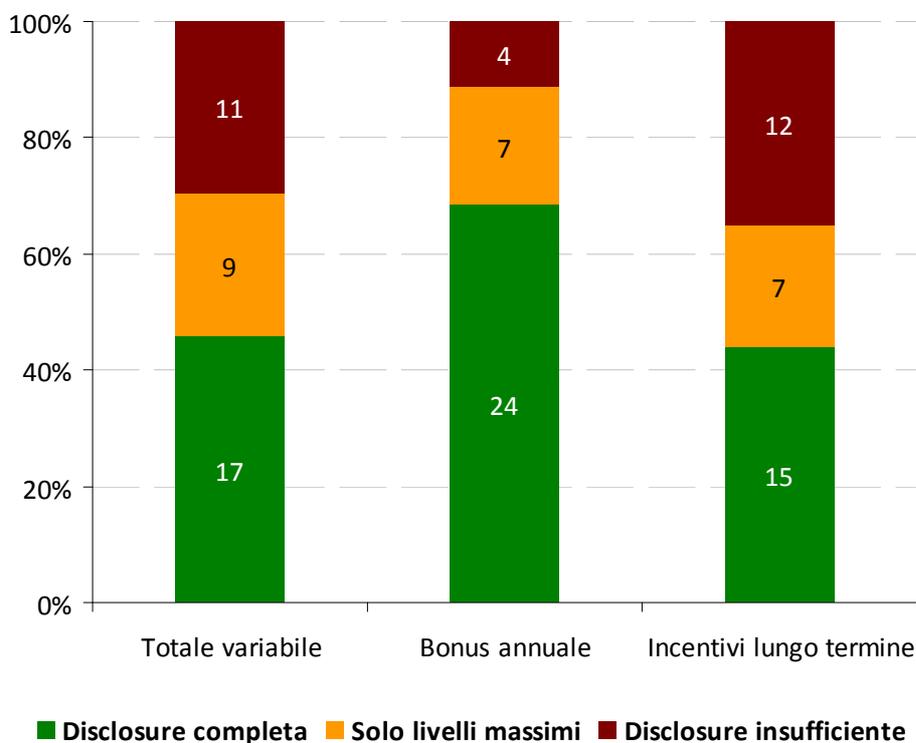
Trasparenza (disclosure)

La *disclosure*, ovvero il livello di dettaglio con cui le Relazioni descrivono le politiche sulle remunerazioni, è un aspetto fondamentale su cui si concentrano tutte le analisi degli investitori istituzionali e dei loro advisors. In particolare, con riferimento ai compensi variabili, dovrebbero essere chiaramente riportati due elementi base: (i) l'ammontare potenziale delle componenti variabili, nel loro livello minimo (che dovrebbe essere sempre pari a zero), target (ovvero al raggiungimento degli obiettivi prefissati) e massimo, e (ii) tutti i criteri di performance cui sono collegate le componenti variabili.

La struttura potenziale delle componenti variabili, che sarà analizzata in seguito dal punto di vista quantitativo, è chiaramente segnalata, o comunque desumibile dalle informazioni fornite, in meno della metà delle Relazioni (17 su 37, o 46%).

Per 24 bonus annuali (69%) è evidenziato sia il livello target che quello massimo, per 7 solo il livello massimo raggiungibile, mentre in soli 4 casi (Atlantia, Gtech, Mediobanca e UBI Banca) non è comunicato né il livello target né il massimo potenziale. Il livello di *disclosure* mediamente peggiora per i 34 piani di incentivazione in vigore nel 2012: solo in 15 casi (44%) è stato possibile stimare la struttura retributiva potenziale per il CEO, sia a livelli target che massimi di performance. In 7 Relazioni è stato in qualche modo comunicato l'ammontare massimo, mentre in ben 12 casi (35%) le informazioni riportate non sono sufficienti per poter valutare il peso potenziale delle componenti variabili.

Livelli di *disclosure* sulla struttura delle remunerazioni dei CEO

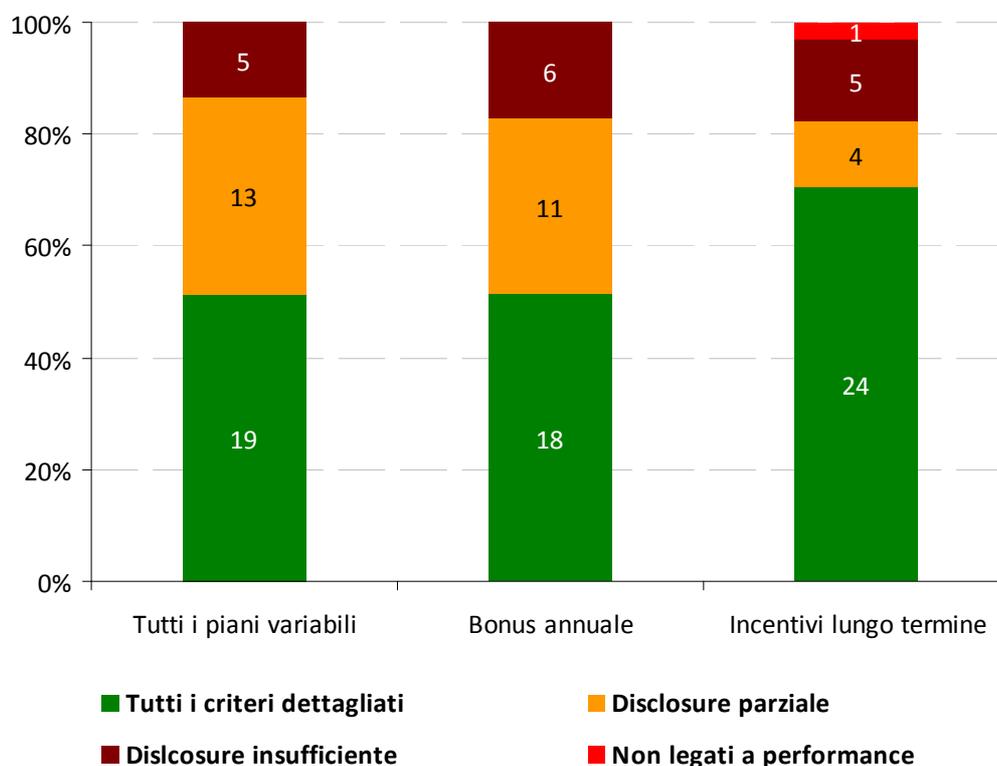


La peggiore *disclosure* relativa all'ammontare potenziale degli incentivi di lungo periodo non è però sempre da attribuire ad una mancanza di trasparenza dell'emittente, ma può dipendere dalla diversa struttura dei piani pluriennali: laddove questi siano corrisposti, anche in parte, in azioni o stock options, risulta molto più complesso stimarne il valore massimo potenziale, che dipende dal valore di mercato del titolo nel futuro. Ciononostante, sarebbe sempre opportuno almeno stimare dei livelli massimi (anche sulla base degli incentivi assegnati nel passato o del *fair value* delle opzioni), che consentano di valutare, anche orientativamente, la struttura complessiva della remunerazione del CEO.

Riguardo i criteri di performance utilizzati nella definizione delle componenti variabili, in 19 casi (51%) tutti i criteri di performance sono riportati nelle Relazioni, mentre in 13 casi (35%) i parametri sono descritti in maniera generica (per tipologia) o parziale. Molti sistemi di incentivazione annuale prevedono delle componenti legate a performance individuali, che raramente sono descritte in maniera dettagliata nelle Relazioni. In Atlantia, Banca MPS, Campari,

Fiat e Fiat Industrial il livello di *disclosure* è decisamente insufficiente, non segnalando in maniera chiara e dettagliata alcun criterio di performance.

Livelli di *disclosure* sui criteri di performance sui sono legate le componenti variabili



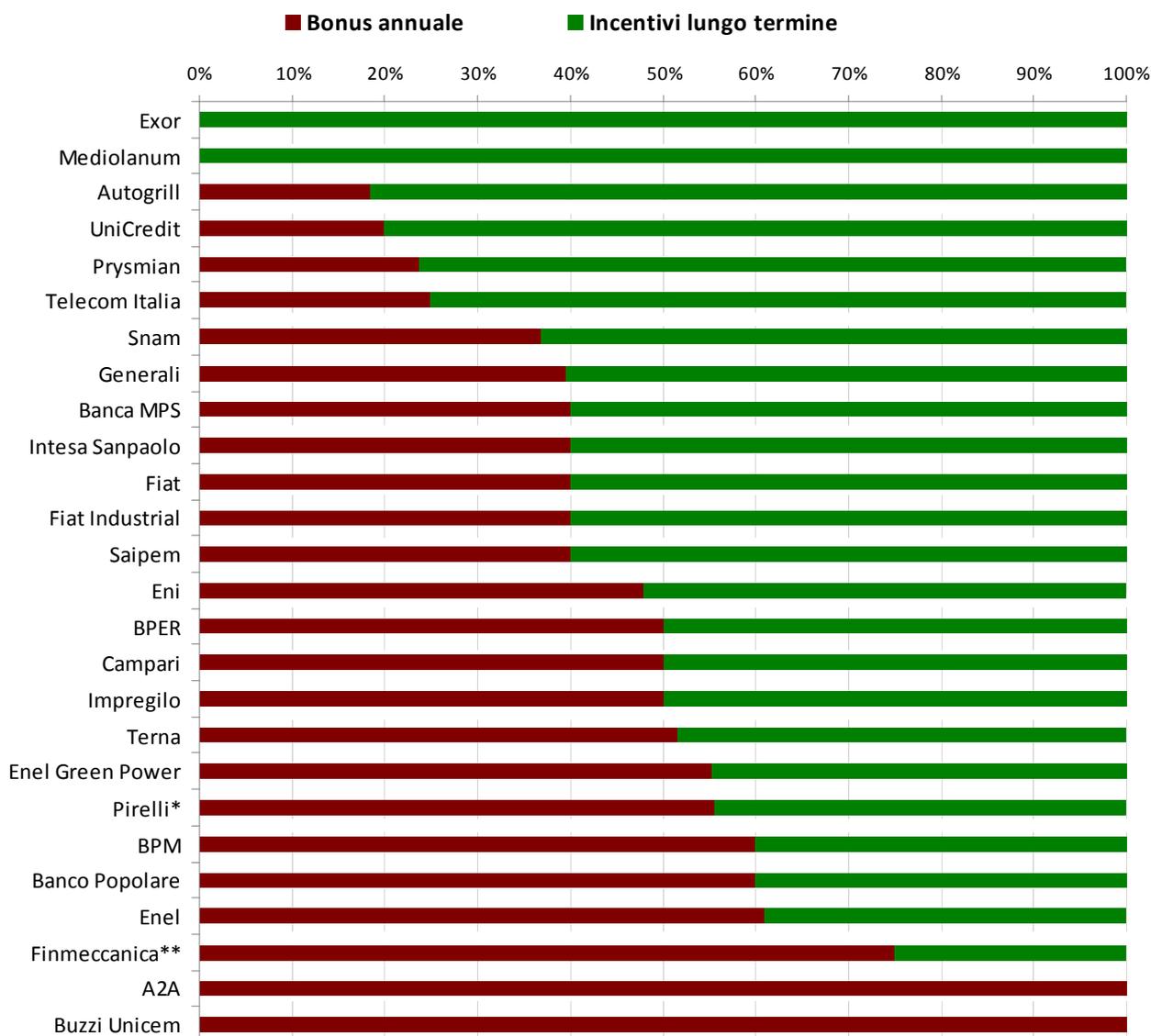
Come si può notare dal grafico, sui criteri di performance si riscontra un maggior livello di trasparenza nei piani di lungo periodo piuttosto che per i bonus annuali. Tale differenza è principalmente dovuta alla tendenza, da parte degli emittenti, di non comunicare integralmente gli obiettivi strategici per l'anno successivo, al fine di non avvantaggiare i concorrenti con informazioni sensibili. Tale pratica è assolutamente condivisibile, ma sarebbe sempre opportuno un maggior livello di trasparenza nei confronti dei propri azionisti, indicando almeno gli obiettivi relativi all'esercizio precedente, sulla base dei quali è stato corrisposto o meno il bonus.

L'assenza di informazioni relative ai criteri di performance e/o al peso che ciascuna componente potrebbe avere sulla remunerazione complessiva, limitano notevolmente la possibilità per gli azionisti di valutare correttamente le politiche retributive, causando spesso indirizzi di voto contrario o l'astensione.

Struttura dei compensi

Come più volte sottolineato, i compensi variabili dovrebbero rappresentare il principale strumento di incentivazione alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo. Per tale motivo, secondo le migliori pratiche ormai generalmente riconosciute, i piani di lungo periodo dovrebbero rappresentare la principale componente variabile delle remunerazioni dei CEO. In 26 Relazioni sulle Remunerazioni, pubblicate dalle maggiori società italiane, sono disponibili informazioni sufficienti a stimarne la struttura retributiva. Tra queste, in appena 14 casi (poco più della metà) il valore potenziale dei piani di incentivazione supera quello dei bonus annuali. In 3 casi le componenti variabili si equivalgono, mentre nei rimanenti 9 l'ammontare massimo del premio annuale è maggiore di quello di lungo termine. Occorre però evidenziare come alcune politiche prevedano dei sistemi di differimento e/o di "co-investimento" del bonus annuale, che portano ad un riequilibrarsi dei pesi tra le due componenti. È il caso, ad esempio, di Pirelli, per cui l'ammontare del bonus annuale sarebbe pari al 56% del variabile totale: grazie al differimento di una quota negli anni successivi, soggetto ad ulteriori condizioni di performance che ne possono aumentare o ridurre il valore, di fatto l'incentivo di lungo termine supera notevolmente quanto corrisposto sulla base delle performance annuali. Al contrario, alcuni piani sono definiti di lungo periodo solo perché in vigore per un periodo di tempo più ampio, ma sono pagati annualmente, sulla base delle performance realizzate nell'esercizio precedente. Tali piani sono qui considerati bonus annuali, e non, come riportato dalla società stessa, piani di lungo termine.

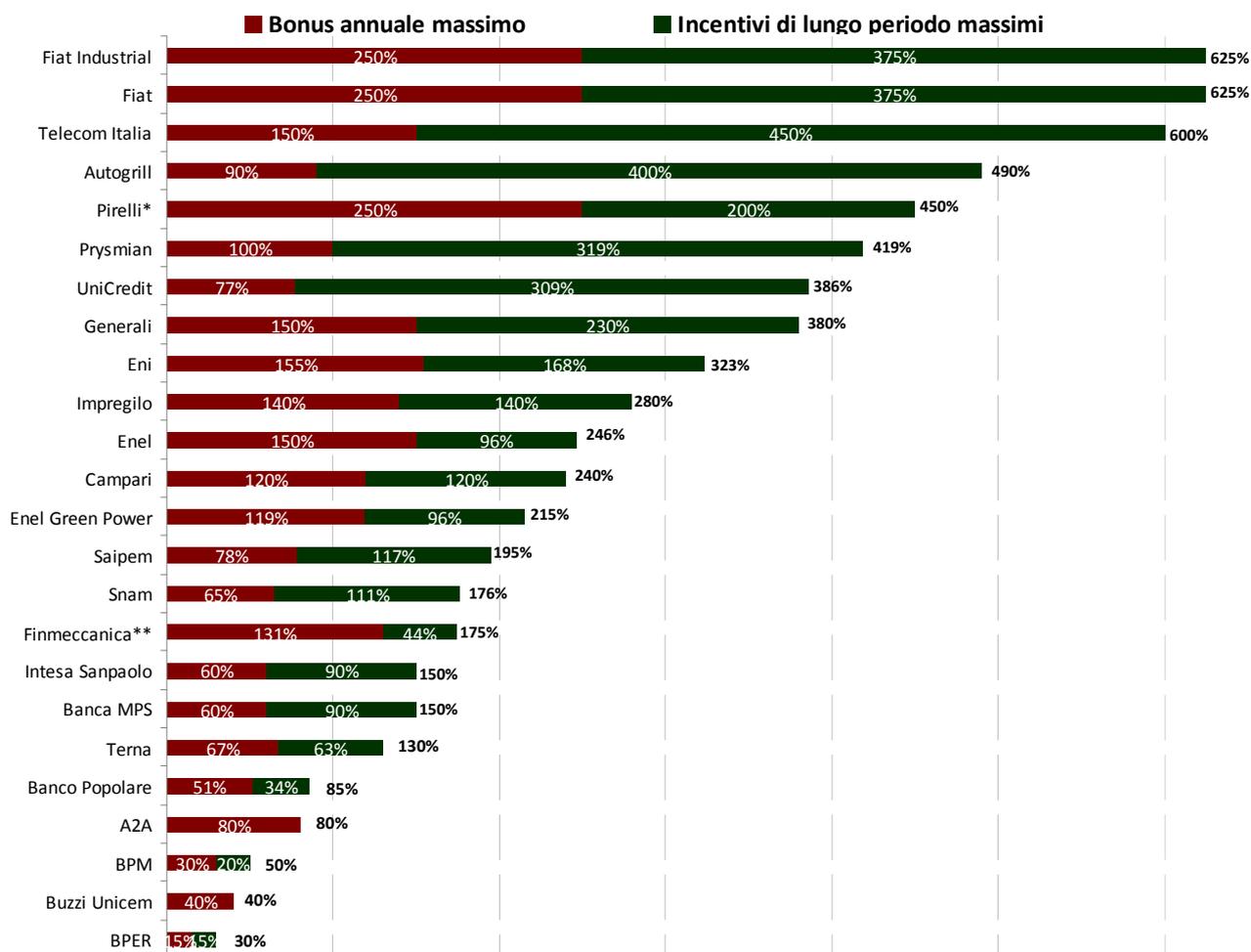
Struttura delle componenti variabili delle remunerazioni (ai livelli massimi di performance)



* In Pirelli, i sistemi di differimento del bonus annuale fanno sì che di fatto gli incentivi di lungo termine pesino di più dei bonus annuali sulla componente variabile.

** In Finmeccanica un piano di incentivazione definito come di lungo periodo è stato considerato come bonus annuale, prevedendo pagamenti annuali sulla base di performance di breve periodo.

Rapporto componenti variabili (al livello massimo) su compensi fissi



Il grafico che precede evidenzia il livello massimo raggiungibile dalle componenti variabili della remunerazione, rispetto al compenso fisso²⁴. Tale parametro è spesso utilizzato dai *proxy advisors* per valutare l'adeguatezza dei piani di incentivazione, sia in termini di ammontare che di struttura complessiva. Generalmente, si considerano adeguate quelle strutture retributive che privilegiano la componente variabile rispetto al fisso. Allo stesso tempo, compensi variabili eccessivi rischiano di costituire un costo elevato per la società e, se corrisposti in forma azionaria, di comportare una diluizione eccessiva dei diritti degli azionisti. Per tale motivo, si tende a porre un limite al rapporto variabile/fisso (ad esempio al 300%).

²⁴ In alcuni casi, sulla base delle informazioni contenute nelle Relazioni, si è reso necessario stimare il livello massimo raggiungibile dai compensi variabili.

Oltre ad Azimut, in cui nessun variabile è riconosciuto al CEO, altre 5 politiche retributive privilegiano la componente fissa (Banco Popolare, A2A, Banca Popolare di Milano, Buzzi Unicem e Banca Popolare dell'Emilia Romagna). Sul fronte opposto, in 9 casi i compensi variabili possono rappresentare oltre 3 volte il compenso fisso, tra cui in 3 il rapporto può eventualmente superare addirittura il 600% (Telecom Italia, Fiat Industrial e Fiat).

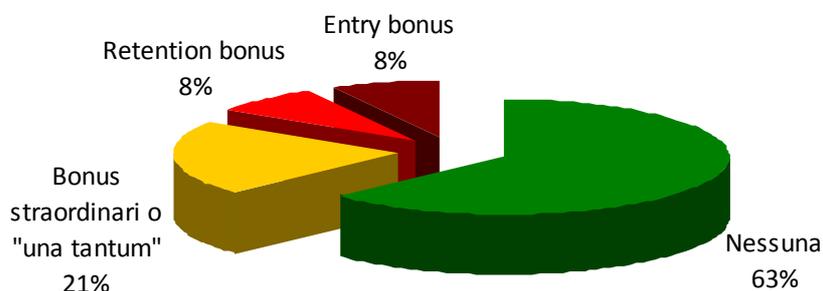
Bonus discrezionali

Uno dei fattori critici, nella valutazione da parte degli investitori delle politiche sulla remunerazione, è rappresentato da eventuali forme di compenso aggiuntivo non chiaramente e direttamente collegato ai risultati raggiunti. In questa categoria possono rientrare, ad esempio: (i) i già citati *retention plans*, che garantiscono un incentivo legato esclusivamente all'anzianità di servizio, (ii) i premi di benvenuto (anche detti *entry bonus* o *golden hello*), corrisposti all'assunzione del nuovo incarico, (iii) le indennità di fine rapporto (*severance*), e (iv) la facoltà per il Consiglio di Amministrazione di corrispondere a propria discrezione dei bonus straordinari, anche se legati ad eventi eccezionali, il cui importo massimo e le condizioni per l'attribuzione non siano predeterminate e debitamente descritti nelle Relazioni.

Delle clausole di *severance* si è già accennato all'inizio del presente studio (paragrafo 1.1 "Le remunerazioni complessive"). Giova qui sottolineare come diverse società abbiano recentemente rivisto le proprie politiche, muovendosi verso un maggiore allineamento con le *best practices* internazionali. Come più volte sottolineato, regole univoche per tutti gli emittenti risultano spesso inopportune e rischiano di essere anche controproducenti, per cui le clausole contrattuali dovrebbero adeguarsi alle specificità della singola società, del settore e del mercato di riferimento. Ciò premesso, occorrerebbe sempre prevenire qualsiasi possibilità di indennità eccessiva, che possa costituire un vero e proprio paracadute (*golden parachute*) per il CEO, garantendogli un compenso più che sostanzioso anche in presenza di risultati deludenti. Al di là degli aspetti maggiormente legati alla dubbia moralità di tale pratica, le indennità possono costituire un vero e proprio elemento di rischio per la gestione: riducendo l'impatto dei risultati sulla retribuzione complessiva del massimo dirigente, si rischia di ridurre anche gli stimoli alla creazione del valore sostenibile nel lungo periodo.

Delle 38 politiche retributive analizzate, in 24 (il 63%) la retribuzione variabile del CEO è esclusivamente collegata alle performance. In alcune di queste, però, sono previsti dei bonus discrezionali, o “una tantum”, per altri Dirigenti strategici o, come nel caso di Enel, per il Presidente esecutivo. In 8 casi (21%), le Relazioni esplicitamente prevedono la possibilità di attribuire dei bonus straordinari, in occasione di eventi o prestazioni eccezionali, o compensi “una tantum” (Banco Popolare, Eni, Finmeccanica, Gtech, Mediaset, Snam, Tod’s ed UBI Banca). Si è poi già visto come Banca MPS, Generali ed Impregilo abbiano attribuito un compenso legato esclusivamente al nuovo incarico assunto dal CEO (*entry bonus*). Mentre una segnalazione speciale è necessaria per Fiat, Fiat Industrial ed Exor, i cui sistemi di incentivazione prevedono dei piani non legati ad alcun criterio di performance, ma esclusivamente alla continuazione del rapporto di lavoro del CEO con il Gruppo (*retention plan*). In particolare, l’Amministratore Delegato di Fiat e Presidente esecutivo di Fiat Industrial nel lungo periodo è beneficiario esclusivamente del *retention plan*, che gli assicurerà l’ottenimento di quantitativi decisamente elevati di azioni gratuite (7 milioni di azioni Fiat e 2,1 milioni di Fiat Industrial) esclusivamente al suo permanere nel Gruppo fino al 2015. In pratica, il massimo dirigente Fiat nel 2015 potrà beneficiare di 9,1 milioni di azioni, dal valore corrente di circa € 60 milioni: se le performance delle due società dovessero portare ad una riduzione del 50% del valore dei titoli nei prossimi 3 anni, il maggior responsabile della gestione incasserebbe comunque € 30 milioni, nonostante le notevoli perdite sofferte dagli azionisti.

Componenti variabili non direttamente dipendenti dalle performance



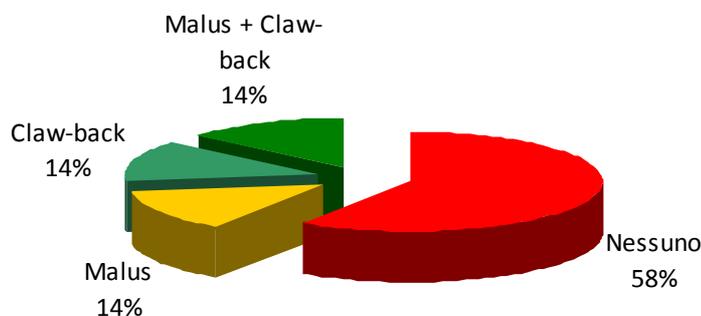
Clausole di malus o di claw-back

Un ulteriore elemento di valutazione, l'ultimo considerato per non appesantire eccessivamente lo studio, ma che non esaurisce i criteri utilizzati da investitori ed *advisors* nelle loro analisi, è rappresentato dagli eventuali fattori correttivi delle componenti variabili.

Come ricordato più volte, il sistema di incentivazione dovrebbe stimolare non solo il raggiungimento dei risultati, ma anche che questi siano sostenibili nel tempo e che il loro perseguimento non esponga la società stessa a rischi eccessivi. L'evidenza di tali elementi emerge spesso nel lungo periodo, ed il più delle volte in un arco temporale superiore a quello di riferimento dei vari piani di incentivazione. Per tale motivo, sarebbe altamente raccomandabile che le politiche sulle remunerazioni prevedessero dei sistemi di correzione degli incentivi attribuiti, che si attivino nel caso in cui risulti successivamente evidente l'insostenibilità dei risultati, l'esposizione a rischi eccessivi o l'assunzione di comportamenti non corretti da parte del beneficiario.

Per tutelare la società, generalmente si introducono delle specifiche clausole di correzione, che possono essere differenziate in due categorie: (i) meccanismi di *malus*, che prevedono il differimento ulteriore di una quota del bonus o dell'incentivo, che può ridursi fino ad annullarsi se i risultati si dimostrassero non sostenibili nel lungo periodo; e (ii) clausole di *claw-back*, ovvero di richiamo dei premi assegnati, se in un periodo successivo alla maturazione degli incentivi emergessero le prove di comportamenti scorretti, dell'erroneità nel calcolo delle performance o dell'esposizione a rischi eccessivi per il raggiungimento degli obiettivi.

Meccanismi correttivi dei piani di incentivazione per i CEO



Sulle 37 società che prevedono dei compensi variabili, 22 non prevedono alcun meccanismo correttivo, 5 includono dei meccanismi di rientro (*claw-back*), altrettante esclusivamente delle clausole *malus*, mentre in alte 5 sono previsti entrambi i meccanismi. In particolare, le clausole di *malus* sono utilizzate da tutte le imprese finanziarie (banche ed assicurazioni), tra le quali Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Generali, Intesa Sanpaolo ed UniCredit prevedono anche dei meccanismi di *claw-back*. Questi ultimi sono utilizzati come strumento correttivo anche da Ansaldo, Enel, Enel Green Power, Eni e Saipem.

4. FTSE MIB: le remunerazioni dei Presidenti

La figura del Presidente può assumere un ruolo differente all'interno del Consiglio di Amministrazione, a seconda che sia titolare o meno di deleghe gestionali, ovvero che sia definito come "esecutivo" o "non esecutivo". I differenti compiti si ripercuotono ovviamente sulla relativa struttura retributiva, per cui è necessario esaminare separatamente i compensi dei Presidenti, a seconda che siano:

- **Presidenti-CEO:** presenti in 6 società (Azimut, Exor, Fiat Industrial²⁵, Finmeccanica²⁶, Pirelli e Tod's).
- **Presidenti Esecutivi,** ma non individuabili come i principali responsabili della gestione: 14 società (Ansaldo, Atlantia, Banca Popolare dell'Emilia Romagna²⁷, Buzzi Unicem, Campari, Enel, Eni²⁸, Fiat, Gtech, Luxottica, Mediaset, Mediobanca, Salvatore Ferragamo e Telecom Italia).
- **Presidenti Non Esecutivi:** nella cui categoria rientrano 18 società (A2A, Autogrill, Banca MPS, Banca Popolare di Milano, Banco Popolare, Diasorin, Enel Green Power, Generali, Impregilo, Intesa Sanpaolo, Mediolanum, Parmalat, Prysmian, Saipem, Snam, Terna, UBI Banca e UniCredit).

²⁵ Il Presidente di Fiat Industrial, Sergio Marchionne, è stato qui definito anche CEO nonostante non sia anche Amministratore Delegato. Data la struttura del Consiglio di Amministrazione della società, che non prevede alcun Amministratore Delegato, il Dott. Marchionne risulta comunque essere il principale responsabile della gestione.

²⁶ Con le dimissioni del precedente Presidente ed Amministratore Delegato, Giuseppe Orsi, da febbraio 2013 anche in Finmeccanica i due ruoli sono stati separati.

²⁷ Il Presidente Caselli non risulta titolare di specifiche deleghe gestionali, ma è definito come esecutivo dalla società in quanto componente del Comitato Esecutivo.

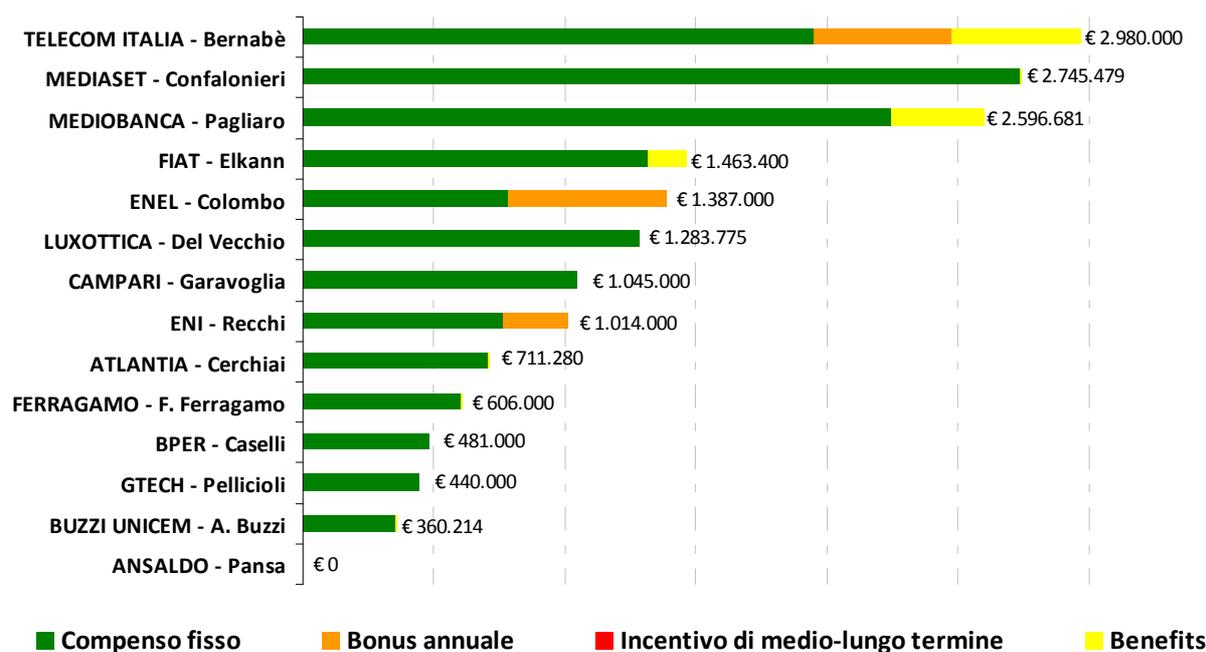
²⁸ Il Presidente Recchi è definito come "non esecutivo" da Eni, ma risulta titolare di "deleghe per l'individuazione e la promozione di progetti integrati e di accordi internazionali di rilevanza strategica". L'Ing. Recchi risulta inoltre titolare di un piano di incentivazione monetaria di breve periodo. In virtù degli incarichi e della struttura retributiva riconosciutigli, il Presidente del CdA di Eni è qui definito come "esecutivo".

I compensi dei Presidenti-CEO sono già stati analizzati con riferimento alle remunerazioni dei principali responsabili della gestione, per cui nel prosieguo lo studio si concentrerà sulle rimanenti 32 società.

Presidenti Esecutivi

Così come evidenziato per i CEO, anche per quanto riguarda gli altri componenti esecutivi del Consiglio di Amministrazione (inclusi i Presidenti) occorre differenziare tra i compensi effettivamente percepiti nel corso dell'esercizio (*vested*) e gli incentivi attribuiti ma non ancora maturati (*awarded*).

Presidenti Esecutivi: compensi maturati nel 2012

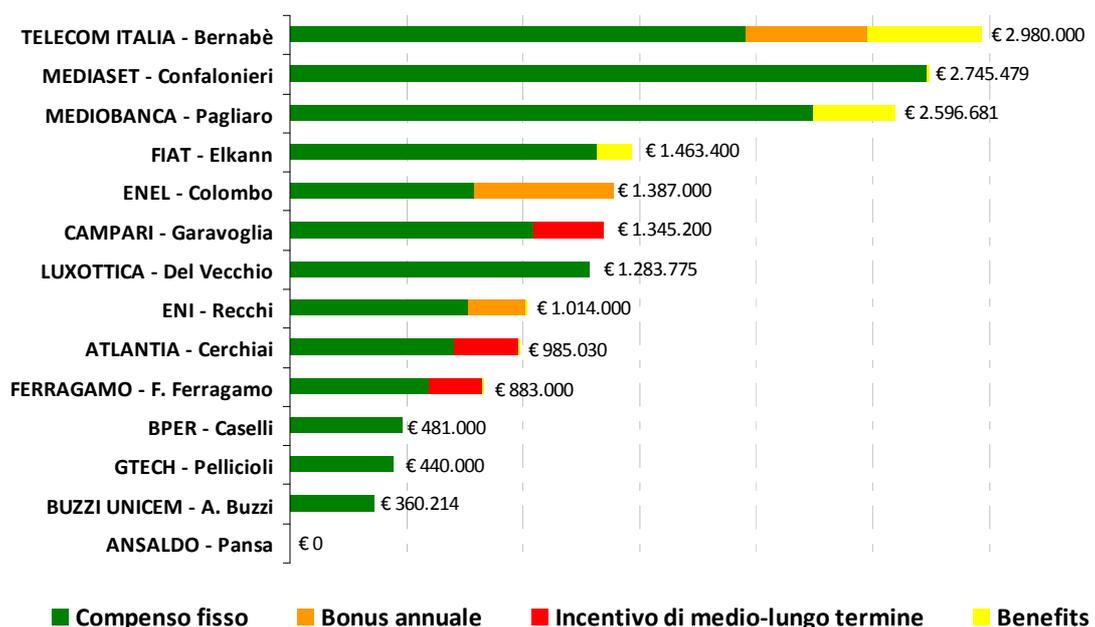


Nessun incentivo di lungo periodo è maturato per i Presidenti esecutivi nel corso dell'esercizio in esame. D'altra parte, in sole 5 società tale carica può beneficiare anche di piani di incentivazione di lungo termine: Atlantia, Campari, Mediaset, Telecom Italia e Salvatore Ferragamo. Nella maggioranza delle società in cui è prevista tale figura, al Presidente esecutivo è riconosciuto esclusivamente il bonus di breve periodo, in particolare laddove le deleghe attribuite non incidano in maniera determinante sui risultati operativi (generalmente si tratta di poteri di indirizzo strategico e relativi a transazioni straordinarie).

Il compenso del Presidente di Ansaldo, Alessandro Pansa, è pari a zero, in quanto già ricompreso nella retribuzione percepita come Direttore Generale della controllante Finmeccanica.

Per poter avere un'idea più precisa delle politiche retributive dei Presidenti esecutivi, si riporta di seguito la scomposizione dei compensi attribuiti (*awarded*), anche se non ancora maturati (*non vested*).

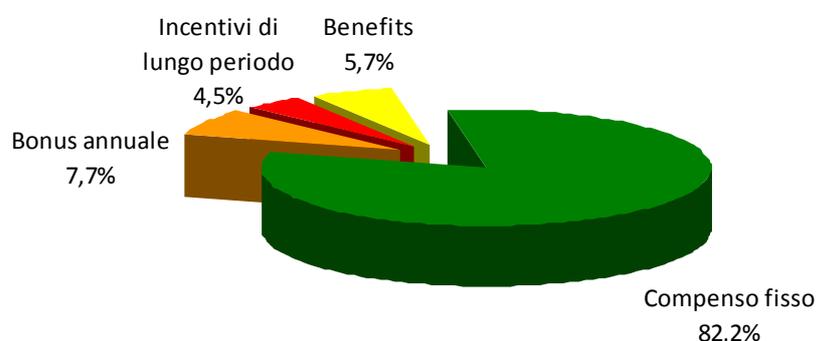
Presidenti Esecutivi: compensi attribuiti nel 2012



In soli 3 casi sono stati attribuiti incentivi di lungo periodo, non ancora maturati: Campari (190.000 stock options, con *fair value* di € 300.200, che matureranno tra il 2017 ed il 2019), Altantia (77.244 stock options, *vesting* nel 2018 e con *fair value* € 170.632, più 14.489 azioni gratuite, *vesting* nel 2015 e con *fair value* € 103.118) e Salvatore Ferragamo (incentivo monetario di € 227.000 differito al 2015).

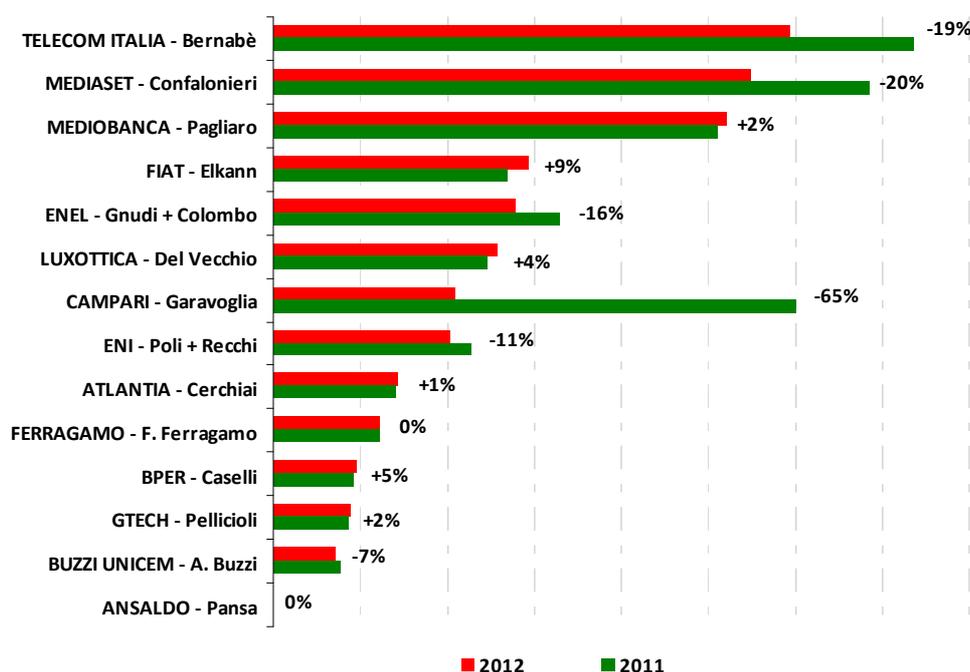
Sempre attraverso l'analisi dei compensi *awarded*, è possibile evidenziare con maggiore precisione la struttura retributiva media dei Presidenti esecutivi: rispetto ai CEO, per cui l'incentivazione di lungo periodo svolgeva un ruolo determinante (rappresentando il 52% dei compensi totali attribuiti), nel caso dei Presidenti la componente principale è il compenso fisso, che ne rappresenta oltre l'80%.

Struttura retributiva dei Presidenti Esecutivi: compensi attribuiti nel 2012



Per una valutazione più completa dei compensi corrisposti ai Presidenti Esecutivi, così come effettuato per i CEO, è possibile prendere in considerazione il totale delle remunerazioni maturate negli ultimi due esercizi, per operare un confronto sia temporale che rispetto alle performance realizzate nel periodo.

Confronto compensi totali maturati nel 2012 e nel 2011

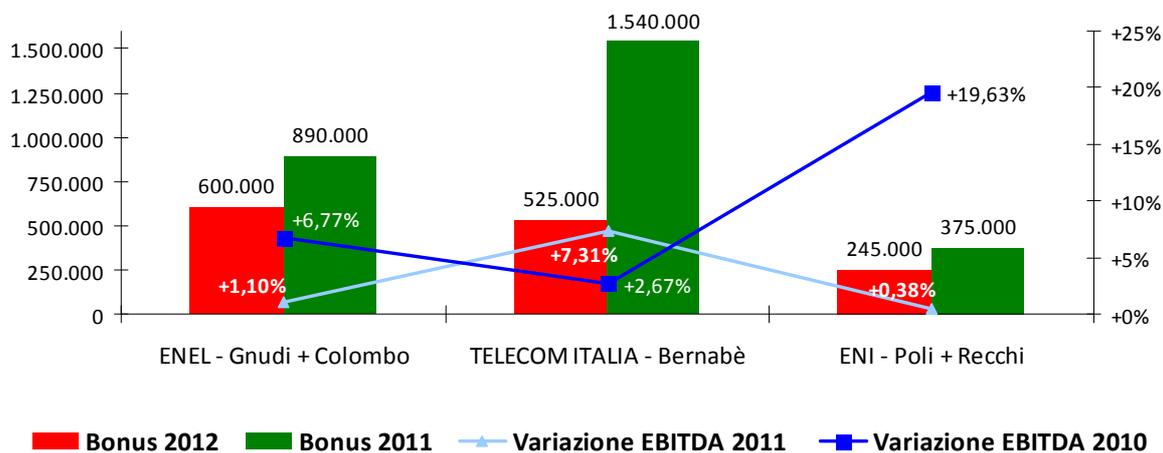


I Presidenti di Eni ed Enel sono entrambi cambiati con l'Assemblea Ordinaria del 2011. Dato che la struttura retributiva è rimasta esattamente la medesima, nell'analisi sono stati sommati i compensi parziali assegnati sia all'ex-Presidente che al neo-eletto. Per quanto riguarda Banca Popolare dell'Emilia Romagna, il Presidente Caselli è entrato in carica il 18 gennaio 2011, per cui il compenso è relativo a circa 11,5 mesi.

Il compenso medio dei Presidenti esecutivi si è ridotto del 17% nell'ultimo esercizio, passando da € 1.472.184 nel 2011 a € 1.221.559 nel 2012. Al pari dei massimi dirigenti, anche in questo caso le differenze dipendono in maniera sostanziale dalle componenti variabili. Due variazioni significative si sono verificate nei compensi fissi: il Presidente di Mediaset, Fedele Confalonieri, ha visto la propria remunerazione base ridursi di circa il 20% nel 2012 (€ 2.734.715 rispetto a € 3.413.669 nel 2011), mentre il Presidente di Mediobanca, Renato Pagliaro, ha ricevuto un fisso inferiore del 12% (da € 2.550.000 a € 2.245.123), ma per il quale sono stati riportati contributi pensionistici per € 346.410 nel 2012. In media, i compensi fissi degli altri Presidenti esecutivi sono aumentati del 2,6% (da € 790.745 nel 2011 a € 811.012).

Nel corso degli ultimi due esercizi, l'unico Presidente esecutivo (non CEO) che ha potuto beneficiare di incentivi di lungo periodo è stato Luca Garavoglia in Campari, che ha esercitato 1.303.780 stock options assegnate nel 2006, per un guadagno complessivo di € 1.955.670. Data la notevole prevalenza del variabile di breve periodo, si procederà esclusivamente al confronto con i risultati annuali. Il bonus è stato riconosciuto solo in tre emittenti, ed in tutti e tre i casi sia nel 2011 che nel 2012.

Variazione bonus corrisposti 2011 e 2012 vs. variazione EBITDA 2010 e 2011



Il grafico che precede evidenzia che in tutti e tre i casi i bonus sono diminuiti nel 2012, rispetto al 2011. Nel solo caso di Telecom Italia, però, tale variazione risulta in linea con una peggiore performance in termini di EBITDA. In Enel ed Eni, al contrario, il compenso variabile si è ridotto nonostante dei risultati annuali migliori. In Campari, poi, unica per cui sia valido un

confronto nel lungo periodo, si nota una correlazione positiva tra il valore complessivamente creato per gli azionisti (+48,7%) e l'incentivo maturato.

Le discrepanze tra le quattro società sopra analizzate possono essere facilmente spiegate dal diverso ruolo ricoperto dai Presidenti: mentre in Telecom Italia²⁹ ed in Campari le deleghe sono maggiormente orientate alla gestione, i Presidenti di Enel ed Eni hanno poteri principalmente di indirizzo strategico, e di conseguenza il relativo compenso variabile è meno dipendente dalle performance operative.

Presidenti Non Esecutivi

Anche se non prevede alcun potere gestionale, tale figura è particolarmente delicata nelle società quotate, di medio-grandi dimensioni e con una base azionaria diffusa. Il Presidente dirige i lavori del Consiglio e deve adoperarsi affinché tutti gli Consiglieri siano tempestivamente e dettagliatamente informati sugli argomenti da trattare. Di fatto il Presidente è il garante del corretto funzionamento del principale organo decisionale e di controllo della società. La struttura retributiva del Presidente non esecutivo deve ovviamente adeguarsi a questo ruolo particolare, privo di deleghe ma di fondamentale importanza per la correttezza della gestione societaria.

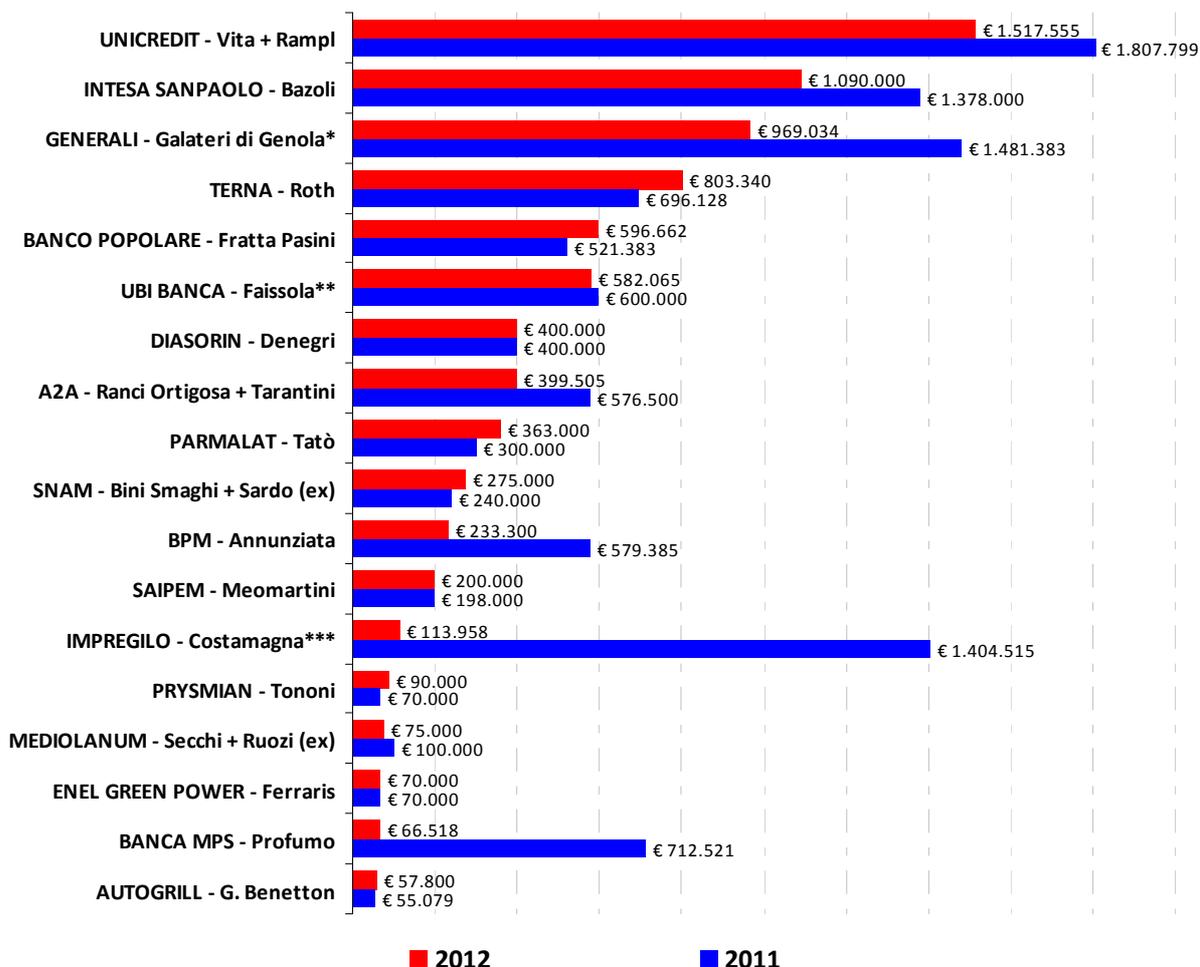
La componente fissa deve retribuire il Presidente per il delicato incarico di garanzia, per le relative responsabilità e l'impegno continuo in seno alla società. Per rafforzare l'indipendenza dalle decisioni prettamente operative, non dovrebbe essere prevista alcuna componente variabile legata alle performance. Ciononostante, in alcuni mercati si tende a corrispondere una quota non maggioritaria della retribuzione in forma azionaria, in modo da consentire un certo allineamento anche dei compensi dei Presidenti con gli interessi degli azionisti. Tale previsione non trova riscontri in Italia, dove le retribuzioni di tutti i componenti non esecutivi del CdA sono esclusivamente monetarie.

Il compenso medio dei 18 Presidenti non esecutivi, attivi nelle maggiori società italiane, è risultato pari a € 439.041 nel 2012, in calo del 29,4% rispetto ai € 621.705 dell'esercizio precedente. La riduzione del compenso è stata pressoché generalizzata, registrandosi soli 6 casi di

²⁹ Fino ad aprile 2011, il Presidente di Telecom Italia ricopriva anche la carica di Amministratore Delegato.

incremento (Parmalat, Terna, Snam, Banco Popolare, Autogrill e Saipem) e 2 in cui gli emolumenti non sono variati (Diasorin ed Enel Green Power).

Compensi totali Presidenti non esecutivi 2012 vs. 2011



L'ammontare dei compensi medi, oltre che dalle politiche dei singoli emittenti, risente anche di alcuni importanti cambiamenti intervenuti nel corso dell'esercizio: il nuovo Presidente di Banca MPS, Alessandro Profumo, in carica dall'aprile 2012, ha rinunciato ai compensi per la speciale carica (stabiliti in € 500.000 annui, contro i € 700.000 precedenti), mantenendo solo quelli dovuti in qualità di Amministratore; inoltre sono cambiati i Presidenti di A2A (il nuovo Presidente Ranci Ortigosa è in carica dal 30 maggio 2012), Impregilo (Costamagna, in carica da agosto 2012), Mediolanum (Secchi, in carica dal 31 luglio), Snam (Bini Smaghi, dal 15 ottobre) ed UniCredit (Vita, dall'11 maggio). Laddove il Presidente sia stato sostituito in seguito al mutamento degli assetti proprietari (Impregilo), e nei casi in cui sia cambiata in maniera sostanziale la politica sulle

remunerazioni (Banca MPS), sono stati considerati solo i compensi dei nuovi Presidenti. Negli altri casi, è riportato il compenso aggregato, corrisposto per la carica nel corso dell'esercizio (ovvero sono stati sommati gli emolumenti parziali del vecchio e del nuovo Presidente). Attraverso tale metodologia è stato possibile procedere ad un confronto maggiormente omogeneo, sia nel tempo che tra le diverse realtà. Infine, è doveroso ricordare l'ex-Presidente del Consiglio di Sorveglianza di UBI Banca, Avv. Corrado Faissola, che è venuto a mancare il 20 dicembre scorso.

Come si è visto dal grafico precedente, anche i compensi dei Presidenti non esecutivi possono variare notevolmente tra i diversi emittenti. Ciononostante, si riscontra una tendenza generalizzata a riconoscere compensi più elevati nel settore finanziario (banche ed assicurazioni), che fa segnare 5 dei 6 compensi più elevati corrisposti nel 2012 (parimenti nel 2011, quando però il sesto posto era relativo al Presidente di Impregilo, Massimo Ponzellini, che ricopriva la stessa carica anche in Banca Popolare di Milano). Probabilmente, il ruolo di Presidente del CdA è percepito come particolarmente delicato negli istituti finanziari.

In nessun caso sono previsti dei piani di incentivazione per i Presidenti non esecutivi, né di breve né di lungo periodo. Nel solo caso di Generali è prevista una componente variabile legata alle performance, ma di importo decisamente simbolico (il bonus complessivo di tutti i Consiglieri non può superare lo 0,01% dell'utile netto consolidato), che nel 2012 è stato pari a € 554.

5. FTSE MIB: le remunerazioni degli altri Consiglieri

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

Amministratori Esecutivi (non CEO)

Alcuni Consigli di Amministrazione possono prevedere la presenza anche di dirigenti investiti di ruoli particolarmente strategici, così come attribuire deleghe gestionali più o meno specifiche ad alcuni componenti. 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). Al contrario, nei paesi scandinavi l'unico Consigliere esecutivo è rappresentato dal CEO, che non ricopre mai anche la carica di Presidente, mentre nei mercati dove è più diffuso il sistema di governance duale (ad esempio in Germania ed Austria) la figura di Consigliere esecutivo non è ovviamente prevista. In tale sistema, infatti, il Consiglio di Sorveglianza assume un ruolo maggiormente orientato al controllo e nessun Consigliere può essere titolare di deleghe gestionali, che sono rimesse esclusivamente al Consiglio di Gestione.

Tra le maggiori società italiane, solo 4 utilizzano il sistema di governance duale (A2A, Banca Popolare di Milano, Intesa Sanpaolo e UBI Banca), mentre nelle rimanenti 34 siedono 65 Amministratori esecutivi (in calo del 20% rispetto agli 81 del 2011), ad esclusione dei CEO, che risulta l'unico titolare di deleghe gestionali in 8 casi. A fine 2012, nei Board delle 26 società che prevedevano tale figura, sedevano in media 2,5 Consiglieri esecutivi, compresi i Presidenti.

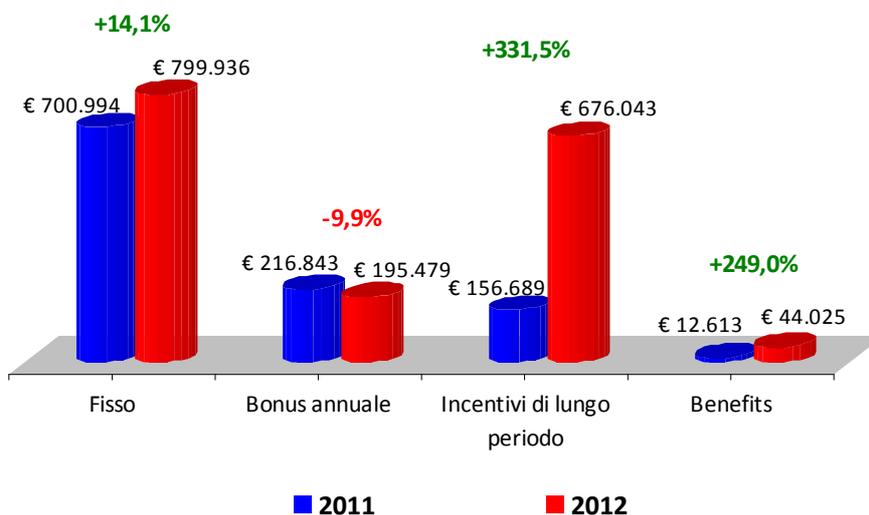
Come si può notare, il mercato italiano non ha una forte caratterizzazione, trovando spazio sia una visione del CdA come orientato al controllo ed all'indirizzo strategico, che quella maggiormente operativa del principale organo di governo societario. Con 6 Consiglieri esecutivi ciascuna, oltre all'A.D., Banca Popolare dell'Emilia Romagna e Mediaset sono le società il cui CdA sembrerebbe maggiormente orientato all'operatività. Nel caso di BPER, però, la definizione di

“esecutivi” deriva esclusivamente dall’appartenenza al Comitato Esecutivo, per cui non tutti sono effettivamente titolari di deleghe gestionali, mentre in Mediaset si tratta effettivamente di dirigenti del Gruppo.

Non può essere definito un numero generalmente accettabile di Consiglieri esecutivi, che dovrebbe dipendere sempre dalle caratteristiche di ogni singola società e del settore in cui opera. In tutte le realtà, però, il Consiglio dovrebbe sempre includere una larga maggioranza di Amministratori non esecutivi, con un adeguato livello di indipendenza che possa garantire un reale controllo sull’operato del management.

Il compenso medio di ciascun Amministratore esecutivo è stato pari a € 1.715.482 nel 2012, in aumento del 57,8% rispetto all’esercizio precedente (€ 1.087.139). Il notevole incremento, però, è sostanzialmente dovuto alle opzioni esercitate dai 3 esecutivi (non CEO) di Luxottica, che hanno complessivamente fruttato guadagni pari a € 38.763.251 nel 2012. Al netto di Luxottica, si evidenzia comunque un aumento, ma di dimensioni decisamente più contenute: € 1.119.423 nel 2012 contro € 1.020.829 nell’esercizio precedente (+9,7%).

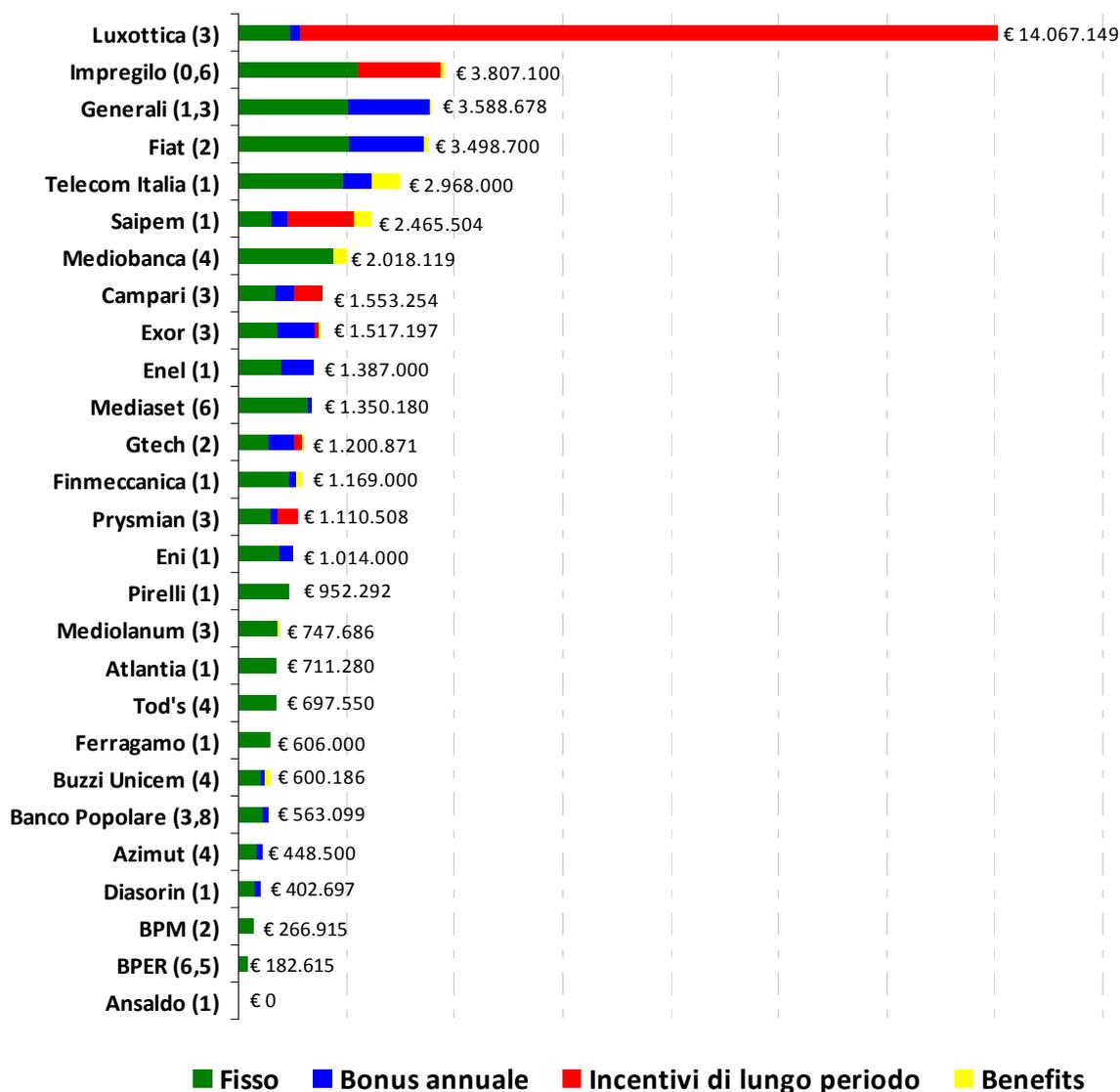
Compensi medi maturati per gli Amministratori esecutivi 2012 vs. 2011



Il grafico seguente riporta la struttura dei compensi medi maturati per gli Amministratori esecutivi, non CEO, in ciascuna società (tra parentesi il numero di Consiglieri che hanno ricoperto la carica nel 2012). Quando uno o più Amministratori siano cessati dall’incarico, o siano subentrati nel corso dell’esercizio, è stato considerato il periodo in carica come porzione dell’anno, e la media

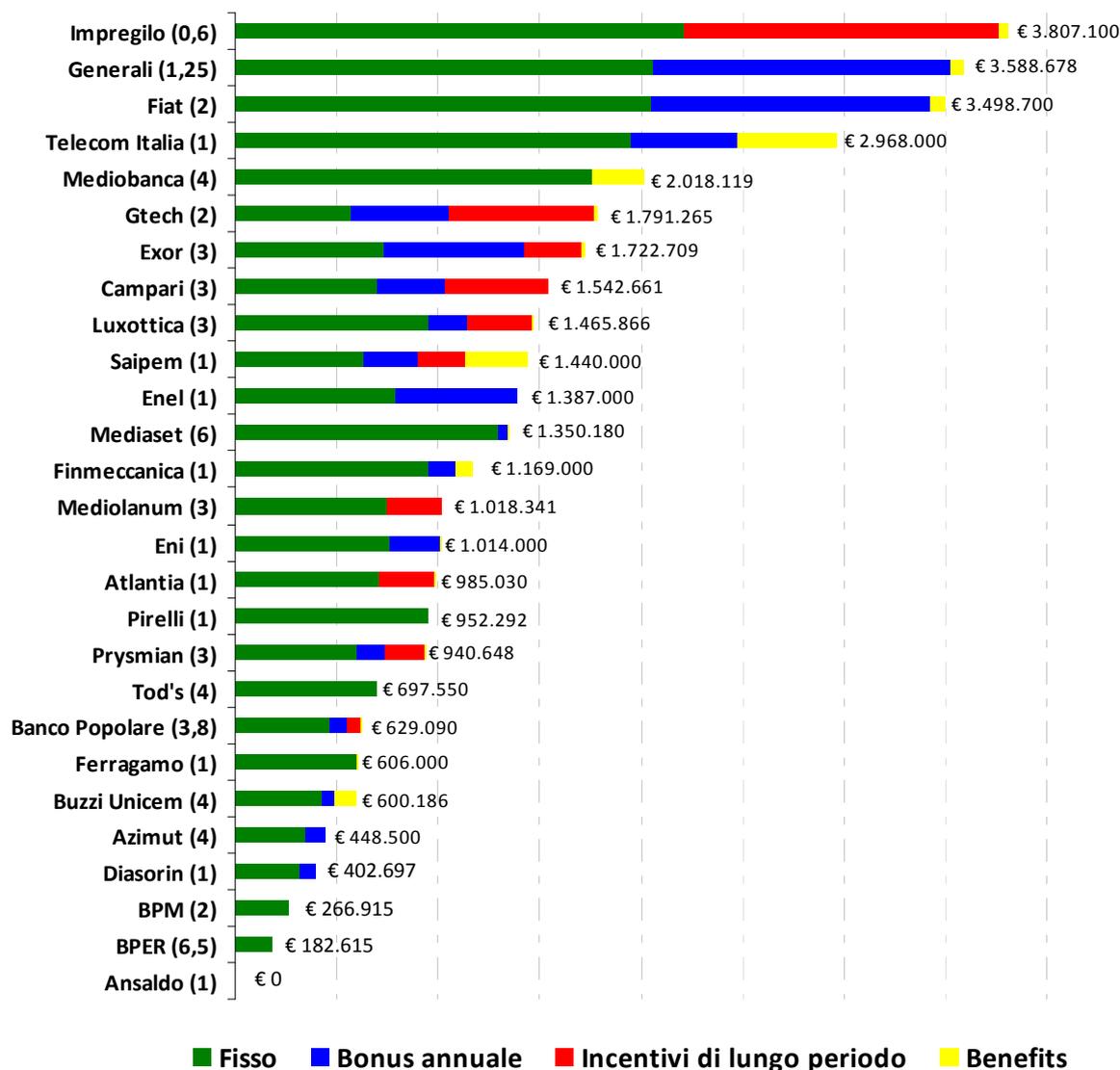
è stata calcolata su base annua. Sono inclusi nel calcolo anche gli Amministratori Delegati uscenti (ad esempio, in Impregilo) e, laddove presenti, i Presidenti esecutivi.

Struttura dei compensi medi maturati per gli Amministratori esecutivi nel 2012



Dall'analisi dei compensi maturati emerge con maggiore evidenza l'impatto dell'esercizio delle stock options in Luxottica sulle medie complessive. Così come evidenziato per i CEO, anche con riferimento agli altri esecutivi occorre differenziare tra incentivi maturati ed incentivi attribuiti, ma non ancora esercitabili.

Struttura dei compensi medi attribuiti (*non vested*) agli Amministratori esecutivi nel 2012



Dal confronto tra i due grafici che precedono, appare chiaramente come il risultato dell'analisi possa variare anche in maniera sostanziale, a seconda della metodologia utilizzata. Gli incentivi attribuiti agli Amministratori esecutivi mostrano una maggiore omogeneità, attestandosi su una media pari a € 1.351.597, rispetto agli oltre € 1,7 milioni maturati. Risulta inoltre più evidente l'utilizzo dei piani di incentivazione di lungo periodo che, seppure con un impatto inferiore rispetto ai CEO, rappresentano una componente assolutamente rilevante delle remunerazioni anche per questa categoria dirigenziale.

Consiglieri Non Esecutivi

Sebbene non titolare di deleghe che possano incidere sulla gestione operativa, anche il ruolo degli Amministratori non esecutivi è di fondamentale importanza per la vita societaria, essendo improntato al controllo ed alla mediazione tra gli interessi del management e quelli degli azionisti. Oltre a contribuire in maniera determinante sulle scelte consiliari, gli Amministratori non esecutivi, ed in particolare quelli definiti come indipendenti, ricoprono ruoli rilevanti nei comitati interni al Consiglio, responsabili soprattutto del controllo e della definizione delle politiche sulle remunerazioni degli esecutivi.

I compensi per i Consiglieri privi di particolari cariche sono decisi dall'Assemblea, al momento del rinnovo del Board (in Italia, generalmente ogni 3 anni). A differenza del voto sulle politiche, in questo caso il voto degli azionisti è sempre vincolante per la società.

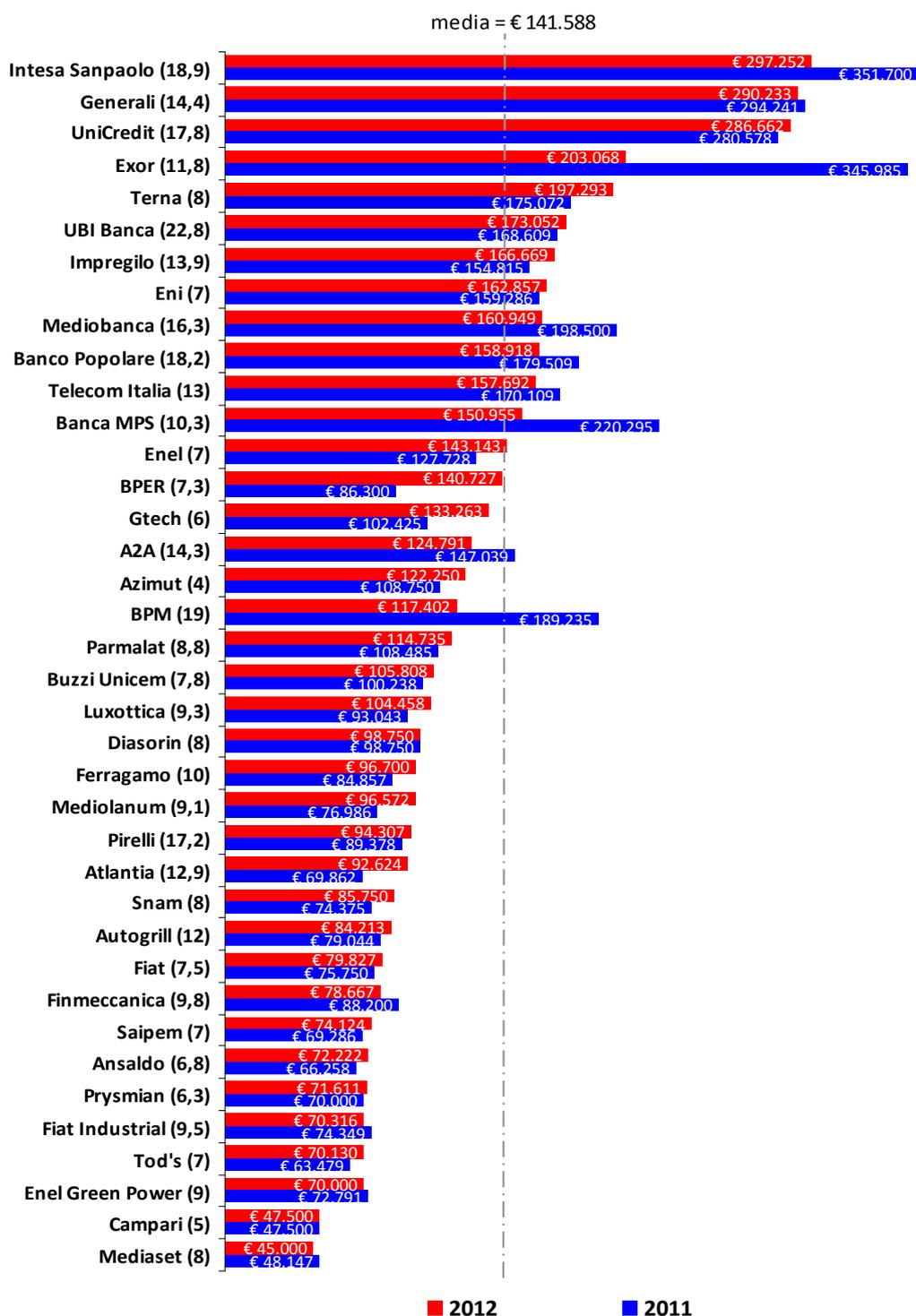
Il Codice di Autodisciplina delle società quotate italiane raccomanda che la remunerazione degli Amministratori non esecutivi sia "commisurata all'impegno richiesto" e che non sia prevista (se non per una parte non significativa) alcuna componente variabile legata ai risultati. Tale ultima previsione risulta disattesa in due sole società a maggiore capitalizzazione: in Eni è previsto un bonus annuo di massimi € 20.000, legato al rendimento del titolo rispetto ai principali concorrenti, mentre in Generali, come si è già visto, è previsto un compenso variabile per i Consiglieri pari allo 0,01% dell'utile consolidato e limitato a € 300.000 complessivi.

Sempre il Codice di Autodisciplina, raccomanda poi che la remunerazione "aggiuntiva" degli Amministratori indipendenti, rispetto a quanto deliberato per la carica e per la partecipazione ai comitati, non sia significativa. La raccomandazione si limita ai compensi ricevuti per attività esterne al Consiglio (eventuali incarichi in società controllate, consulenze, eccetera) e non prende in considerazione quanto corrisposto per la carica, che pure può correre il rischio di raggiungere un ammontare tale da pregiudicare l'indipendenza del beneficiario.

Infine, è previsto che gli Amministratori non esecutivi non siano destinatari di piani azionari. Come si vedrà in seguito, la previsione di una componente azionaria, assolutamente fissa e di importo non significativo, è largamente accettata in altri mercati europei, in quanto favorisce un maggiore allineamento di interessi anche dei Consiglieri non esecutivi con gli azionisti, senza però legare eccessivamente il valore del loro compenso ai risultati aziendali.

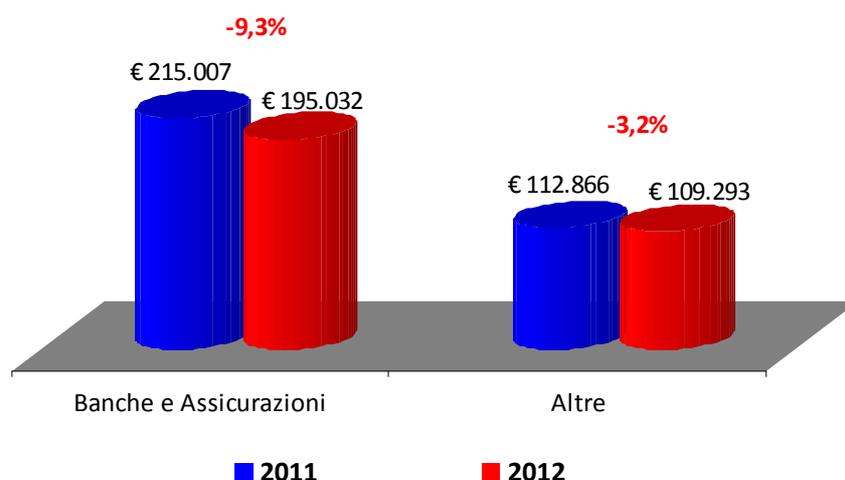
Nel 2012, i CdA delle 38 società italiane a maggiore capitalizzazione includevano 409 componenti non esecutivi (429 nel 2011), che hanno ottenuto compensi medi pari a € 141.588, in calo del 7,3% rispetto a € 152.678 dell'esercizio precedente.

Emolumenti medi dei Consiglieri non esecutivi (su base annua) 2012 vs. 2011



Al pari di quanto visto per i Presidenti, anche con riferimento agli altri Consiglieri non esecutivi i compensi risultano essere tendenzialmente più elevati nelle banche e nelle assicurazioni, nonostante siano stati apportati tagli anche sostanziosi ai compensi dei CdA in tali istituti, che mostrano una riduzione più marcata rispetto al resto del listino (-9,3% nelle società finanziarie, contro -3,2% negli altri settori).

Variatione degli emolumenti medi: Banche e Assicurazioni vs. Altre

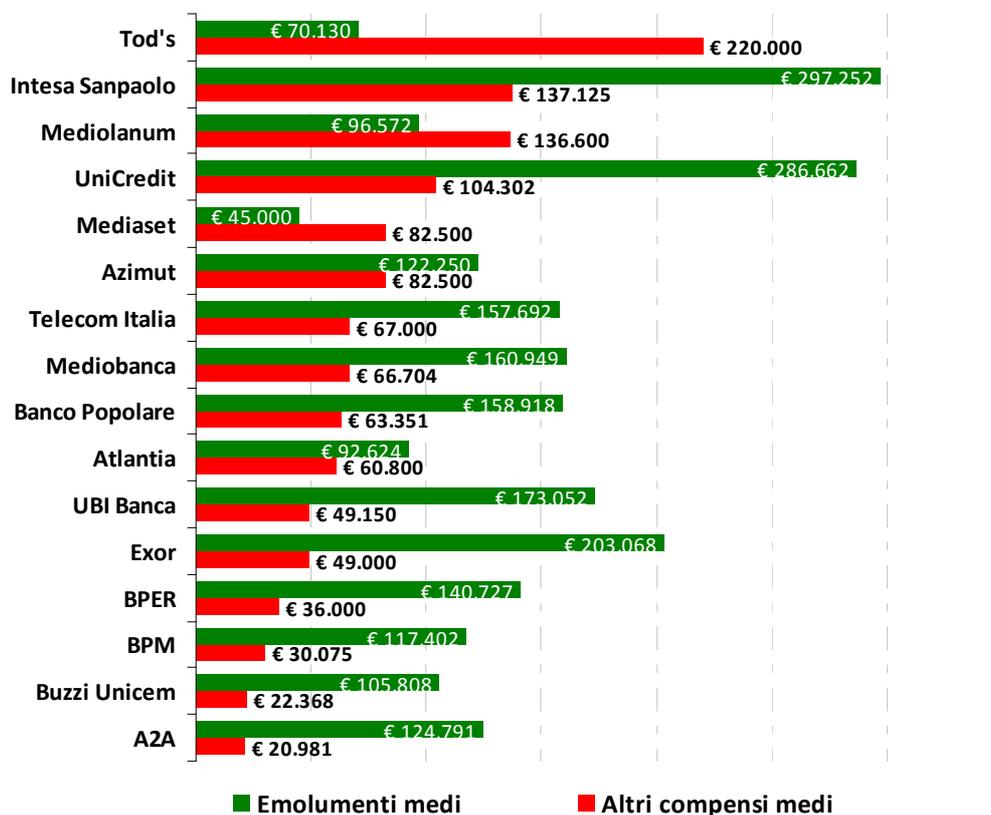


Gli Amministratori di Exor hanno subito la maggiore riduzione (-41%), pur mantenendosi su livelli decisamente superiori alla media (€ 203.068), seguiti dai Consiglieri di BPM (-38%) e dai colleghi di Banca MPS (-31%). Sul fronte opposto, i compensi medi sono cresciuti del 63% in BPER, del 33% in Atlantia e del 30% in Gtech.

L'ammontare dei compensi per i non esecutivi dipende, a volte in maniera anche sostanziale, da eventuali incarichi ricoperti in società controllate. La valutazione dell'indipendenza dei Consiglieri non deve prescindere da tali fattori, che possono portare gli investitori istituzionali ed i loro *advisors* ad una definizione del livello di indipendenza nel Board differente rispetto a quanto dichiarato dall'emittente stesso. I Consiglieri non esecutivi di 21 società non hanno ricevuto alcun compenso ulteriore per incarichi esterni, mentre in Terna l'unico caso è quello del Presidente Roth, cui sono stati corrisposti € 250.000 (31% del compenso totale) per la carica di Presidente della controllata Terna Rete Italia. Nei rimanenti 17 Consiglio, 62 componenti non esecutivi (di cui 11 non più in carica) hanno ricevuto ulteriori compensi per circa € 4,1 milioni. Il grafico seguente riporta i compensi medi derivanti da incarichi in società controllate e collegate, più eventuali "altri

compensi” corrisposti a Consiglieri non esecutivi, rapportati agli emolumenti medi riconosciuti dalla società di riferimento.

“Altri compensi” e compensi da controllate e collegate vs. emolumenti medi



In tre casi gli “altri compensi”, comprese le retribuzioni da controllate e collegate, eccedono quanto mediamente corrisposto ai Consiglieri non esecutivi dalla società: Tod’s (il Consigliere Maurizio Boscarato, non indipendente, ha ricevuto € 220.000, sui € 259.278 totali, per consulenze professionali), Mediolanum (dove si segnala in particolare il Consigliere Paolo Sciumè, non indipendente, al cui Studio Associato sono stati corrisposti € 299.420) e Mediaset (il Consigliere Alfredo Messina, non indipendente, ha ricevuto € 82.500, sui € 114.500 complessivi, per incarichi infragruppo). Oltre ai tre emittenti già citati, occorre evidenziare anche il caso di Intesa Sanpaolo, dove ben 8 membri del Consiglio di Sorveglianza, tutti definiti indipendenti dalla Società, hanno ricevuto compensi anche da società controllate e collegate, tra cui si segnalano: Jean-Paul Fitoussi (€ 183.000 dalla collegata Telecom Italia), Rosalba Casiraghi (€ 163.000 in aggregato da Banca CR Firenze, Nuovo Trasporto Viaggiatori e NH Hoteles) e Giulio Stefano Lubatti (€ 155.000 dal Banco di Napoli ed Eurizon), che risultano ancora in carica dopo il rinnovo del Consiglio del 22 aprile 2013.

6. FTSE MIB: il confronto con l'estero

Un'analisi completa delle strutture retributive dei CEO italiani non può prescindere da un confronto con le pratiche internazionali. Per mantenere la maggiore omogeneità possibile nello studio, si è deciso di prendere in considerazione realtà europee, di grande capitalizzazione, operanti esclusivamente nei settori rappresentati nel principale indice di Borsa italiano (tranne due emittenti a larghissima capitalizzazione, Novartis e Sanofi, operanti nel settore Biotech & Pharma). Per la definizione del settore si è fatto riferimento a quella utilizzata dai principali *info provider* internazionali, adeguandola, se necessario, alle realtà presenti nel mercato italiano. Le maggiori difficoltà nella definizione del campione estero si sono riscontrate nella particolare composizione settoriale dell'indice italiano, su cui pesano fortemente Banche ed *Utilities* per numero (8 le prime e 5 le seconde, pari ad oltre un terzo dell'indice), e le *Oil & Gas* per capitalizzazione (con € 66,7 miliardi al 31 dicembre 2012, Eni da sola rappresentava oltre il 20% dell'indice, contro una capitalizzazione ordinaria media pari a € 6,5 miliardi delle altre 37 società).

Attraverso l'applicazione dei criteri di selezione sopra citati, si è arrivati ad includere 125 emittenti nel campione europeo, di cui 10 a larghissima capitalizzazione e 115 di dimensioni maggiormente paragonabili agli italiani (di modo che fossero rappresentati almeno 3 *peers* esteri per ogni emittente), rappresentativi di 18 *industries*: Abbigliamento (6 emittenti), Aerospazio e Difesa (3), Alimentari (6), Asset Management (3), Assicurazioni (7), Automobili e Componentistica (8), Banche (21), Beni e Servizi Industriali (9), Finanziari (3), Ingegneria ed Edilizia (8), Materiali da Costruzioni (3), Media (4), Petrolio e Gas Naturale (11), Retail (3), Salute (3), Telecomunicazioni (6), Utilities (13), Viaggi e Tempo Libero (6). Come si può notare, il settore petrolifero è particolarmente sovradimensionato nel campione, rispetto al numero di emittenti italiani, ma ciò si è reso necessario per riequilibrare in parte il peso dei vari settori in termini di capitalizzazione.

Per quanto riguarda i mercati di riferimento, la Francia è rappresentata da 21 emittenti, la Germania da 18 e l'Austria da 2, la Spagna da 16 ed il Portogallo da 3, Gran Bretagna 19, Svizzera 19, Scandinavia 18 (7 Svezia, 6 Finlandia, 3 Norvegia e 2 Danimarca) e l'area Benelux da 9 (5 Olanda, 3 Belgio e 1 Lussemburgo). Anche nella composizione geografica del campione hanno pesato le peculiarità relative ai settori produttivi rappresentati nel FTSE MIB rispetto agli altri mercati. In particolare, tra le maggiori società italiane sono del tutto assenti settori altrove di notevole rilevanza, come le Materie Prime, l'Acciaio, il Biotech o la Chimica. I dati, sia riferiti alle

remunerazioni che ai risultati operativi, tranne sporadiche eccezioni, sono tratti dal database del network di *proxy advisors* ECGS Ltd (“Expert Corporate Governance Service”), di cui Frontis Governance è partner.

Tutti gli importi, sia relativi ai compensi che ai dati di bilancio ed ai corsi azionari, sono espressi in Euro a tassi di cambio costanti³⁰

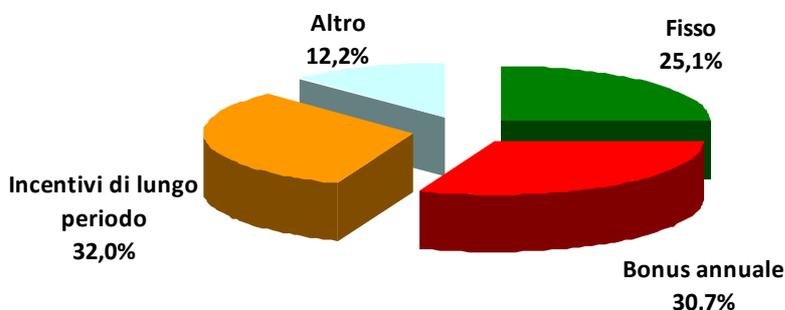
6.1. Le remunerazioni 2012 dei CEO europei

Nel corso dell’esercizio conclusosi nel 2012, i CEO delle 125 società europee comprese nel campione hanno ricevuto compensi medi per circa € 4,5 milioni. Una prima forte differenza si riscontra in base alla capitalizzazione: mentre la remunerazione media nelle 25 società a larghissima capitalizzazione (“*Macro Cap*”, dal valore medio pari ad oltre € 78 miliardi) raggiunge € 8,9 milioni, nelle rimanenti 100 a grande capitalizzazione (“*Large Cap*”, con capitalizzazione media di € 9,75 miliardi) si “ferma” a € 3,4 milioni. Come visto in precedenza, i compensi medi maturati per i massimi dirigenti italiani sono stati pari a € 3,6 milioni nel 2012, inferiori alla media complessiva, ma pressoché in linea con le 100 *Large Cap* europee incluse nel campione.

In due casi non sono disponibili tutti i dettagli delle componenti retributive (le norvegesi Subsea 7 ed Aker Solution), mentre nelle altre 123 società la struttura retributiva dei CEO nel 2012 risulta così composta:

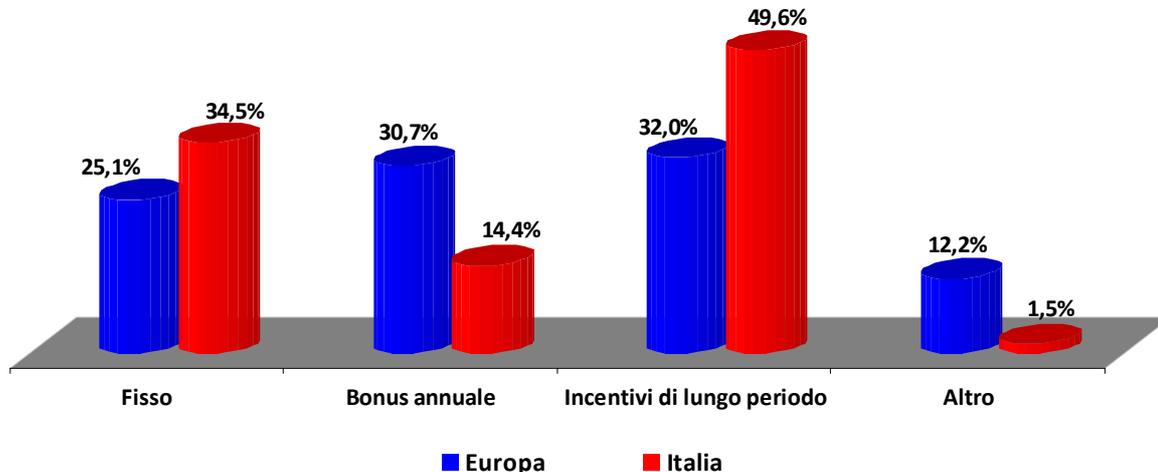
³⁰ Per tutte le valute è stato preso come riferimento il tasso di cambio al 31 dicembre 2012: 1 USD = 0,76 EUR; 1 GBP = 1,23 EUR; 1 CHF = 0,83 EUR; 1 DNK = 0,13 EUR; 1 NOK = 0,14 EUR; 1 SEK = 0,12 EUR.

Struttura retributiva media dei CEO europei



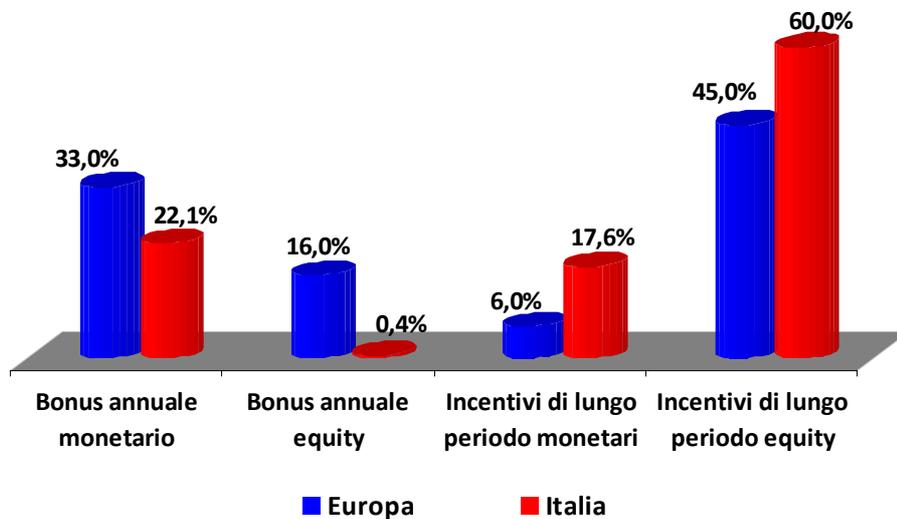
Nella voce “Altro” sono ricompresi, laddove dettagliatamente comunicati, sia i benefici non monetari (5%) che i trattamenti pensionistici complementari (7,2%). Dal confronto con la struttura media dei compensi rilevati nel FTSE MIB, risalta immediatamente la maggiore incidenza, in Europa, dei bonus annuali (31% della remunerazione contro il 14% riscontrato in Italia).

Struttura retributiva dei CEO: confronto FTSE MIB – peers europei



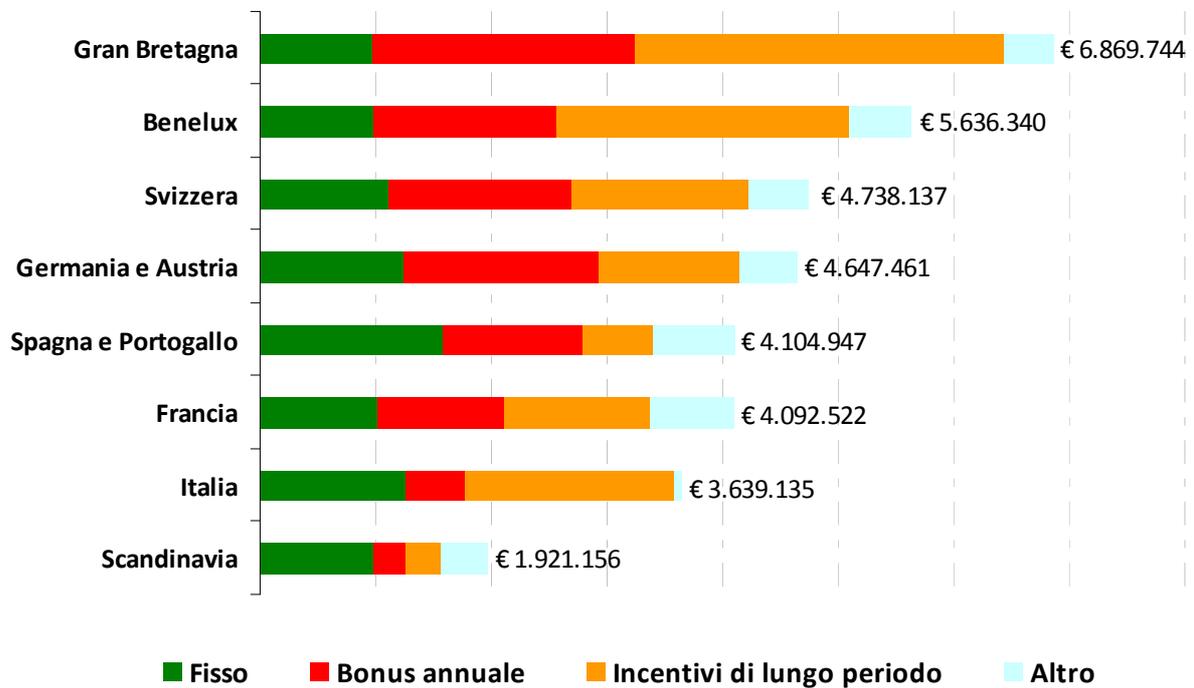
Tra le realtà non italiane, però, gli strumenti finanziari (azioni e stock options) sono largamente utilizzati anche per l’incentivazione di breve periodo. In tal modo, seppure il premio sia dovuto a risultati annuali, si realizza un maggiore allineamento degli interessi dei CEO con quelli degli azionisti nel lungo periodo.

Struttura media delle componenti variabili: FTSE MIB vs. *peers* europei



Il maggiore utilizzo degli strumenti finanziari nel breve periodo è evidente dal grafico che precede, che mostra una tendenza opposta con riferimento agli incentivi di lungo periodo. Tale risultato è però fuorviante, in quanto, come si ricorderà, la quasi totalità degli incentivi *equity* maturati in Italia (€ 50,7 milioni su € 53 milioni, ovvero il 96%) sono riferibili a sole 3 società e 2 dirigenti: Sergio Marchionne (€ 14,2 milioni da Fiat e € 26,5 milioni da Fiat Industrial) ed Andrea Guerra (€ 10 milioni da Luxottica). Prendendo come riferimento il numero di emittenti che hanno attribuito incentivi finanziari, sia nel breve che nel lungo periodo, la situazione cambia drasticamente: 12 su 38 società italiane (31,6%), contro 87 su 123 europee (70,7% al netto dei due emittenti norvegesi per cui non sono disponibili maggiori dettagli). Risulta inoltre significativo il forte ricorso delle società quotate nel FTSE MIB allo strumento monetario anche come forma di incentivazione di lungo periodo, pratica che si riscontra in soli 6 emittenti europei (5%), contro gli 8 italiani (21%).

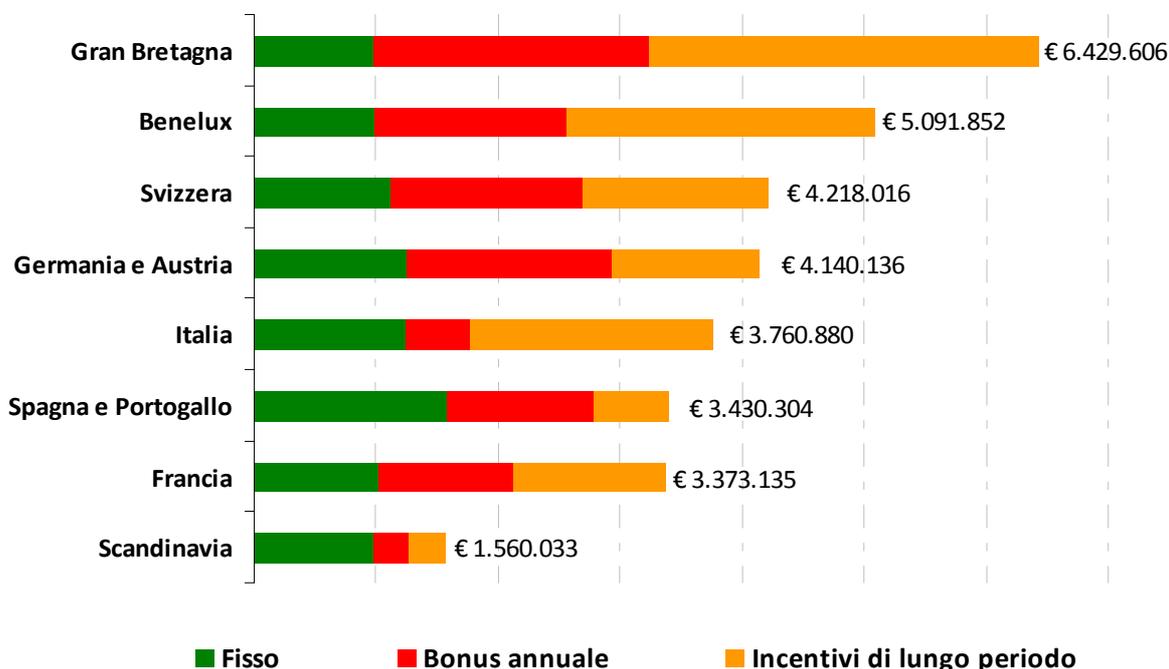
Struttura dei compensi medi per area geografica



Analizzando i dati medi dei compensi maturati, i CEO italiani sembrerebbero posizionarsi tra i meno pagati d'Europa, superando solo i colleghi scandinavi. Come si nota chiaramente dal grafico, la componente che maggiormente influenza questa speciale classifica sono gli "altri compensi", che includono i benefici non monetari ed i contributi pensionistici. Questi ultimi, in realtà, non sono sempre dettagliatamente descritti nelle Relazioni sulle Remunerazioni e seguono criteri anche sostanzialmente differenti a seconda delle legislazioni. Inoltre, per diverse realtà europee sono riportati gli incentivi finanziari attribuiti, anche se non ancora maturati (*non vested*), soprattutto con riguardo alle stock options.

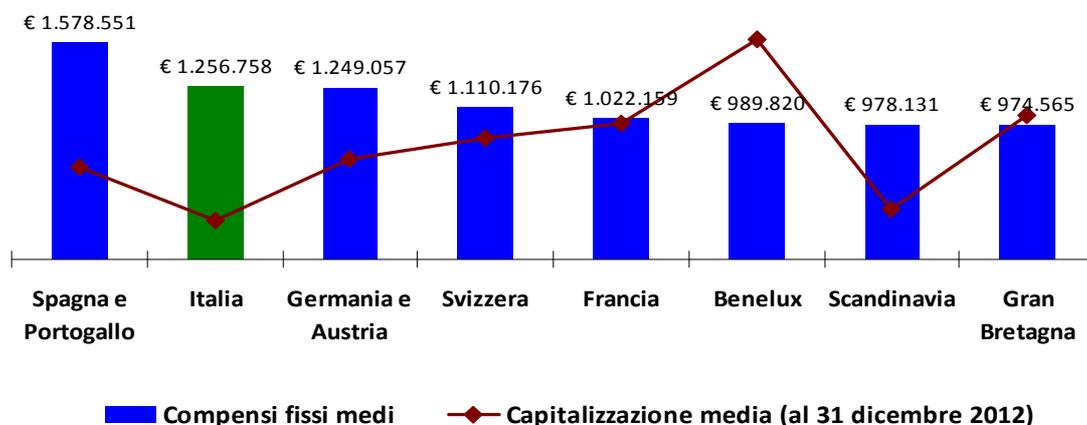
Per consentire un confronto ancora più omogeneo, occorrerebbe quindi analizzare i compensi attribuiti, al netto dei benefici non monetari e dei contributi pensionistici. Attraverso tale metodologia, definita in precedenza come *awarded*, le remunerazioni medie dei CEO italiani recupererebbero due posizioni, piazzandosi al quinto posto in Europa.

Struttura dei compensi medi *awarded* per area geografica (al netto di benefits e pensioni)



Dal grafico relativo ai compensi *awarded* risulta ancora più evidente un'ulteriore caratteristica che differenzia le politiche retributive dei CEO nei vari mercati europei: l'importanza dei compensi fissi. Paradossalmente, infatti, i compensi fissi dei CEO britannici risultano mediamente i più contenuti tra tutto il campione esaminato (€ 974.565), mentre quelli nel Benelux (€ 989.820) sono superiori solo agli scandinavi (€ 978.131), nonostante le remunerazioni complessive siano poi più elevate. Al contrario, i compensi fissi mediamente più elevati sono riconosciuti nella penisola iberica ed in Italia, dove peraltro le dimensioni degli emittenti, almeno tra i 163 inclusi nel campione analizzato, sono di gran lunga inferiori. A maggiore conferma del livello elevato dei compensi fissi italiani, in ben 7 società sulle 38 del FTSE MIB (18%) questi superano i due milioni di euro, livello raggiunto da soli 10 emittenti europei analizzati (8%), di cui 6 spagnoli (Banco Santander e Inditex, dove si superano i € 3 milioni, Telefonica, Iberdrola, Repsol e La Caixa), 2 svizzeri (UBS e Credit Suisse), uno svedese (Getinge) ed uno tedesco (Siemens).

Il grafico seguente riporta un confronto tra compensi fissi e capitalizzazione media nelle diverse aree geografiche, confermando quanto già ampiamente visto nel corso dell'analisi delle remunerazioni in Italia: anche dal confronto tra diversi mercati non appare alcuna correlazione tra le dimensioni dell'emittente ed il compenso fisso del principale responsabile della gestione.

Confronto compensi fissi vs. capitalizzazione media (in milioni di Euro)


Escludendo i contributi pensionistici, 15 tra i CEO europei presi in esame hanno ottenuto compensi superiori ai € 9 milioni, tra cui il già citato CEO di Fiat e Fiat Industrial, Sergio Marchionne, e l'Amministratore Delegato di Luxottica, Andrea Guerra (cui andrebbe aggiunto anche un altro italiano: il CEO della mid-cap Yoox, Federico Marchetti, che grazie all'esercizio delle stock options ha ricavato un compenso potenziale di € 24,8 milioni).

I CEO europei con i compensi più elevati nel 2012 (su 163 large cap)

Società – CEO	Paese	Compenso Fisso	Compenso Variabile	Benefits	Totale
Fiat Industrial – Marchionne	Italia	€ 1.300.300	€ 26.500.000	€ 0	€ 27.800.300
Fiat – Marchionne	Italia	€ 2.300.000	€ 16.174.000	€ 226.000	€ 18.700.000
Barclays – Jenkins	Gran Bretagna	€ 962.172	€ 17.344.738	€ 96.561	€ 18.400.470
BP – Dudley	Gran Bretagna	€ 1.726.000	€ 13.995.046	€ 12.428	€ 15.733.474
Volkswagen – Winterkorn	Germania	€ 1.916.276	€ 12.595.000	€ 0	€ 14.511.276
Luxottica – Guerra	Italia	€ 2.509.568	€ 11.832.875	€ 21.249	€ 14.363.692
Anheuser-Busch Inbev – Brito	Belgio	€ 1.270.000	€ 12.934.966	€ 0	€ 14.204.966
Vodafone – Colao	Gran Bretagna	€ 1.360.127	€ 10.790.139	€ 36.760	€ 12.187.027
Novartis - Jimenez	Svizzera	€ 1.677.435	€ 9.040.136	€ 106.638	€ 10.824.209
Royal Dutch Shell – Voser	Olanda	€ 1.640.000	€ 8.040.871	€ 186.000	€ 9.866.871
LVMH – B. Arnault	Francia	€ 1.590.620	€ 7.779.000	€ 118.464	€ 9.488.084
Telefonica – Alierta Izuel	Spagna	€ 2.500.800	€ 6.468.942	€ 400.816	€ 9.370.558
Transocean – Newman	Svizzera	€ 865.292	€ 7.623.701	€ 835.617	€ 9.324.610
HSBC – Gulliver	Gran Bretagna	€ 1.531.675	€ 6.065.433	€ 1.494.915	€ 9.092.023
Hermes International – Thomas	Francia	€ 808.505	€ 8.274.199	€ 0	€ 9.082.704

Il campione di emittenti qui analizzato è stato costruito sulla falsa riga del principale indice di Borsa Italiana, per cui sia le dimensioni delle società che i relativi compensi non sono necessariamente rappresentativi dei mercati di riferimento. Ciononostante, i dati riportati evidenziano quanto meno un trend ben definito, almeno nei settori in cui operano i principali emittenti italiani. Nel paragrafo successivo saranno presi in considerazione appunto i vari settori di attività, per verificare soprattutto eventuali differenze nella reattività dei compensi variabili alle performance operative e di mercato.

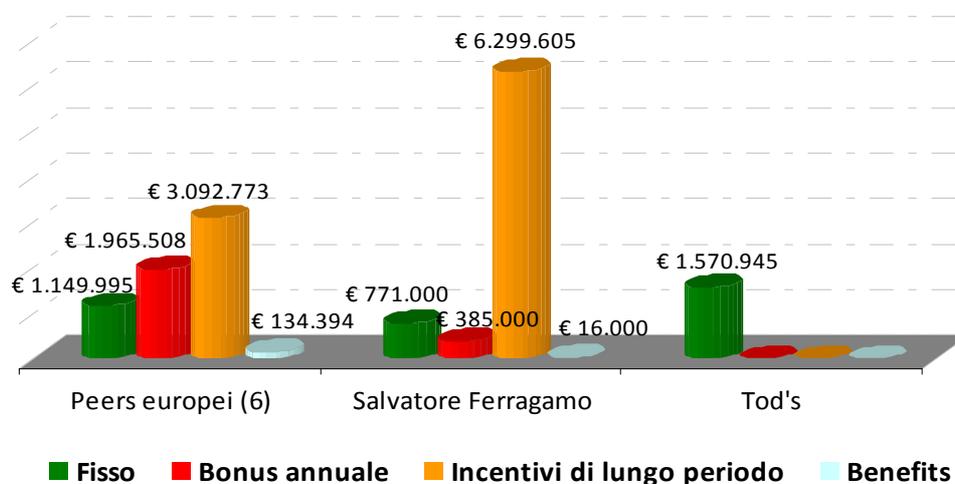
6.2. I compensi variabili

Nel 2012, le remunerazioni complessive dei 125 CEO inclusi nel campione europeo sono aumentate mediamente del 10,9%, contro il +31,3% realizzato dai 38 CEO del FTSE MIB. Come già ampiamente evidenziato, le variazioni sono dovute sostanzialmente alla maturazione degli incentivi, in particolare quelli corrisposti tramite strumenti finanziari, dipendenti dai risultati raggiunti nel breve e nel lungo periodo. Nel corso di questo paragrafo si confronteranno le remunerazioni medie maturate in ciascun settore con le performance realizzate negli ultimi 3 esercizi. Per consentire la massima omogeneità nel confronto, è stato preso in considerazione un unico parametro operativo per tutti i settori di riferimento, il Reddito Operativo o EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*): per il breve periodo la performance sarà valutata come variazione dell'EBIT nel 2011 rispetto all'esercizio precedente, mentre per il lungo periodo si farà riferimento alla media delle variazioni annuali in termini di EBIT nei tre esercizi precedenti (2011, 2010 e 2009). Come parametro di mercato sarà sempre utilizzato il valore complessivamente creato per gli azionisti, o TSR (*Total Shareholder Return*), sia relativo al 2011, per il breve periodo, che come valore complessivamente realizzato nel periodo 31 dicembre 2008 – 31 dicembre 2011.

Abbigliamento

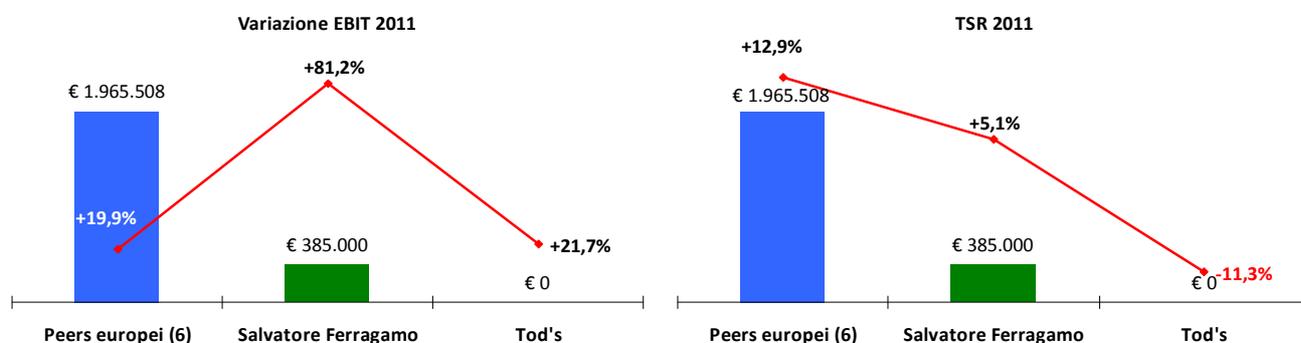
Al 31 dicembre 2012, la capitalizzazione media ordinaria delle 2 *large cap* italiane del settore, Salvatore Ferragamo e Tod's, era pari a circa € 2,87 miliardi, contro i € 21,78 miliardi delle 6 società europee del campione analizzato³¹. Nello stesso anno, i compensi medi dei CEO italiani sono stati pari a € 4,5 milioni, del 29% inferiori ai € 6,3 milioni dei colleghi europei.

Abbigliamento: compensi medi maturati nel 2012



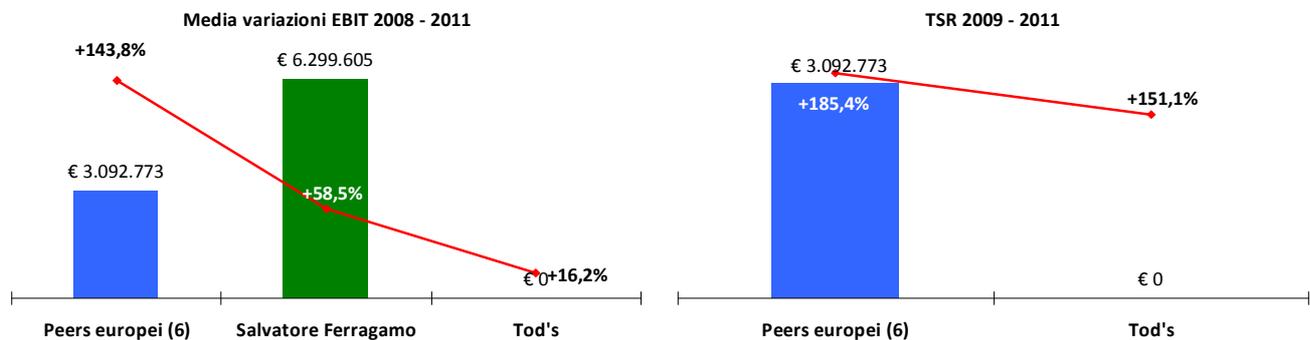
Mentre Tod's non ha riconosciuto al proprio CEO e Presidente alcuna componente variabile, Salvatore Ferragamo si differenzia dai propri *peers* europei per il forte ricorso agli incentivi di lungo periodo, rispetto ad un bonus annuale inferiore.

Abbigliamento: bonus annuali vs. performance 2011



³¹ Adidas (Germania), Burberry (Gran Bretagna), Gerry Weber International (Germania), Hermes International (Francia), Kering (Francia) e LVMH (Francia).

Abbigliamento: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011³²



Una certa correlazione con i risultati si può notare solo nel confronto bonus – TSR 2011, mentre le due società italiane si sono comportate in modo diametralmente opposto, rispetto anche ai *peers* europei, in tutti gli altri casi.

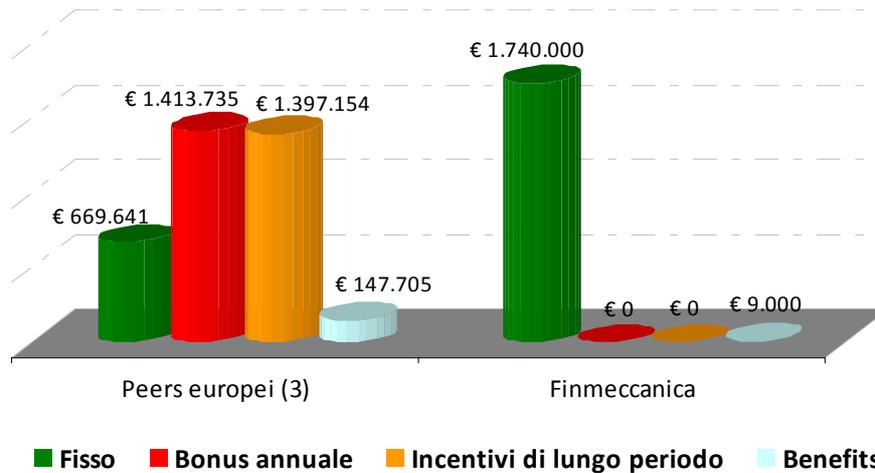
Aerospazio e Difesa

L'unica *large cap* italiana ad operare in tale settore è Finmeccanica, che al 31 dicembre 2012 capitalizzava circa € 2,52 miliardi, contro i € 14,15 miliardi dei 3 *peers* europei inseriti nel campione³³. Il compenso complessivo dell'ex-Amministratore Delegato e Presidente, Giuseppe Orsi, è risultato del 52% inferiore ai propri colleghi (€ 1.749.000 contro € 3.628.235).

³² Il confronto con il TSR nel lungo periodo non è possibile per Salvatore Ferragamo, in quanto quotata a partire dal 29 giugno 2011.

³³ Bae Systems (Gran Bretagna), Cobham (Gran Bretagna) e EADS (Olanda).

Aerospazio e Difesa: compensi medi maturati nel 2012



Come si può immediatamente notare dal grafico, in questo caso le differenze derivano non solo dagli incentivi maturati nelle società estere, ma anche dall'elevato compenso fisso riconosciuto al *top manager* di Finmeccanica, di ben il 160% superiore a quello dei propri colleghi.

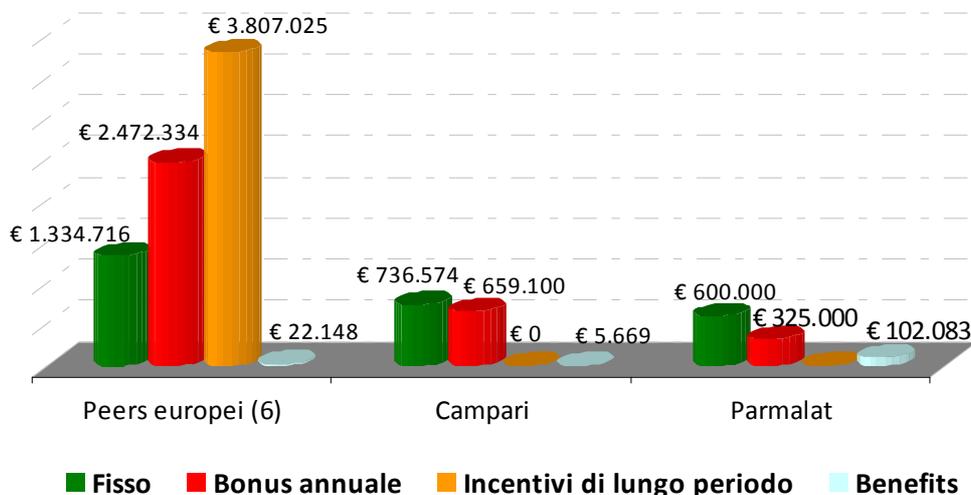
Tutti i parametri di performance qui utilizzati sono risultati negativi per Finmeccanica, sia nel breve (-294% l'EBIT e -66,4% il TSR) che nel lungo periodo (-96,7% la media delle variazioni e -66,2% il TSR 2009-2011). Di contro, le performance mediamente positive dei *peers* europei (+16% e +56% rispettivamente l'EBIT di breve e di lungo periodo, +24% e +64% il TSR) hanno giustificato l'attribuzione delle componenti variabili, che risultano però maggiormente dipendenti dai risultati annuali.

Alimentare

Le politiche retributive nelle due *large cap* italiane del settore Alimentare, Campari e Parmalat, risultano in decisa controtendenza rispetto al resto del listino, almeno per quanto riguarda i compensi fissi, pari a meno della metà di quanto corrisposto nelle 6 concorrenti europee incluse nel campione³⁴ (€ 668.287 per i CEO italiani contro € 1.334.716 dei colleghi europei).

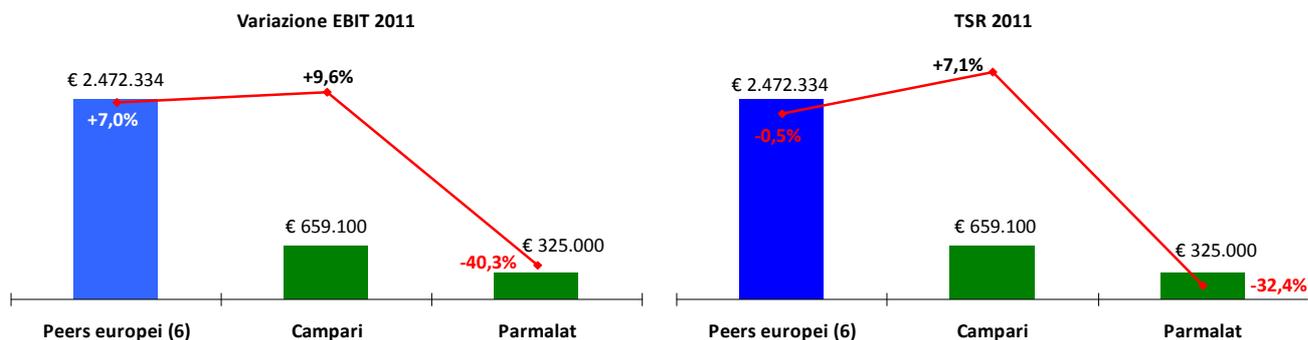
³⁴ Anheuser-Busch Inbev (Belgio), Aryzta (Svizzera), Carlsberg (Danimarca), Heineken (Olanda), Lindt & Spruengli (Svizzera) e Nestlé (Svizzera).

Alimentare: compensi medi maturati nel 2012

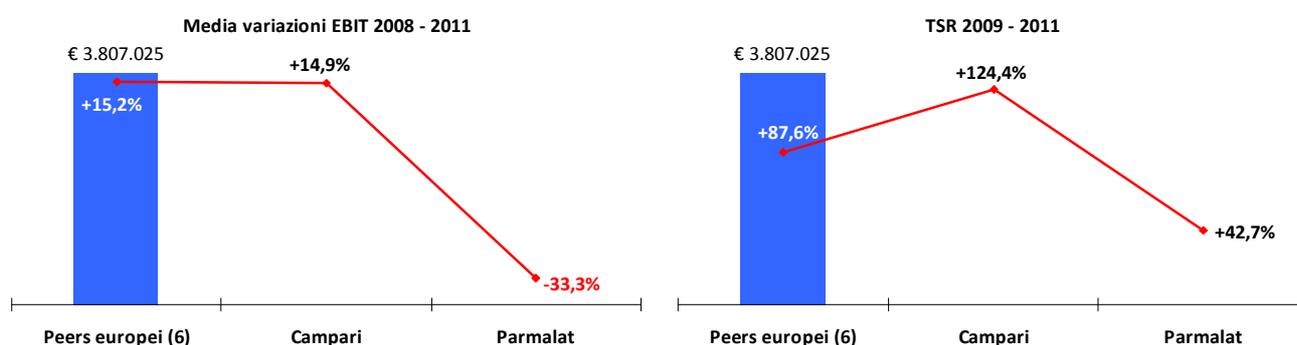


Se le due società del FTSE MIB mostrano una politica omogenea rispetto al fisso, lo stesso non si può dire per il variabile. Campari si segnala infatti per un bonus annuale decisamente inferiore ai *peers* europei, nonostante le migliori performance realizzate nel 2011. Non sono maturati incentivi di lungo periodo per le aziende italiane nel 2012, maturati però nel 2011 per il CEO di Campari, del valore di € 2.747.673, che ne allineano i compensi a quelli dei colleghi europei, grazie ai risultati triennali conseguiti.

Alimentare: bonus annuali vs. performance 2011



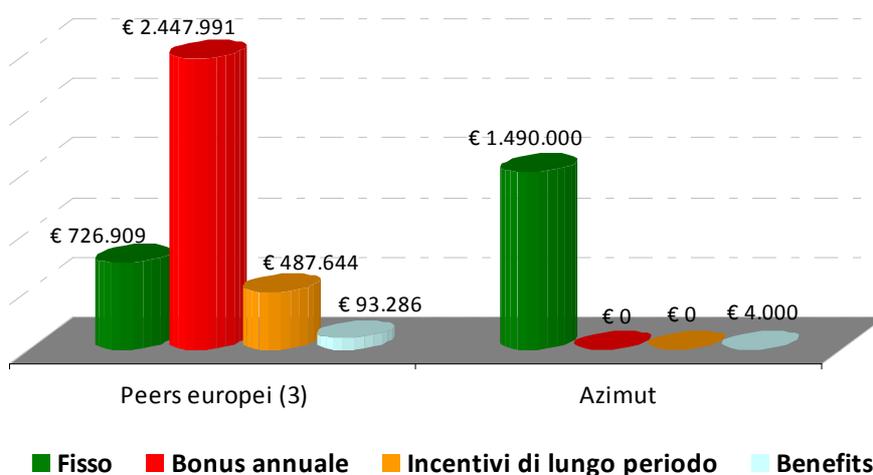
Alimentare: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



Asset Management

Anche nel settore del risparmio gestito una sola società italiana è inclusa nel principale indice di Borsa (Azimut Holding), ed anche in questo caso non è stata riconosciuta alcuna retribuzione variabile al Presidente ed Amministratore Delegato. A differenza però del caso di Finmeccanica, visto in precedenza, l'assenza di incentivi qui non dipende dai risultati conseguiti, ma da una precisa politica aziendale che riconosce al massimo esponente esclusivamente un compenso fisso, seppure di entità decisamente superiore rispetto ai 3 *peers* europei qui analizzati³⁵.

Asset Management: compensi medi maturati nel 2012



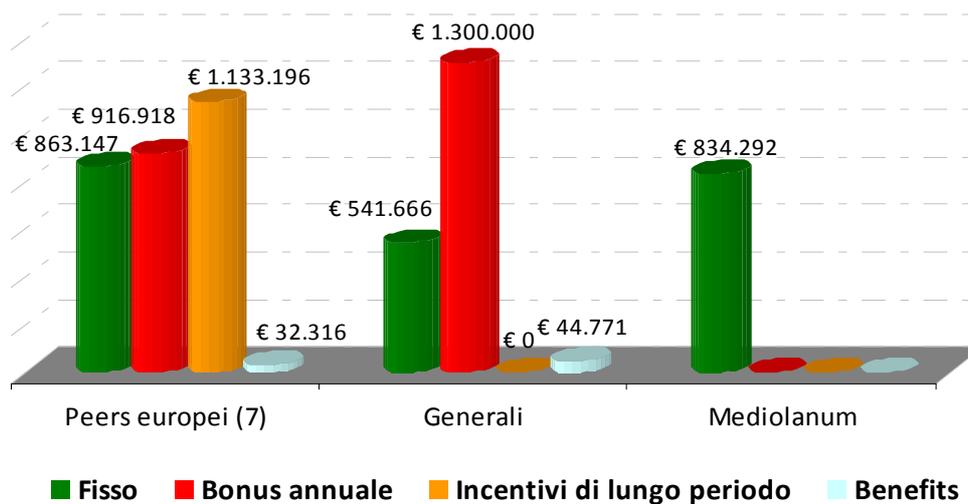
³⁵ Aberdeen Asset Management (Gran Bretagna), Julius Baer (Svizzera) e Natixis (Francia).

Come ampiamente verificato nel corso dell'analisi, anche qui sembrerebbe non esserci alcun collegamento tra le dimensioni aziendali ed i compensi fissi. Nello specifico, Azimut capitalizzava € 1,55 miliardi al termine del 2012, contro una media di € 6,34 miliardi dei propri *peers* (-75,6%), mentre il relativo compenso fisso è pari ad oltre il doppio.

Assicurazioni

Al 31 dicembre 2012, due compagnie assicuratrici componevano il principale indice italiano, Generali e Mediolanum. La capitalizzazione media delle due era pari a € 24,21 miliardi a fine anno, contro i € 16,7 miliardi delle 7 assicuratrici europee incluse nel campione³⁶.

Assicurazioni: compensi medi maturati nel 2012



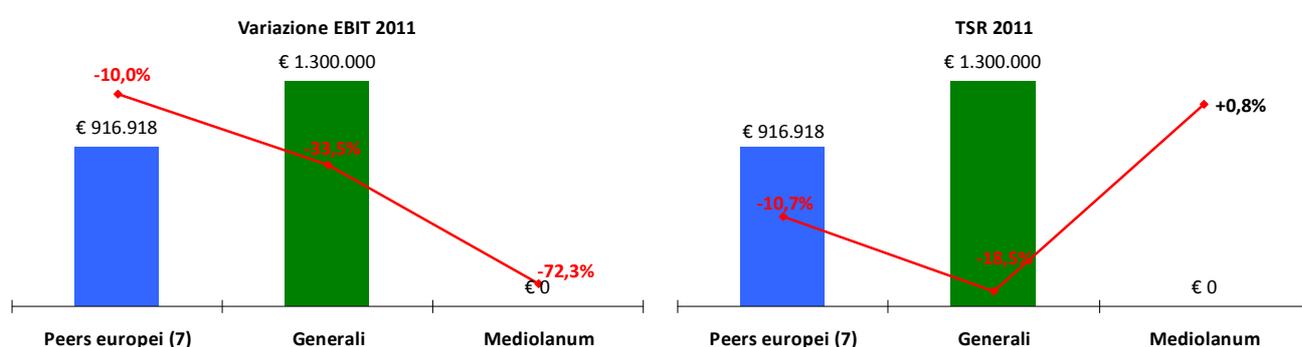
I compensi medi per i CEO italiani, maturati nel 2012, hanno raggiunto € 1.360.365, decisamente inferiori ai € 2.945.577 dei *peers* europei. I dati 2012 relativi a Generali sono però fuorvianti, in quanto il nuovo Amministratore Delegato, Mario Greco, ha ricevuto un compenso fisso parziale, pari a € 541.666 su € 1.300.000 deliberato per un intero anno in carica. Considerando il compenso annuo, anche Generali conferma il trend italiano di puntare fortemente

³⁶ Aegon (Olanda), Allianz (Germania), Axa (Francia), CNP Assurances (Francia), Legal & General (Gran Bretagna), Mapfre (Spagna) e Swiss Life (Svizzera).

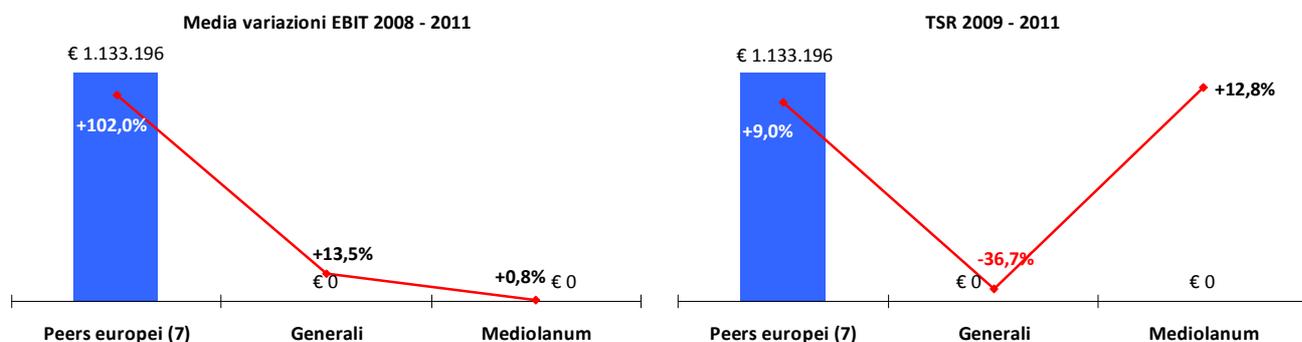
sui compensi fissi, che nel caso della compagine triestina supererebbero di oltre il 50% le medie europee qui analizzate.

Il confronto tra le performance realizzate nel 2011 dalle due compagnie italiane non è particolarmente rilevante, in quanto gli incentivi riconosciuti in Generali hanno esclusivamente una natura di "benvenuto" (*golden hello*), mentre in Mediolanum il variabile per il CEO è legato al solo lungo periodo.

Assicurazioni: bonus annuali vs. performance 2011



Assicurazioni: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

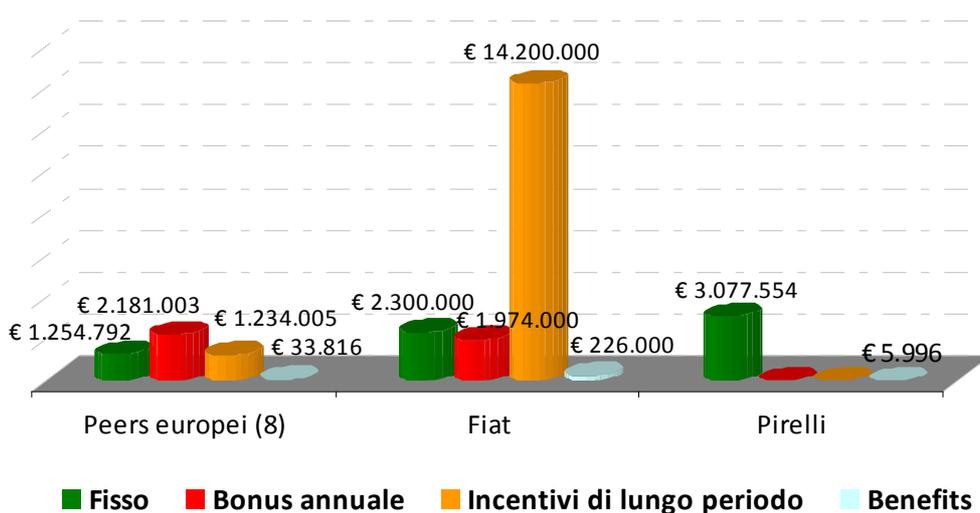


Al pari delle performance annuali, anche i risultati mediamente realizzati negli ultimi 3 esercizi risulterebbero peggiori per le due società italiane. Salvo il miglior rendimento per gli azionisti generato da Mediolanum, il confronto con i *peers* europei sembrerebbe giustificare l'assenza di incentivi di lungo periodo.

Automobili e Componentistica

Nel settore dell'automobile, rappresentato per l'Italia da Fiat e Pirelli, le differenze con le politiche retributive mediamente utilizzate in Europa appaiono con maggiore evidenza: da una parte i compensi fissi medi dei CEO italiani sono pari ad oltre il doppio di quelli degli 8 colleghi europei³⁷ (€ 2.688.777 contro € 1.254.792), dall'altra i relativi incentivi di lungo periodo hanno un peso maggiore, rispetto alla prevalenza dei bonus annuali in Europa. Se, infatti, nel 2012 risaltano le azioni gratuite dell'AD di Fiat, del valore di € 14.200.000 alla data di assegnazione, nel 2011 anche il Presidente e CEO di Pirelli, Marco Tronchetti Provera, aveva beneficiato di incentivi decisamente elevati, pari a € 14.141.840 esclusivamente monetari.

Automobili e Componentistica: compensi medi maturati nel 2012



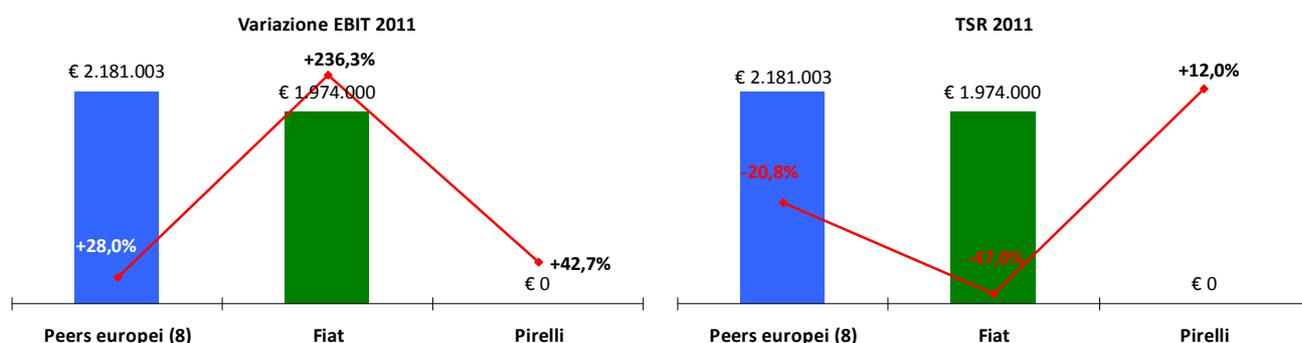
A fine 2012, le due aziende italiane capitalizzavano mediamente € 4,43 miliardi, quasi un quinto degli 8 *peers* europei (€ 20,23 miliardi).

Anche in questo settore, non sembra esserci alcuna correlazione tra le performance medie di breve periodo ed i bonus annuali. Al contrario, se si considerano gli incentivi 2011 maturati in Pirelli (pari a € 14,1 milioni, interamente monetari), si può riscontrare un certo allineamento nel

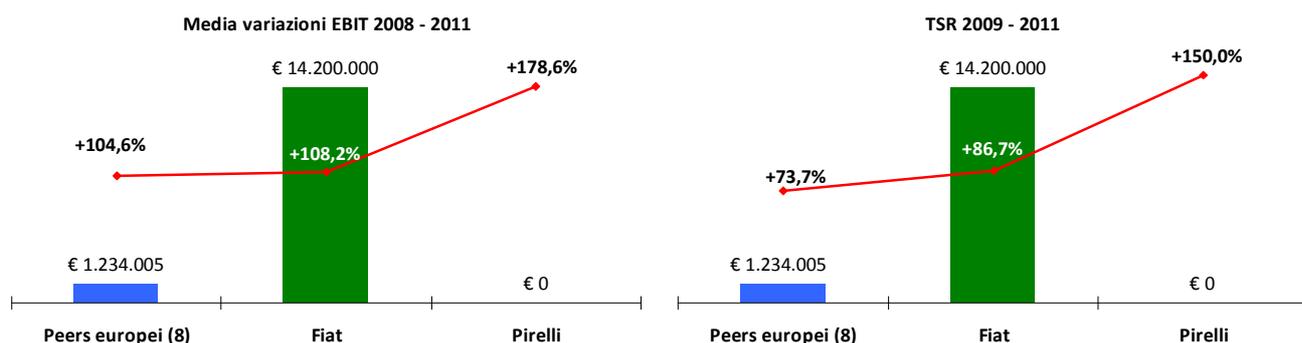
³⁷ BMW (Germania), Continental (Germania), Michelin (Francia), Nokian Tyres (Finlandia), Peugeot (Francia), Renault (Francia), Volkswagen (Germania) e Volvo (Svezia).

lungo periodo, anche se i premi corrisposti dalle due aziende italiane sembrerebbero sproporzionati nel confronto con l'estero.

Automobili e Componentistica: bonus annuali vs. performance 2011



Automobili e Componentistica: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



Banche

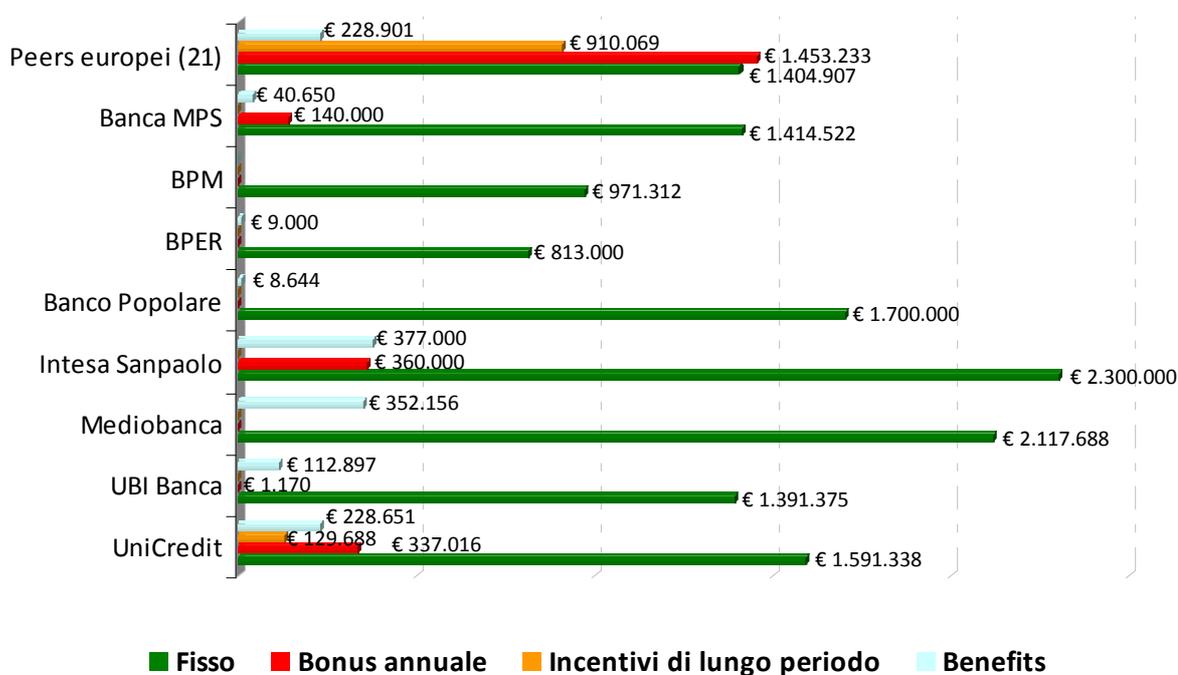
Il settore bancario è quello maggiormente rappresentato nel principale indice italiano, almeno in termini numerici, con ben 8 emittenti su 38. Per un confronto il più possibile omogeneo, sono stati inclusi nel campione europeo 21 gruppi bancari³⁸, che al 31 dicembre 2012 capitalizzavano mediamente € 26,82 miliardi, contro € 5,01 miliardi degli emittenti italiani.

³⁸ Banco Espírito Santo (Portogallo), Banco Popular Español (Spagna), Banco Santander (Spagna), Banque Cantonale Vaudoise (Svizzera), Barclays (Gran Bretagna), BBVA (Spagna), BNP Paribas (Francia), La Caixa (Spagna), Commerzbank (Germania), Credit Agricole (Francia), Credit Suisse (Svizzera), Danske Bank (Danimarca), Deutsche Bank (Germania), Erste Group Bank (Austria), HSBC (Gran Bretagna), Investec (Gran Bretagna), KBC Group (Belgio), Pohjola Bank (Finlandia), Société Générale (Francia), Svenska Handelsbanken (Svezia) e UBS (Svizzera).

Dal confronto tra i compensi maturati nell'esercizio, emerge un certo grado di omogeneità tra le politiche retributive delle banche italiane. Solo in tre casi sono stati attribuiti compensi variabili (escludendo il bonus simbolico di € 1.170 riconosciuto in UBI), ed in uno di questi (Banca MPS) si è trattato di un "bonus di benvenuto", non collegato quindi alle performance.

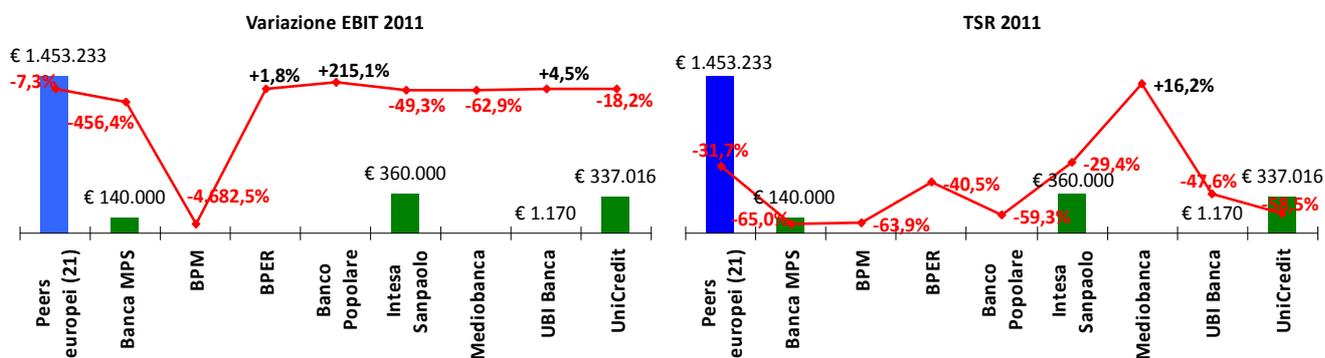
Nonostante le dimensioni decisamente ridotte, anche in questo settore i compensi fissi risultano mediamente più elevati in Italia, anche se le differenze sono meno marcate rispetto ad alcuni settori visti in precedenza.

Banche: compensi medi maturati nel 2012

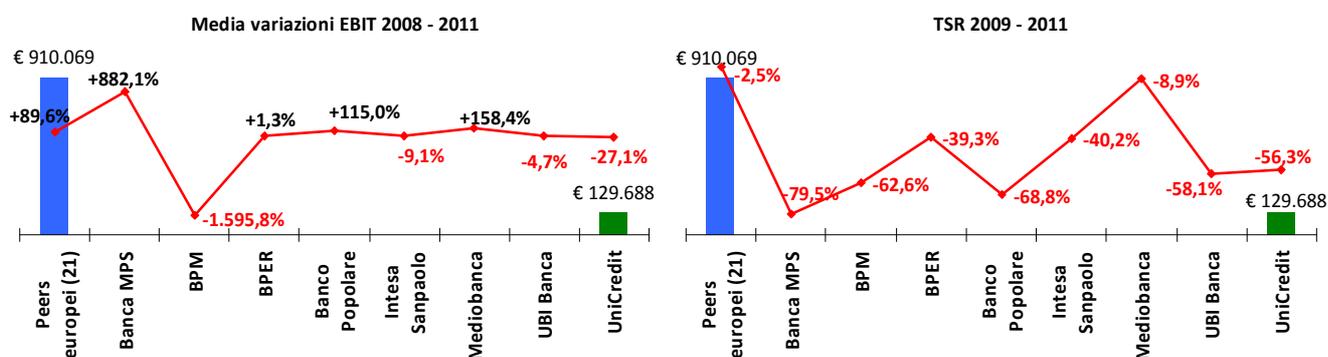


Il settore bancario si segnala per essere quello che ha subito maggiormente gli effetti della crisi economica. Nonostante performance mediamente negative per tutto il settore, fatto salvo il rendimento positivo per gli azionisti Mediobanca nel lungo periodo, si evidenzia anche qui l'assenza di una relazione diretta tra compensi variabili e performance. In particolare, lo squilibrio tra performance medie e remunerazione dei CEO è maggiormente marcato tra gli emittenti esteri e nel breve periodo. Di contro, nel lungo periodo la differenza tra gli incentivi riconosciuti dalle banche europee e le italiane sembrerebbe parzialmente giustificata da risultati mediamente migliori.

Banche: bonus annuali vs. performance 2011



Banche: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

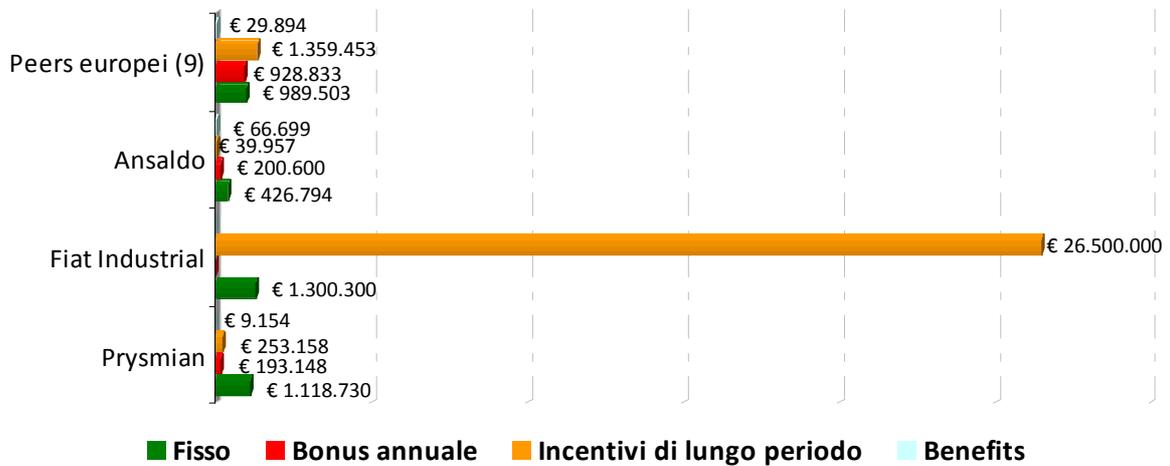


Beni e Servizi Industriali

Le remunerazioni del 2012, in questo settore, sono fortemente influenzate dall'enorme incentivo azionario maturato per il Presidente di Fiat Industrial (€ 26.500.000), peraltro relativo ad un *retention plan* e quindi non collegato ad alcun parametro di performance. Nelle altre due società italiane del comparto, Ansaldo STS e Prysmian, le componenti variabili medie sono notevolmente inferiori rispetto a quelle riconosciute ai 9 colleghi europei³⁹, pari a € 196.874 per il breve periodo (contro € 928.833) ed a € 146.557 per il lungo (contro € 1.359.453).

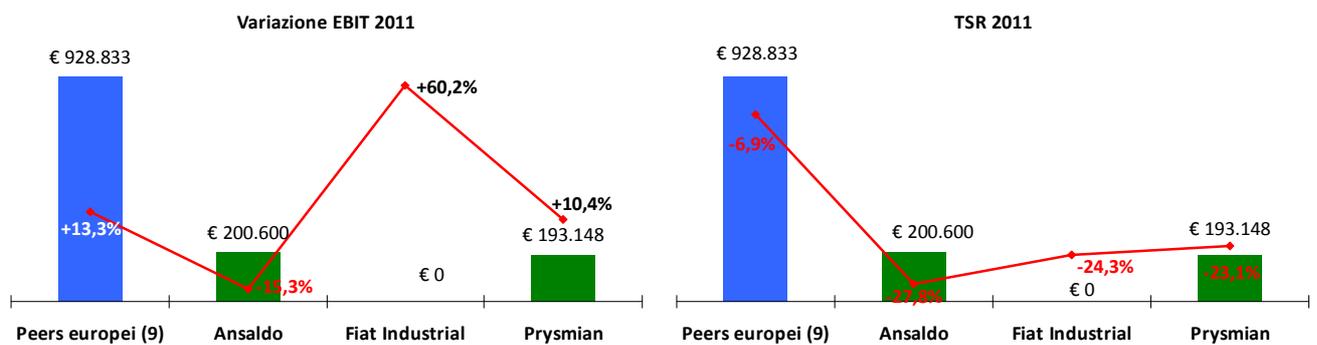
³⁹ Aggreko (Gran Bretagna), Alfa Laval (Svezia), Bucher Industries (Svizzera), Gea Group (Germania), Husqvarna (Svezia), IMI (Gran Bretagna), Schindler (Svizzera), Siemens (Germania) e Sulzer (Svizzera).

Beni e Servizi Industriali: compensi medi maturati nel 2012

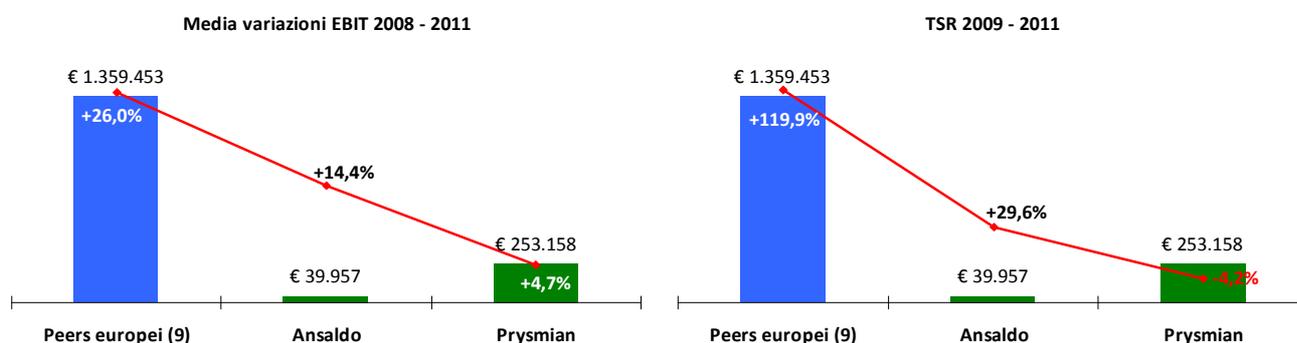


Anche per le società di Beni e Servizi Industriali non si riscontra alcun collegamento evidente con i risultati raggiunti nel breve periodo, mentre un maggiore allineamento sembrerebbe esserci nel lungo (Fiat Industrial è esclusa dal confronto con le performance triennali, in quanto separatasi da Fiat SpA solo da gennaio 2011).

Beni e Servizi Industriali: bonus annuali vs. performance 2011



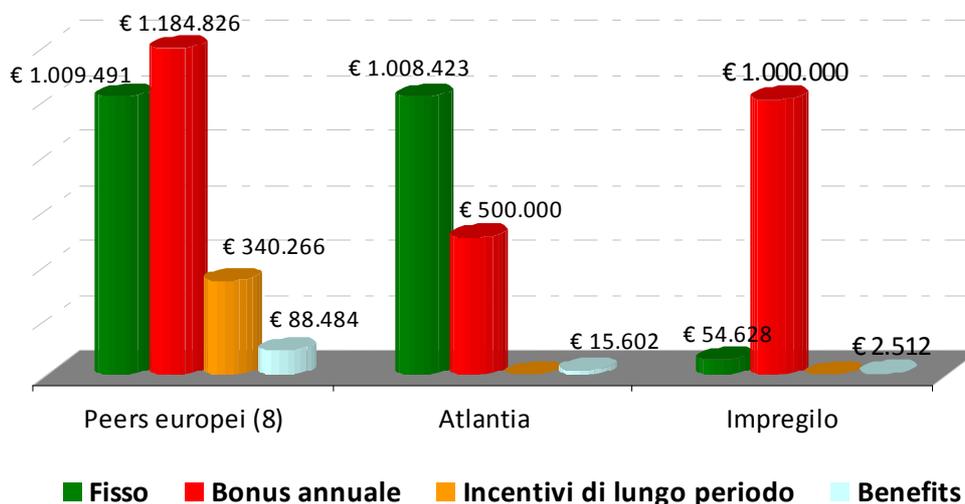
Beni e Servizi Industriali: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



Ingegneria ed Edilizia

Atlantia ed Impregilo erano le due società del settore rappresentate nel principale indice italiano nel 2012 (Impregilo ne è uscita ad aprile 2013), la cui capitalizzazione media a fine anno era in linea con gli 8 *peers* europei inclusi nel campione⁴⁰: € 5,23 miliardi contro € 6,96 miliardi delle concorrenti estere.

Ingegneria ed Edilizia: compensi medi maturati nel 2012

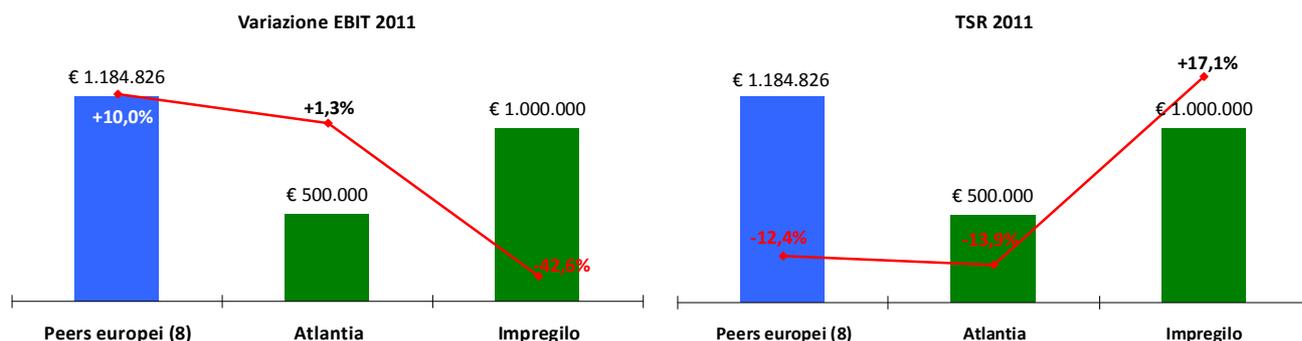


⁴⁰ Abertis Infraestructuras (Spagna), Acciona (Spagna), ACS (Spagna), Aker Solution (Norvegia), Balfour Beatty (Gran Bretagna), Bouygues (Francia), Vinci (Francia) e Yit (Finlandia).

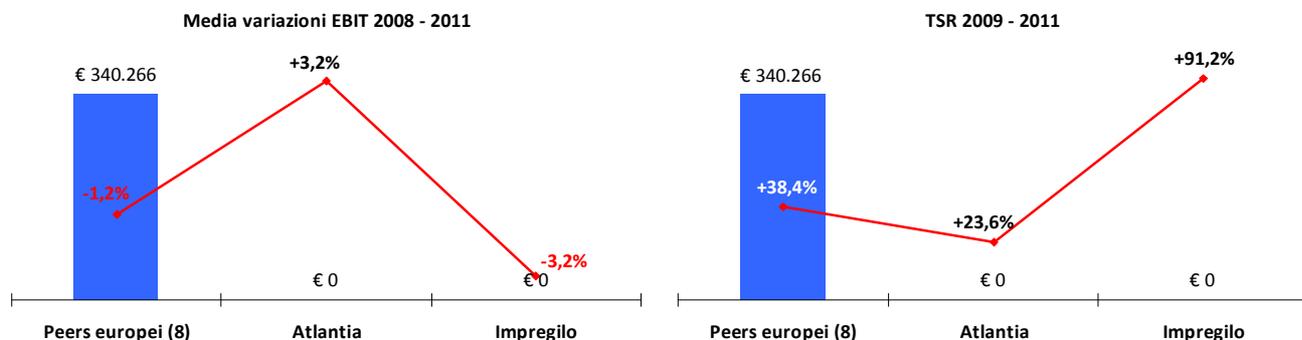
Come già specificato in precedenza, il compenso dell'Amministratore Delegato di Impregilo, nominato ad agosto 2012, include solo una porzione del salario annuale deliberato, pari a € 800.000. Considerando i compensi su base annua, il fisso dei due CEO italiani risulta leggermente inferiore a quello dei colleghi europei, in controtendenza rispetto alle pratiche riscontrate in larga parte dei settori.

Anche il confronto tra le componenti variabili risulta falsato da quanto corrisposto al massimo dirigente di Impregilo, che, non potendo essere riferito all'esercizio 2011, in cui non era in carica, assume la forma di vero e proprio *golden hello*. Al contrario, per Atlantia si riscontra un certo grado di correlazione con le performance di breve periodo, mentre nessun incentivo di lungo periodo è maturato nelle società italiane, nonostante i risultati mediamente migliori.

Ingegneria ed Edilizia: bonus annuali vs. performance 2011



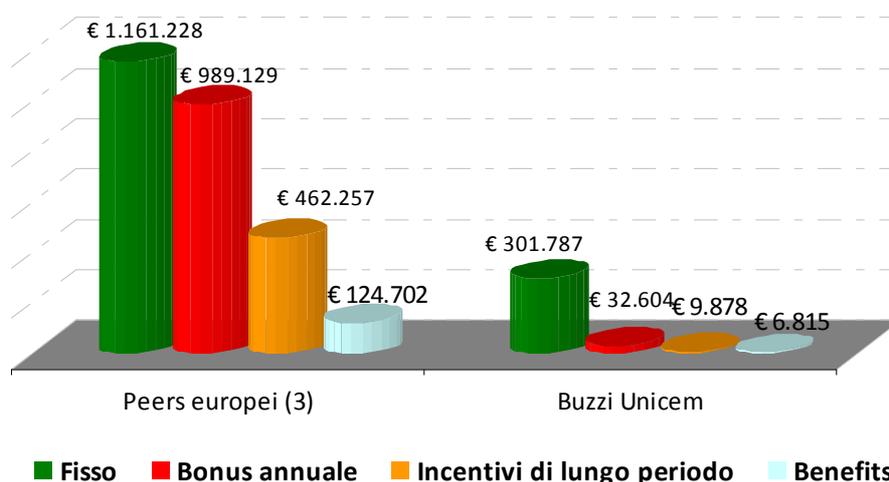
Ingegneria ed Edilizia: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



Materiali da Costruzione

I compensi del CEO dell'unica *large cap* italiana del settore, Buzzi Unicem, sono stati i più bassi dell'intero listino nel 2012, con € 351.084 maturati. Tale particolarità si riscontra anche nel confronto con le 3 società europee inserite nel campione⁴¹, in cui la media dei compensi maturati nel 2012 ha raggiunto € 2.737.316. Il livello particolarmente contenuto delle remunerazioni, in questo caso, è probabilmente dovuto al fatto che la posizione è ricoperta da un esponente della famiglia di controllo, Michele Buzzi. Nonostante abbia un'evidente validità, la stessa politica di contenimento dei costi sostenuti per l'A.D., qualora quest'ultimo sia anche il maggiore azionista, non si riscontra facilmente né in Italia né all'estero.

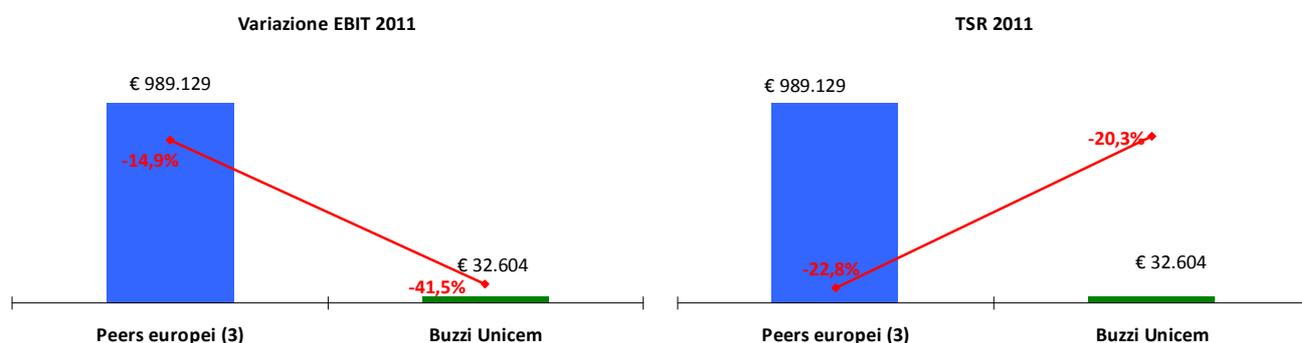
Materiali da Costruzione: compensi medi maturati nel 2012



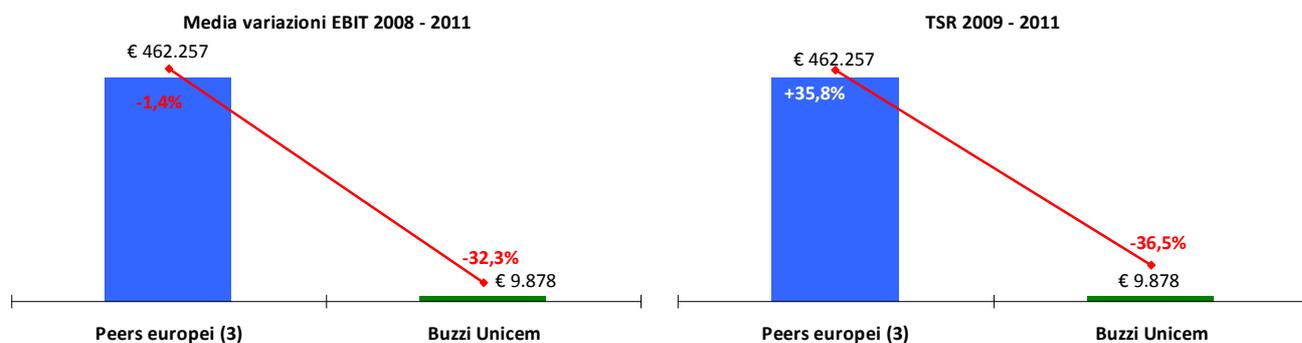
D'altro canto, le ridotte componenti retributive per il CEO di Buzzi Unicem sembrerebbero giustificate dalle dimensioni (€ 1,7 miliardi la capitalizzazione ordinaria di Buzzi Unicem, contro una media di € 10,2 miliardi delle 3 europee) e dai risultati conseguiti sia nel breve che nel lungo periodo.

⁴¹ HeidelbergCement (Germania), Holcim (Svizzera) e Sika (Svizzera).

Materiali da Costruzione: bonus annuali vs. performance 2011



Materiali da Costruzione: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

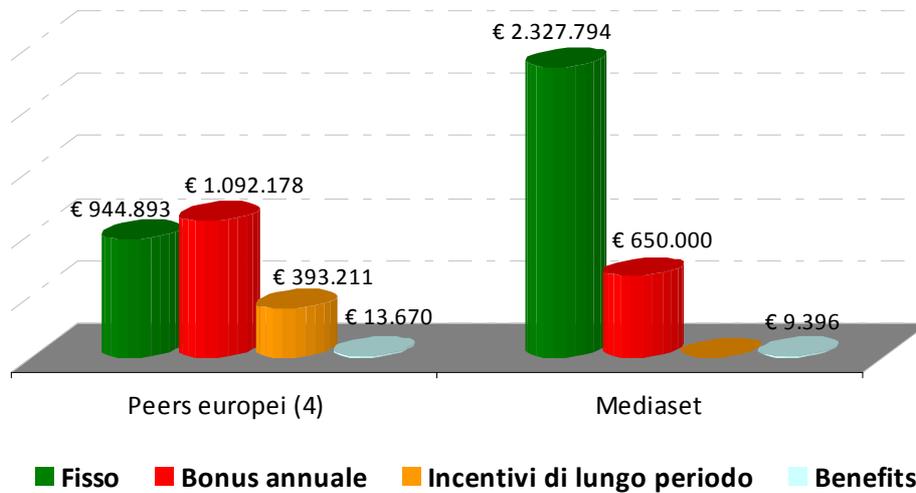


Media

Un solo esponente anche per il settore dei Media, tra i maggiori emittenti italiani: Mediaset. Al pari della maggior parte delle politiche retributive italiane, anche il principale gruppo televisivo privato adotta compensi fissi particolarmente elevati, soprattutto se paragonati alle 8 società europee del settore incluse nell'analisi⁴², nonostante una capitalizzazione di mercato decisamente inferiore (€ 1,84 miliardi contro € 3,24 miliardi a fine 2012).

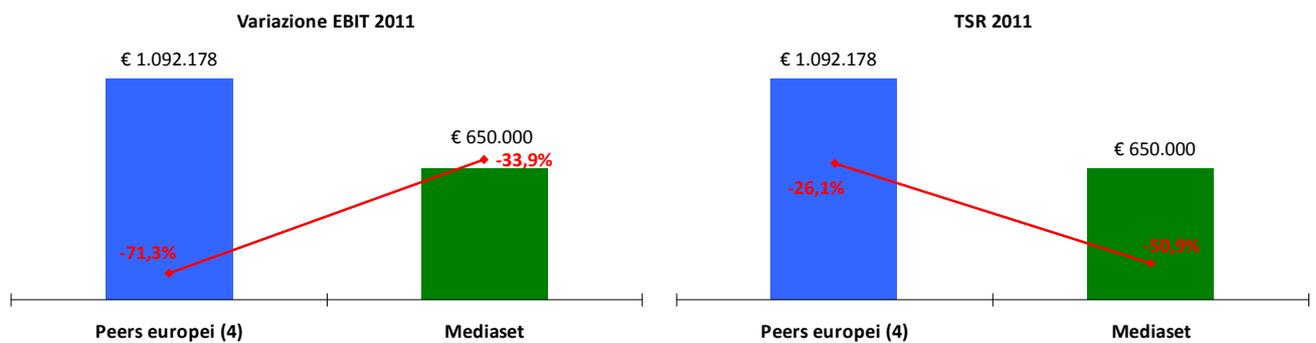
⁴² ITV (Gran Bretagna), Lagardere (Francia), Prosieben Sat 1 (Germania) e Sanoma (Finlandia).

Media: compensi medi maturati nel 2012

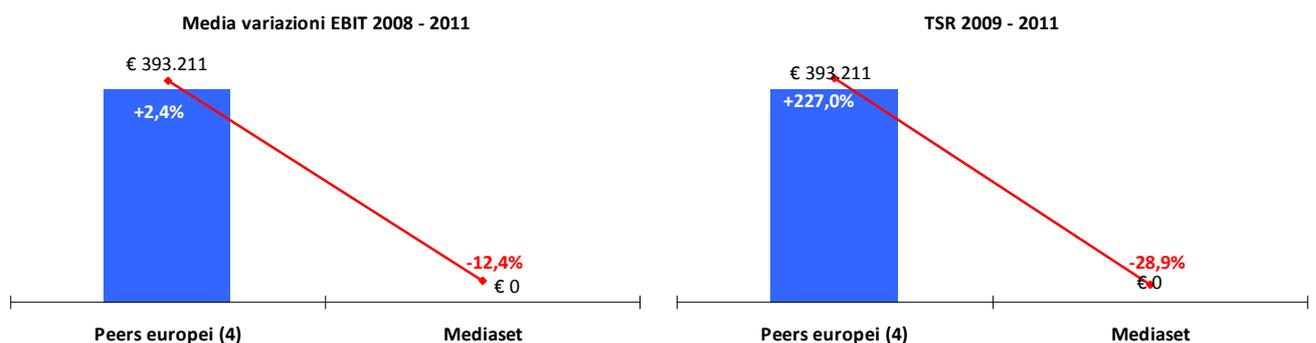


Al contrario del fisso, le differenze tra i compensi variabili rispecchiano le performance non positive degli ultimi anni, almeno con riferimento ai parametri qui utilizzati, anche se si nota una netta sproporzione tra i bonus ed i risultati operativi medi nel campione estero. Il bonus 2012 è da attribuire ai risultati conseguiti da alcune controllate di Mediaset.

Media: bonus annuali vs. performance 2011



Media: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

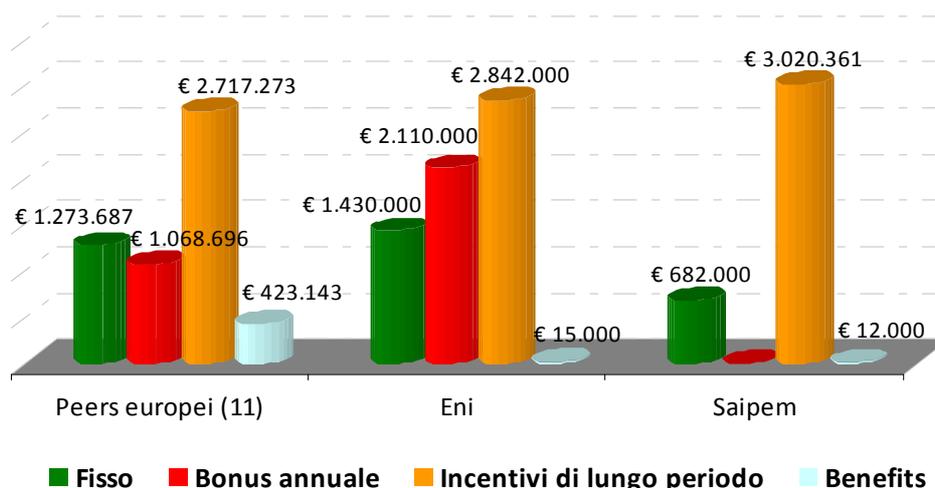


Petrolio e Gas Naturale

In termini di capitalizzazione ordinaria, il settore petrolifero è di gran lunga predominante nel mercato italiano, nonostante sia rappresentato da due soli emittenti: Eni (€ 66,65 miliardi a fine 2012) e la sua controllata Saipem (€ 12,98 miliardi). Per ottenere un simile peso del settore nel campione di società europee, è stato necessario includere ben 11 società *Oil & Gas*⁴³. Ciononostante, e malgrado anche la maggiore capitalizzazione media degli emittenti europei del settore (€ 46,7 miliardi contro € 39,8 miliardi delle italiane), il peso complessivo sul campione (17,5%) rimane ancora inferiore rispetto alla rilevanza di Eni e Saipem sul FTSE MIB (26,3% al 31 dicembre 2012).

Nonostante una politica pressoché simile tra le due società italiane, che hanno eliminato ogni forma di incentivazione azionaria, la struttura dei compensi maturati nel 2012 è sostanzialmente differente: il compenso fisso in Eni è oltre il doppio rispetto a quello previsto in Saipem, a causa probabilmente delle differenti dimensioni e del rapporto di subordinazione della controllata; inoltre, l'ex-CEO di Saipem (dimissionario a dicembre 2012, in seguito alle inchieste su presunte tangenti in Algeria) non ha beneficiato di bonus annuali, mentre ha esercitato stock options relative ad un piano non più in essere, per un valore complessivo di € 1.417.361.

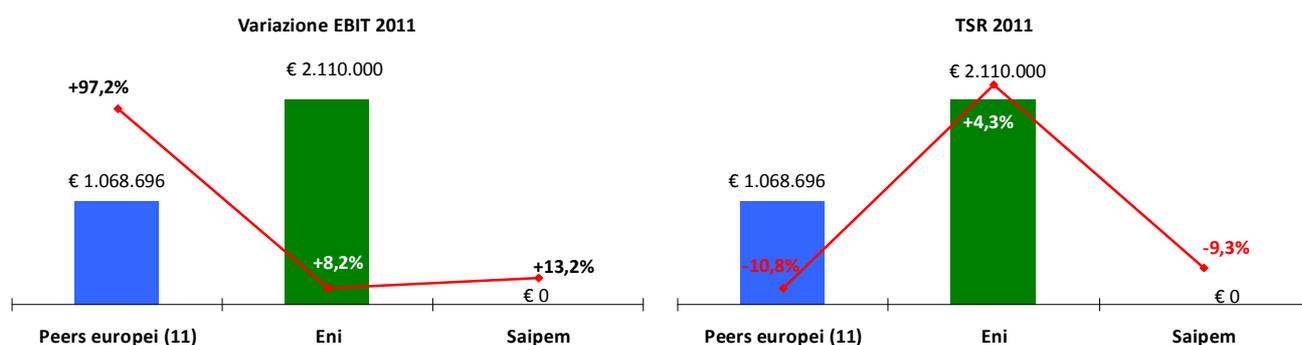
Petrolio e Gas Naturale: compensi medi maturati nel 2012



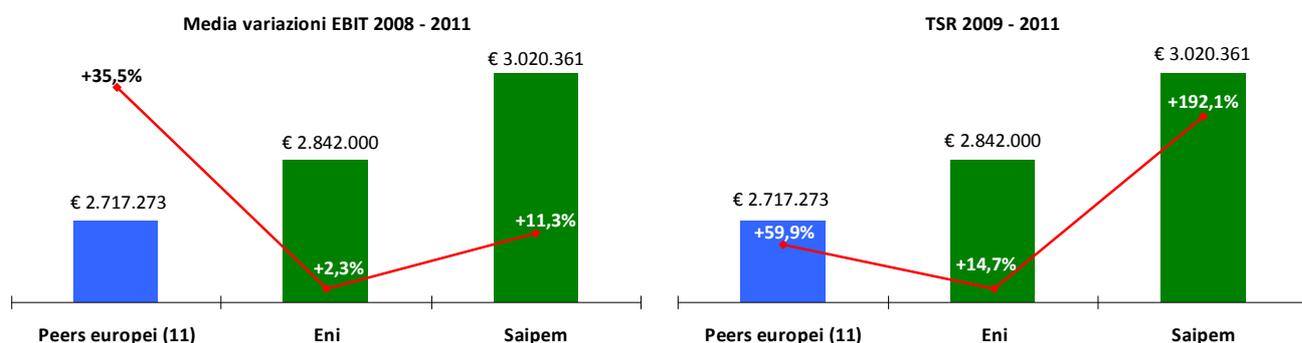
⁴³ BP (Gran Bretagna), Fugro (Olanda), Galp Energia (Portogallo), Neste Oil (Finlandia), Repsol (Spagna), Royal Dutch Shell (Olanda), Statoil (Norvegia), Subsea 7 (Norvegia), Total (Francia), Transocean (Svizzera) e Weatherford International (Svizzera).

La remunerazione complessiva dell'Amministratore Delegato di Eni ha raggiunto € 6.397.000 nel 2012, del 16,7% superiore ai € 5.482.799 dei *peers* europei, mentre quella in Saipem è stata inferiore del 32,3% (€ 3.714.361).

Petrolio e Gas Naturale: bonus annuali vs. performance 2011



Petrolio e Gas Naturale: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



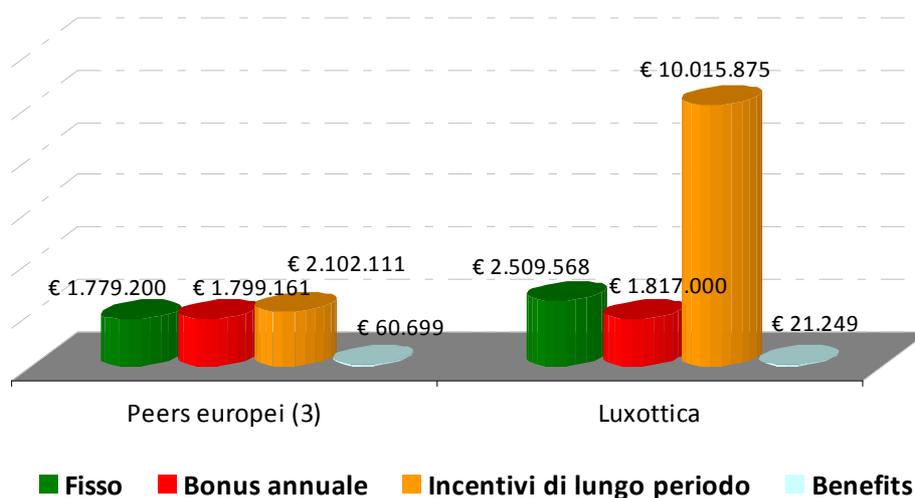
Il confronto con i risultati conseguiti, nel 2011 e negli ultimi 3 esercizi, evidenzia una certa sproporzione per quanto riguarda gli incentivi maturati per il CEO di Eni. Nonostante ciò, in questo settore si nota una sostanziale correlazione con i parametri di performance utilizzati (EBIT e TSR), che, come si è visto, risulta piuttosto rara nel resto del listino. Tale fenomeno è probabilmente dovuto al sistema di valorizzazione degli incentivi in Eni, che in parte replica il funzionamento delle stock options, allineando maggiormente l'ammontare del premio al valore creato per gli azionisti.

Retail

A differenza di Borsa Italiana, dove il titolo Luxottica è inserito nel settore Prodotti Personali e Moda (insieme a Salvatore Ferragamo e Tod's), i principali *data providers* internazionali lo fanno confluire tra le società *Retail Discretionary*, privilegiandone probabilmente l'attività di distribuzione, attraverso le catene di negozi, rispetto alla produzione degli occhiali.

Al 31 dicembre 2012, la capitalizzazione di Luxottica era pari a € 14,7 miliardi, ovvero quasi la metà dei 3 *peers* europei inclusi nel campione (€ 27,15 miliardi)⁴⁴.

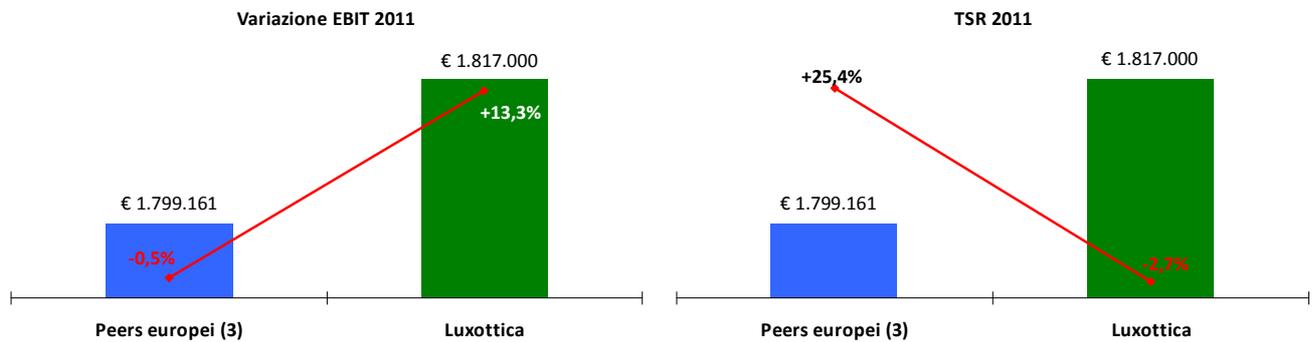
Retail: compensi medi maturati nel 2012



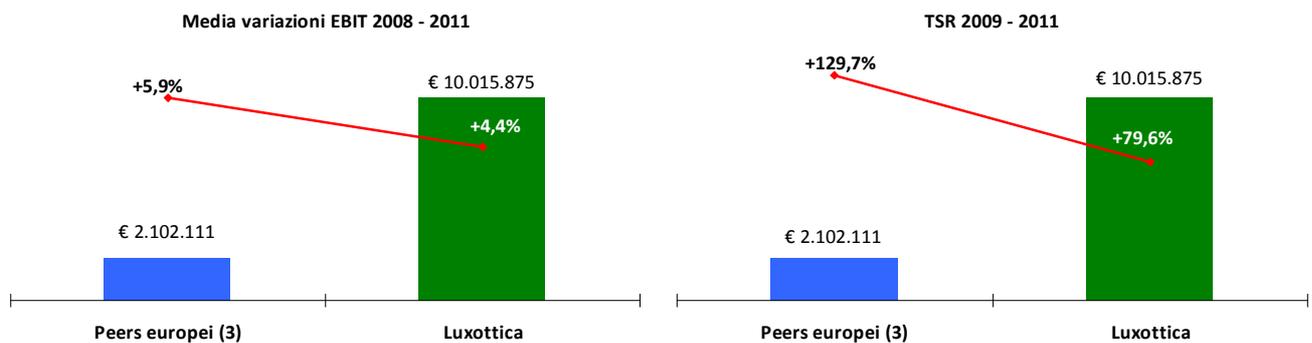
Nonostante le dimensioni più contenute, anche Luxottica segue la pratica diffusa tra gli emittenti italiani di attribuire compensi fissi particolarmente elevati. Nel 2012, l'Amministratore Delegato Andrea Guerra ha anche potuto contare sulla maturazione del diritto a ricevere 375.000 azioni gratuite, relative al piano di incentivazione di lungo periodo. In tal modo, il compenso complessivo del dirigente italiano è risultato del 150% superiore a quello dei colleghi europei (€ 14.363.692 contro € 5.741.171).

⁴⁴ Inditex (Spagna), Marks & Spencer (Gran Bretagna) e Next (Gran Bretagna).

Retail: bonus annuali vs. performance 2011



Retail: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



Nonostante i risultati mediamente positivi raggiunti, dal confronto con i *peers* europei analizzati si evidenzia una certa sproporzione, a favore del CEO di Luxottica, sia per quanto riguarda il bonus annuale che gli incentivi maturati nello scorso esercizio.

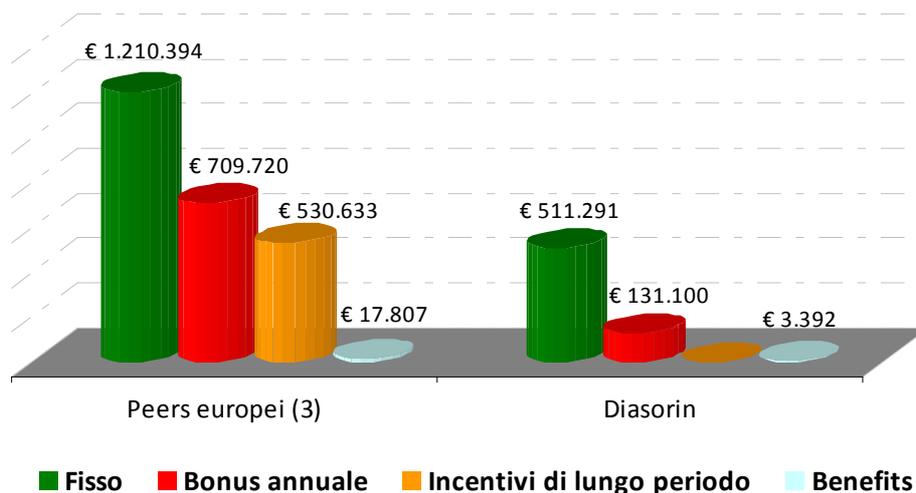
Salute

Una sola *large cap* è presente in Italia anche per quanto riguarda il settore Salute: Diasorin, che al 31 dicembre 2012 capitalizzava € 1,7 miliardi, contro € 4,9 miliardi dei 3 *peers* europei inclusi nel campione⁴⁵.

⁴⁵ Celesio (Germania), Getinge (Svezia) e Sonova (Svizzera).

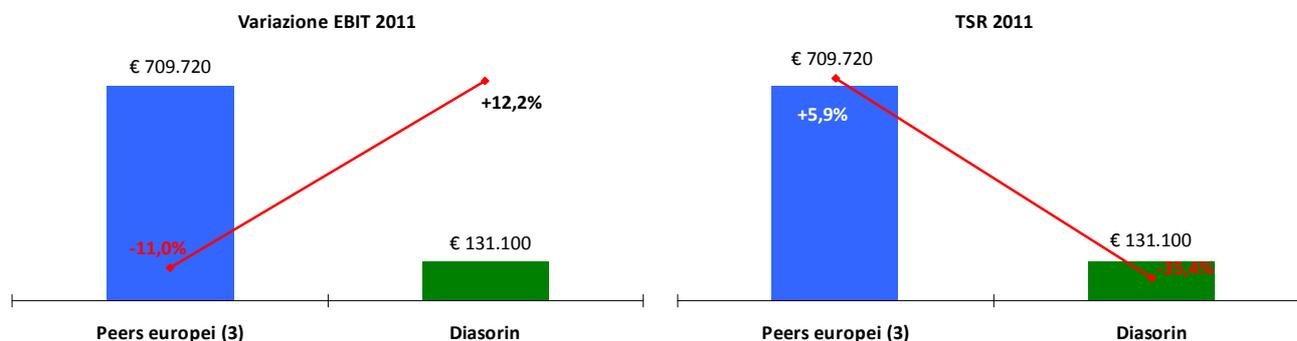
In netta controtendenza rispetto ai colleghi italiani, il CEO di Diasorin si segnala per compensi fissi e variabili decisamente inferiori alle medie europee (almeno con riferimento ai concorrenti qui considerati).

Salute: compensi medi maturati nel 2012

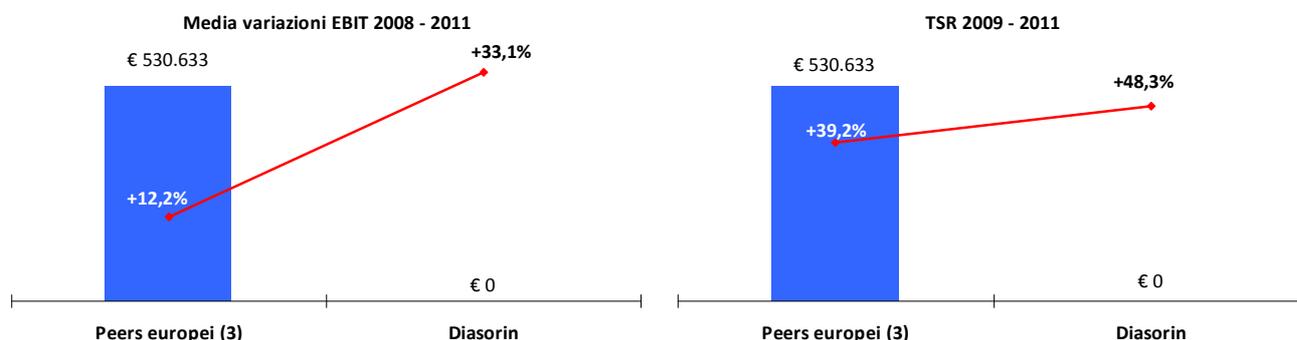


L'importo fisso può essere giustificato dalle dimensioni minori dell'emittente italiano, mentre l'ammontare delle componenti variabili evidenzia un contenimento dei costi del massimo dirigente, anche in presenza di performance migliori rispetto alla media dei propri concorrenti (almeno con riferimento ai parametri qui considerati).

Salute: bonus annuali vs. performance 2011



Salute: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

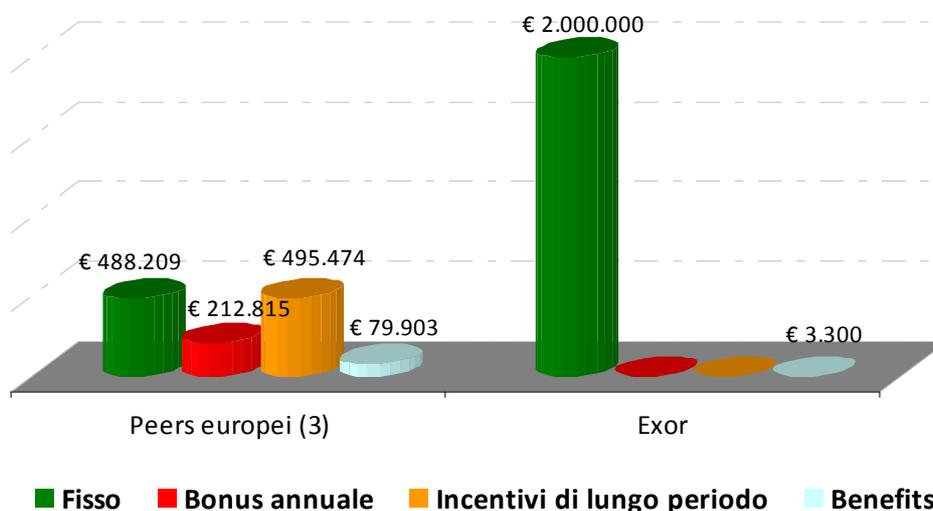


Anche considerando gli incentivi di lungo periodo attribuiti, e non ancora maturati, che per il CEO di Diasorin prevedevano fino al 2012 esclusivamente le stock options, il valore del compenso variabile risulterebbe sempre notevolmente inferiore rispetto ai propri colleghi europei: nel 2011 sono state attribuite opzioni dal *fair value* pari a € 217.176, mentre nulla è stato attribuito nell'esercizio successivo.

Servizi Finanziari

Per una maggiore omogeneità nel confronto con l'estero, si è deciso qui di separare le società di gestione del risparmio (*asset management*) dalle holding finanziarie, che per l'Italia comprendono la sola Exor tra le società a maggiore capitalizzazione.

Servizi Finanziari: compensi medi maturati nel 2012



Come già visto in precedenza, la politica sulle remunerazioni di Exor non prevede alcun bonus annuale per il Presidente ed Amministratore Delegato, John Elkann, per il quale nel 2012 non sono maturati neanche gli incentivi di lungo periodo. Il CEO di Exor, però, oltre a poter contare su di un compenso fisso notevolmente superiore ai colleghi europei inclusi nel campione⁴⁶, ha la possibilità di beneficiare in futuro delle stock options attribuite nel 2011 e nel 2012, valutate rispettivamente € 6.330.000 e € 2.707.500.

Al 31 dicembre 2012, la capitalizzazione ordinaria di Exor era pari a € 2,86 miliardi, contro una media di € 5,15 dei *peers* europei.

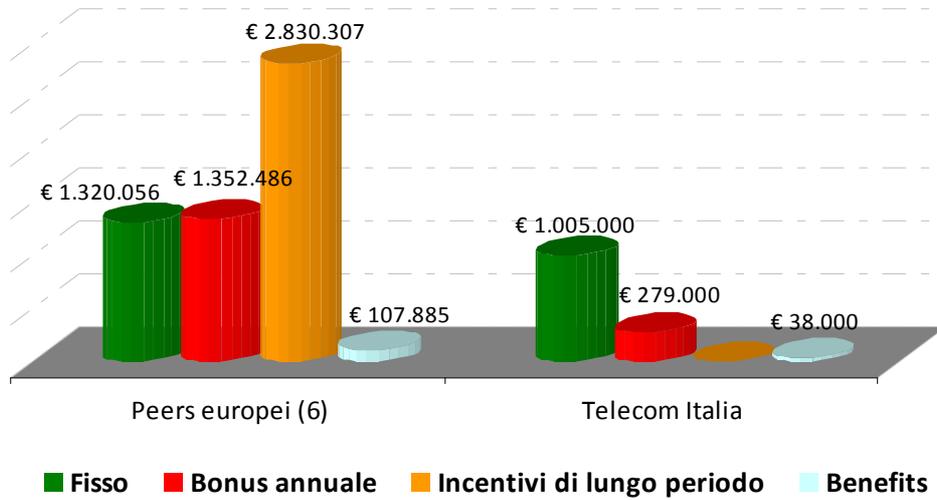
Telecomunicazioni

Al pari di Diasorin per il settore Salute, anche Telecom Italia si segnala per i compensi contenuti dell'Amministratore Delegato, almeno nel confronto con i 6 emittenti del settore Telecomunicazioni inclusi nell'analisi⁴⁷. Tuttavia, tale dato non è significativo delle politiche sulle remunerazioni del principale operatore telefonico italiano, che tende a remunerare maggiormente il Presidente esecutivo (che ricopriva anche la carica di A.D. fino ad aprile 2011), Franco Bernabè, che ha ricevuto una retribuzione complessiva di € 2.968.000 nel 2012 e € 3.680.000 nell'esercizio precedente (più 3.380.553 azioni gratuite *non vested*, del valore di € 3.058.014 alla data di attribuzione).

⁴⁶ Investor AB (Svezia), Partners Group (Svizzera) e Ratos (Svezia).

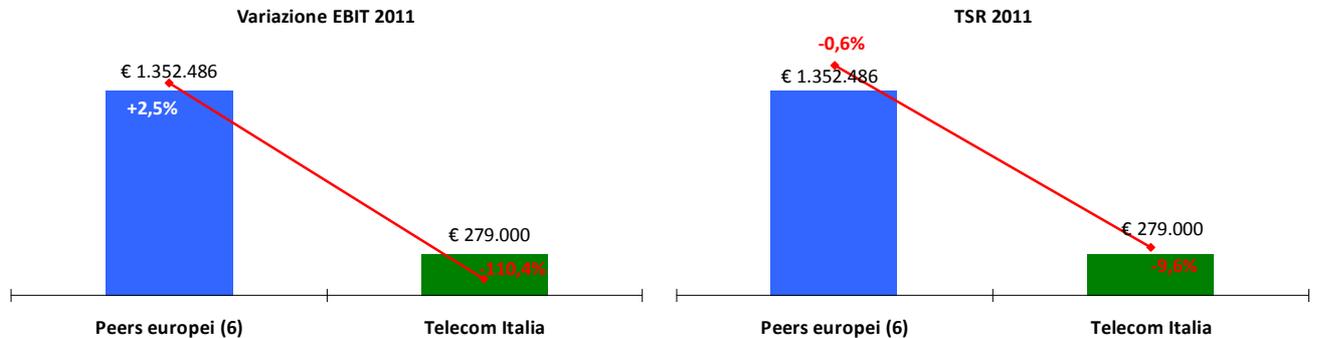
⁴⁷ Belgacom (Belgio), Deutsche Telekom (Germania), Millicom International Cellular (Lussemburgo), Swisscom (Svizzera), Telefonica (Spagna) e Vodafone (Gran Bretagna).

Telecomunicazioni: compensi medi maturati nel 2012

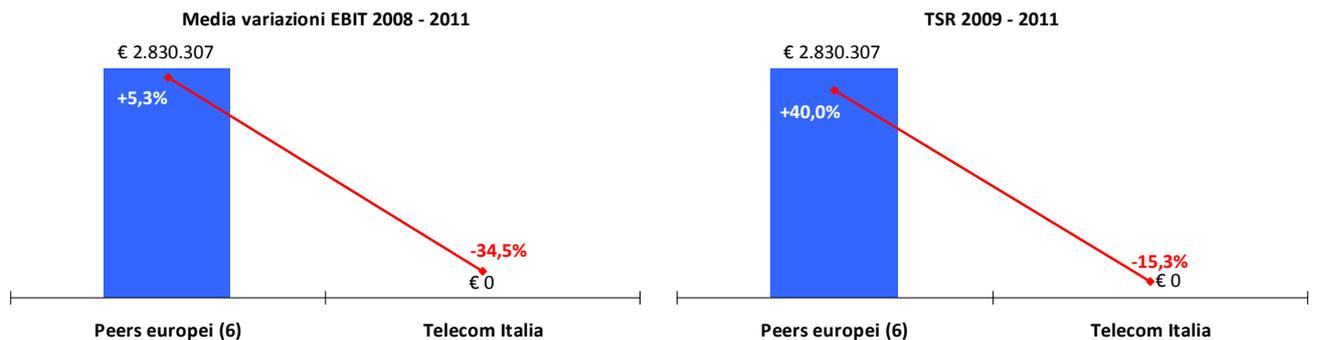


I compensi contenuti dell’A.D. di Telecom Italia sembrerebbero giustificati sia dalle dimensioni (€ 9,16 miliardi la capitalizzazione ordinaria a fine 2012, contro € 39,6 miliardi dei *peers* europei), che dai risultati operativi e di mercato realizzati nel 2011 e nei tre anni precedenti.

Telecomunicazioni: bonus annuali vs. performance 2011



Telecomunicazioni: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

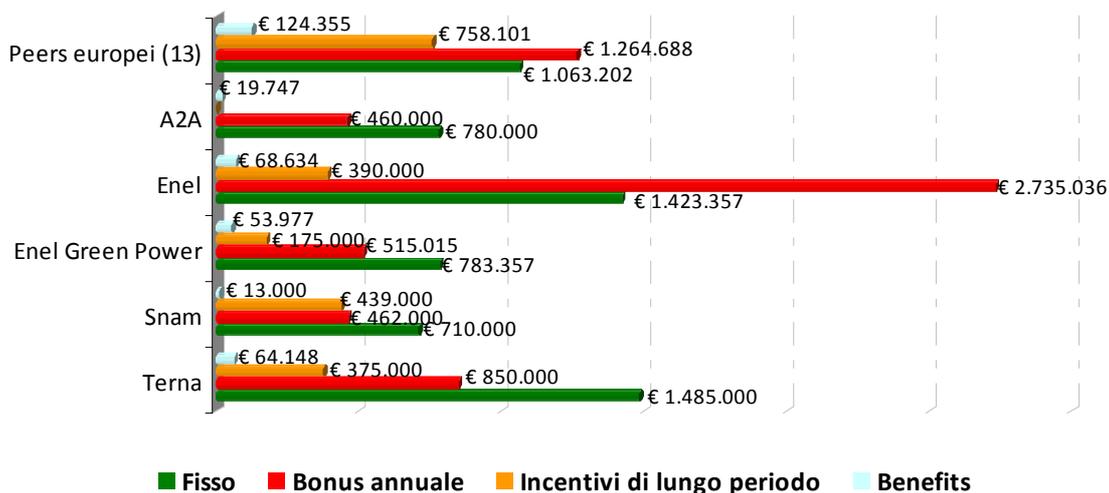


Utilities

Tra le 5 utilities (o Servizi Pubblici) incluse nel principale indice italiano, solo Enel si segnala per i compensi superiori alla media europea (€ 4.617.027 contro € 3.210.346), almeno con riferimento alle 13 società inserite nel campione⁴⁸. Anche riguardo ai compensi fissi la media italiana è leggermente inferiore a quella europea, con le sole eccezioni di Enel e di Terna. Tale tendenza è probabilmente dovuta anche alle ridotte dimensioni delle società italiane, la cui capitalizzazione media a fine 2012 era di € 11,17 miliardi, contro € 18,16 miliardi dei *peers* europei.

Come si può notare dai grafici che seguono, anche in questo settore non sembrerebbe esserci alcuna relazione diretta tra i risultati conseguiti e gli incentivi maturati, sia nel breve che nel lungo periodo. Sul breve periodo, Enel si evidenzia per un bonus annuale doppio rispetto alla media europea, e notevolmente superiore anche alle altre società italiane, nonostante risultati operativi e di mercato non esaltanti nel 2011. Nel triennio precedente, invece, si segnalano gli incentivi medi particolarmente elevati tra i *peers* europei, nonostante i risultati in linea, se non inferiori, alle società italiane⁴⁹.

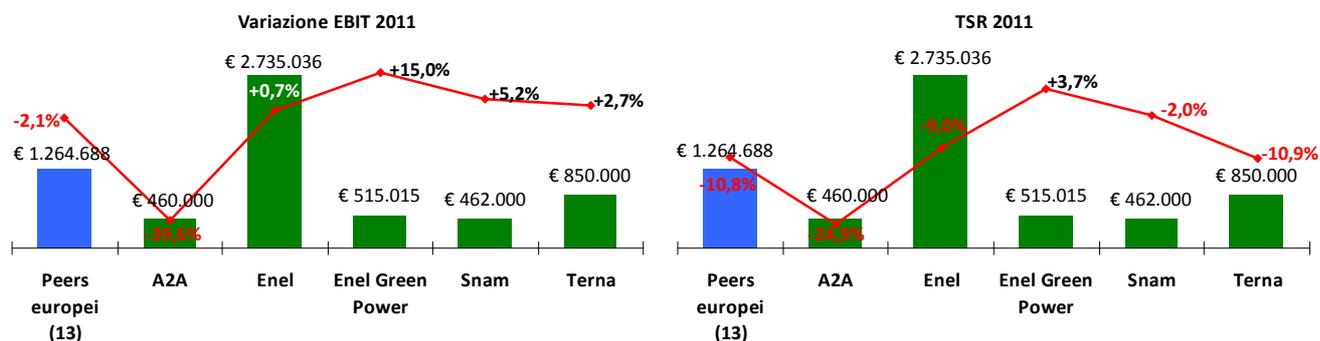
Utilities: compensi medi maturati nel 2012



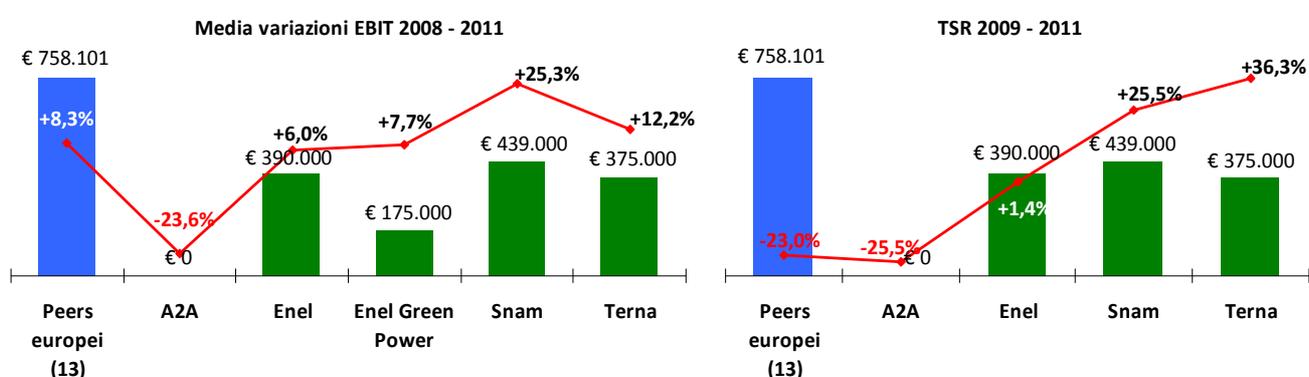
⁴⁸ Centrica (Gran Bretagna), E.On (Germania), EDF (Francia), EDP (Portogallo), Enagas (Spagna), Fortum (Finlandia), Gas Natural (Spagna), GDF Suez (Francia), Iberdrola (Spagna), National Grid (Gran Bretagna), Red Electrica (Spagna), RWE (Germania) e Verbund (Austria).

⁴⁹ Enel Green Power è stata esclusa dal confronto con il TSR 2009-2011, in quanto quotata a partire dal 4 novembre 2010. Dal valore del collocamento al 31 dicembre 2012, il TSR di Enel Green Power è pari a +2,6%.

Utilities: bonus annuali vs. performance 2011



Utilities: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011

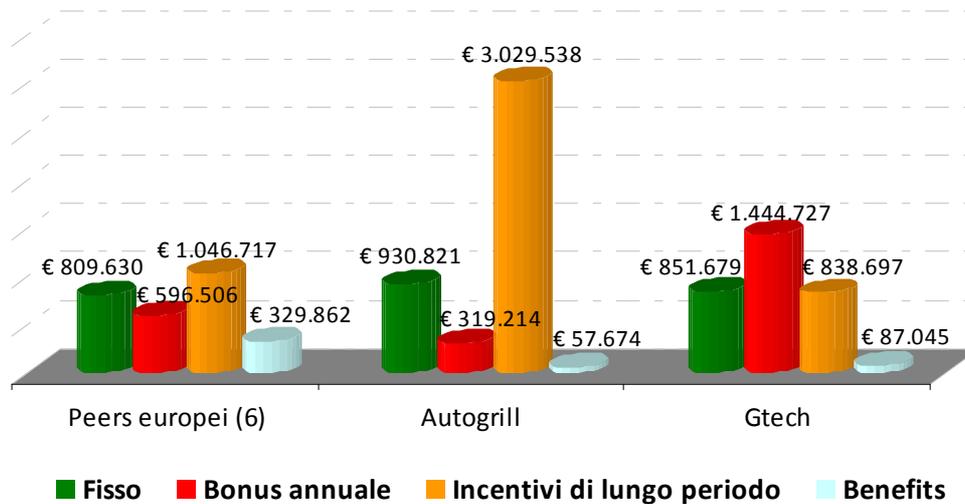


Viaggi e Tempo Libero

Le due società italiane del settore, Autogrill e Gtech (ex Lottomatica), si segnalano entrambe per le remunerazioni 2012 superiori ai 6 *peers* europei inseriti nel campione⁵⁰: € 4.337.247 per il CEO di Autogrill, € 3.222.148 per quello di Gtech, contro € 2.782.715 per i colleghi europei. A differenza di altri settori analizzati, però, i maggiori compensi corrisposti non sono dovuti alla componente fissa, che risulta in linea, ma al variabile di breve (per Gtech) e di lungo periodo (Autogrill).

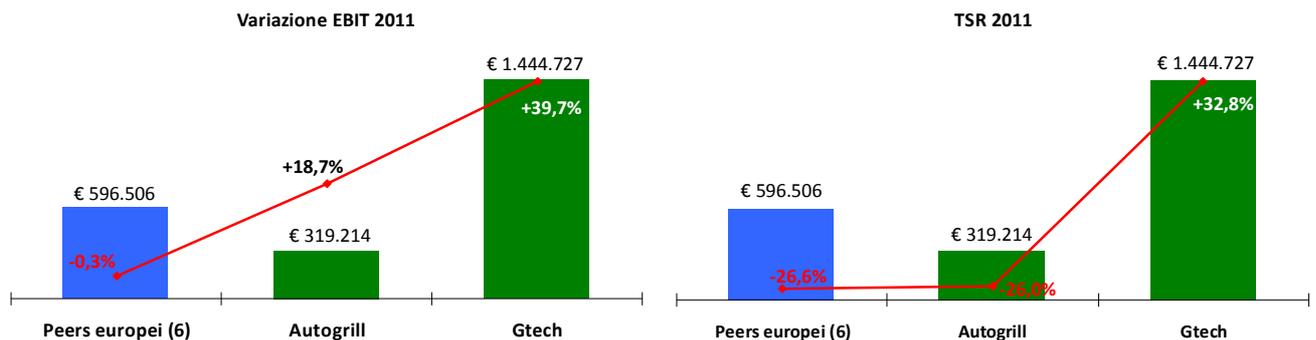
⁵⁰ Accor (Francia), Carnival (Gran Bretagna), Casino Guichard Perrachon (Francia), Fraport (Germania), IAG (Spagna), Lufthansa (Germania).

Viaggi e Tempo Libero: compensi medi maturati nel 2012

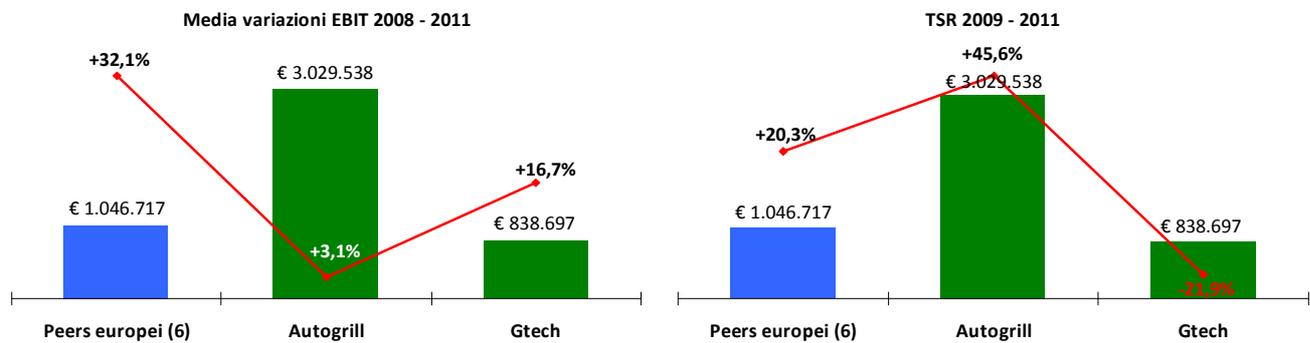


Un'ulteriore peculiarità del settore Viaggi e Tempo Libero è una maggiore correlazione tra performance ed incentivi maturati, almeno per quanto riguarda gli emittenti italiani, con la sola esclusione del risultato operativo di lungo periodo per quanto riguarda Autogrill. Peraltro, tra le 8 società del campione, solo due hanno corrisposto gli incentivi di lungo periodo esclusivamente sotto forma monetaria: Autogrill, appunto, e la tedesca Fraport.

Viaggi e Tempo Libero: bonus annuali vs. performance 2011



Viaggi e Tempo Libero: incentivi di lungo periodo maturati vs. performance 2009 – 2011



6.3. Le remunerazioni 2012 dei Presidenti europei

Come si è visto al capitolo 4, relativo alle remunerazioni dei Presidenti nelle maggiori società italiane, tale carica può assumere connotati anche sostanzialmente differenti a seconda delle deleghe attribuitegli dallo statuto. La pratica di combinare in un'unica persona i ruoli di CEO e di Presidente è fortemente contestata da larga parte degli investitori istituzionali e dai *proxy advisors*, che ne criticano l'eccessivo accentramento di potere in capo al massimo dirigente. In effetti, la separazione delle due funzioni dovrebbe essere naturale, derivando dal ruolo stesso del Presidente del Consiglio di Amministrazione⁵¹, che, al di là delle eventuali specificità previste nei singoli statuti, è quello di coordinamento delle attività del Consiglio stesso. In particolare, oltre a convocarne le riunioni e gestire l'ordine del giorno, il Presidente si deve anche adoperare affinché il management metta tempestivamente a disposizione dei Consiglieri non esecutivi tutta la documentazione necessaria, per garantire lo svolgimento di uno dei compiti fondamentali che (almeno in linea teorica) sono chiamati a svolgere: il controllo sulla correttezza e trasparenza della gestione, a tutela degli interessi esclusivi della società e di tutti gli stakeholders. Nel momento in cui il principale responsabile della gestione svolge anche questo delicatissimo compito, è inevitabile che si corra il rischio di pesanti e pericolosissimi casi di conflitto di interessi.

⁵¹ Nelle società che adottano il sistema duale l'accorpamento delle cariche non è possibile, in quanto il Consiglio di Sorveglianza non può, per definizione, essere titolare di deleghe operative, che sono di pertinenza esclusiva del Consiglio di Gestione.

Ad ogni modo, nonostante le sempre più pressanti critiche da parte degli investitori, la figura del Presidente-CEO è ancora largamente diffusa in alcuni mercati, ed in particolare in Francia e Spagna. Nel campione di 125 emittenti europei preso qui in considerazione, in 26 casi si è riscontrata questa pratica, di cui 12 riguardano realtà francesi (sulle 21 incluse nel campione), 10 spagnole (su 16, tra cui però si annovera anche Enagas, che ha separato le due cariche nel corso dell'esercizio 2012), 2 svizzere, 1 inglese ed 1 norvegese. Fino allo scorso anno, tale fenomeno era circoscritto a 5 società italiane (più Fiat Industrial in cui, non essendo presente la figura di Amministratore Delegato, il principale esponente della gestione è il Presidente esecutivo Sergio Marchionne), tra cui Finmeccanica che ha recentemente separato i due ruoli⁵².

Dal punto di vista delle remunerazioni, i compensi mediamente ricevuti dai CEO che hanno ricoperto anche la carica di Presidente sono del 6,4% superiori, rispetto alla media delle remunerazioni dei CEO nel campione analizzato: escludendo i contributi pensionistici, € 4.449.321 contro € 4.180.094. In Italia la differenza è stata molto più marcata (€ 6.279.800 contro una media nel FTSE MIB di € 3.585.018, ovvero +75%), ma occorre considerare il contributo notevole dato dagli incentivi azionari ricevuti dal Presidente di Fiat Industrial. Prendendo in considerazione esclusivamente i compensi fissi, le differenze in Europa praticamente si annullano (€ 1.350.192 i Presidenti-CEO, contro una media complessiva di € 1.333.932), mentre risultano ancora importanti in Italia (€ 1.863.133 per i Presidenti-CEO, contro € 1.256.758, ovvero +48%).

Avendo già ampiamente riportato il dettaglio dei compensi dei CEO, di seguito saranno analizzate le altre due categorie di Presidenti: gli esecutivi (non CEO) ed i non esecutivi.

⁵² L'Assemblea Ordinaria del 4 luglio 2013, con l'elezione del nuovo Presidente Gianni De Gennaro, ha finalmente sancito la separazione di tale ruolo dal CEO, dopo che gli ultimi due titolari (Pierfrancesco Guarguaglini e Giuseppe Orsi) sono stati costretti alle dimissioni perché coinvolti in differenti procedimenti giudiziari.

Presidenti Esecutivi

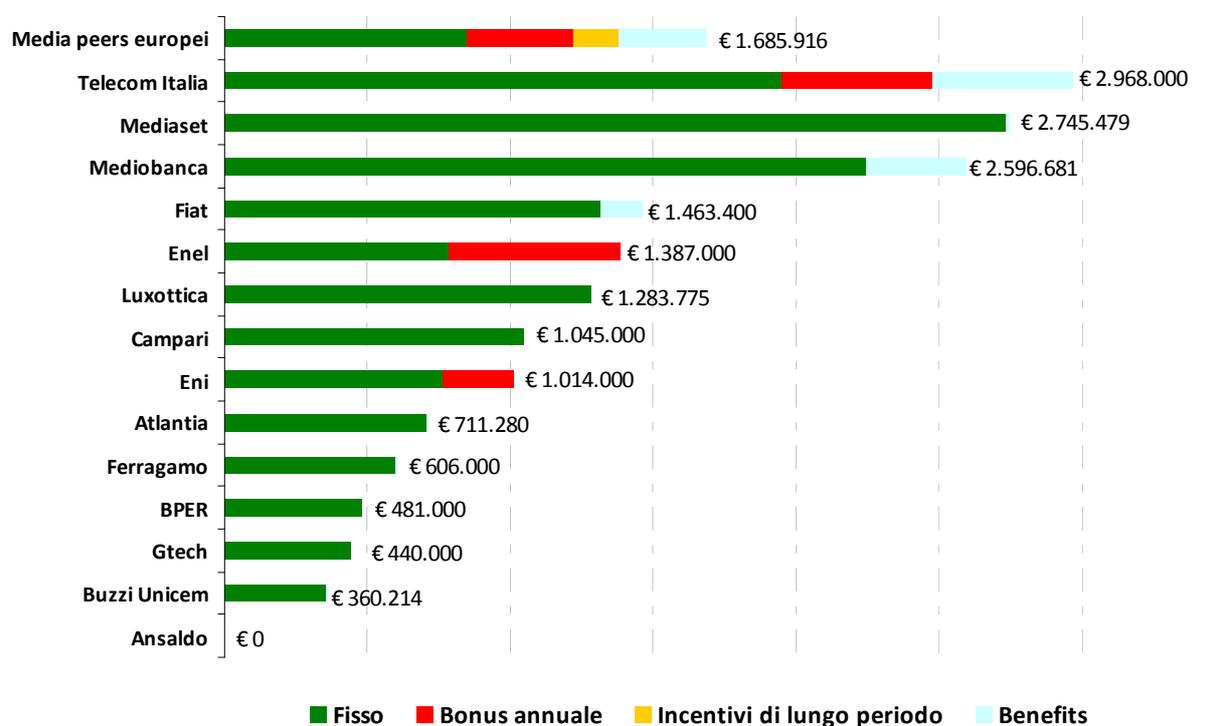
Nei mercati europei, almeno i principali presi qui in considerazione, non è usuale l'incarico di Presidente titolare di deleghe gestionali, a meno che non si tratti del principale responsabile (il CEO): tra le 125 società europee inserite nel campione ne troviamo solo 7 (6%), di cui 4 in Spagna (il 25% del campione), 1 in Svizzera (5%), 1 nei Paesi scandinavi (6%) ed 1 in Francia (5%). Al contrario, nel principale indice di Borsa Italiana tale figura risulta più comune, riguardando 14 società, ovvero oltre un terzo dei componenti (37%). Ovviamente, sulla diffusione di tale figura nei diversi mercati influisce notevolmente il sistema di governance maggiormente utilizzato: in Germania ed Austria, ad esempio, quasi la totalità degli emittenti adotta il sistema duale, per cui il Presidente del Consiglio di Sorveglianza (qui analizzato) non può per definizione essere titolare di alcuna delega gestionale. Come già visto in precedenza (capitolo 4), la definizione del ruolo di Presidente può inoltre cambiare da società a società anche all'interno dello stesso mercato: ad esempio, il Presidente di Eni è definito dalla società stessa come non esecutivo, seppur titolare di un ruolo di indirizzo strategico e beneficiario di incentivi legati alle performance (per cui in questo studio è stato inserito tra gli esecutivi), mentre in Banca Popolare dell'Emilia Romagna è definito come esecutivo perché membro del Comitato Esecutivo, anche se privo di specifiche deleghe.

Nonostante la bassa rappresentatività della figura di Presidente esecutivo (non CEO) nel contesto internazionale, si è comunque preferito analizzarne le remunerazioni separatamente rispetto ai non esecutivi, per mantenere una certa omogeneità nel confronto.

Al netto dei contributi pensionistici, i 7 Presidenti esecutivi europei hanno ottenuto compensi medi per € 1.685.916 nel 2012, decisamente superiori ai € 1.221.559 dei 14 colleghi italiani. Ad abbattere la media del FTSE MIB, però, contribuisce notevolmente il Presidente di Ansaldo, Alessandro Pansa, che non ha ricevuto alcun compenso dalla società, in quanto anche Amministratore Delegato della controllante Finmeccanica. Al netto del compenso del Dott. Pansa, le remunerazioni medie maturate per gli altri Presidenti esecutivi hanno raggiunto € 1.315.525, comunque inferiori del 22% rispetto ai colleghi europei.

Come già evidenziato per i CEO, anche i Presidenti esecutivi italiani si segnalano per i compensi fissi relativamente elevati: € 1.050.855 (al netto di Ansaldo € 1.131.691), contro la media europea di € 848.692. Al contrario, gli incentivi maturati nel 2012 sono risultati decisamente più elevati tra i *peers* europei: € 532.947 contro € 97.857 degli italiani (€ 105.385 escludendo Ansaldo).

Presidenti esecutivi (non CEO): compensi maturati nel 2012

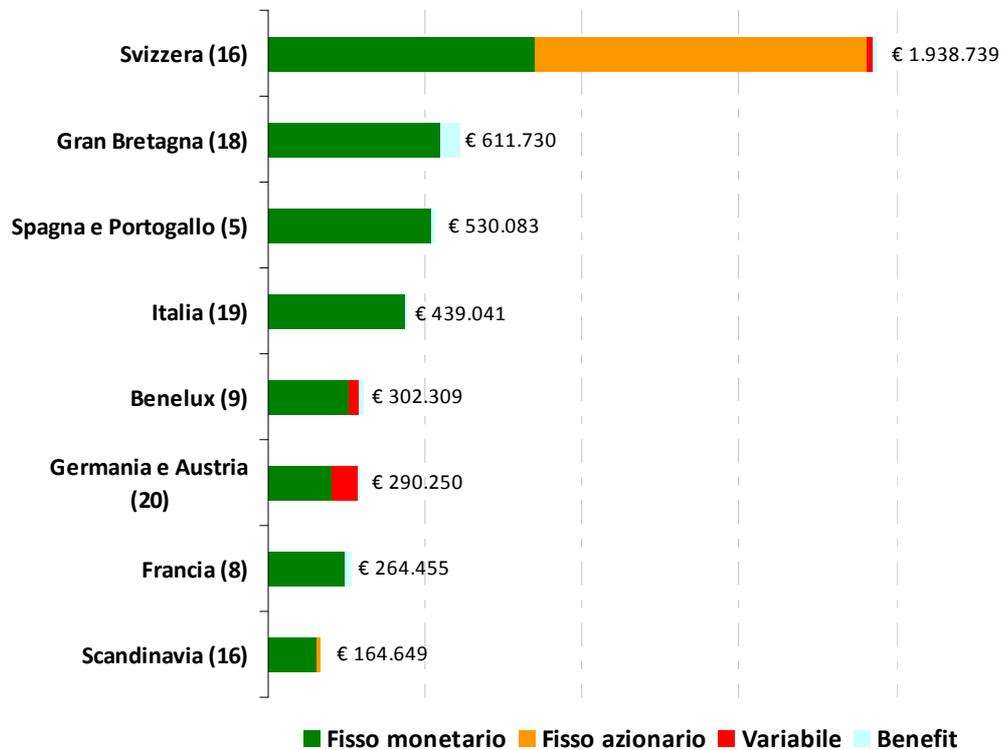


Dal grafico che precede risulta evidente come le politiche italiane sulle remunerazioni tendano a privilegiare notevolmente il compenso fisso anche per i Presidenti esecutivi, che possono così contare su di una retribuzione più che sostanziosa indipendentemente dai risultati dall'azienda, alla cui realizzazione pure contribuiscono in maniera spesso determinante.

Presidenti Non Esecutivi

Al pari dei propri colleghi esecutivi, anche i Presidenti italiani privi di deleghe si evidenziano per compensi medi inferiori rispetto a quanto pagato nei *peers* europei nel 2012: al netto dei contributi pensionistici, gli italiani hanno ottenuto mediamente € 439.041, contro € 629.969 nel resto d'Europa. La differenza, però, è sostanzialmente dovuta alla pratica, diffusa soprattutto in Svizzera e nei paesi scandinavi, di attribuire parte del compenso fisso in forma azionaria: in media, ciascuno dei 16 Presidenti non esecutivi svizzeri ha ricevuto azioni gratuite per un valore di € 1.059.862 nel 2012, aumentandone notevolmente la remunerazione (in media pari a € 1.938.740 nelle società elvetiche), di gran lunga la più elevata tra i pari grado europei.

Presidenti non esecutivi: compensi maturati nel 2012 per area geografica



Un ulteriore elemento che emerge dal grafico riguarda i compensi variabili legati ai risultati, che in alcuni mercati costituiscono parte della retribuzione dei Presidenti non esecutivi. Anche se di importo non determinante (il paese in cui tale pratica è maggiormente utilizzata risulta la Germania, dove la remunerazione dei Presidenti rimane comunque al di sotto delle medie europee), sarebbe sempre opportuno evitare che il compenso dei Consiglieri non esecutivi, ed a maggior ragione del Presidente, fosse direttamente collegata alle performance operative, per garantirne la massima indipendenza dalle decisioni del management.

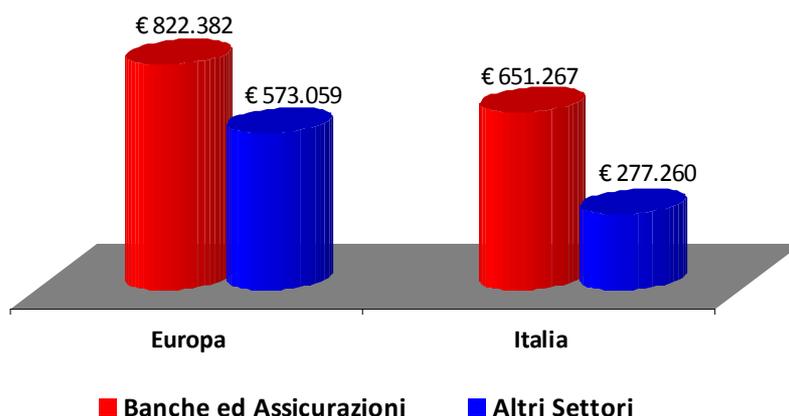
Tra i maggiori emittenti italiani, tale pratica si riscontra solo in Generali, dove peraltro i compensi variabili per i non esecutivi risultano decisamente contenuti (€ 554 nel 2012 e € 5.036 nel 2013). Anche Eni prevede una forma di incentivazione per il Presidente, che la società stessa indica come non esecutivo. Come già segnalato, però, il Presidente di Eni risulta titolare di deleghe relative a progetti ed accordi strategici, per cui la relativa natura è molto più aderente a quella di Presidente esecutivo.

Escludendo gli eccessivi compensi svizzeri, le remunerazioni dei Presidenti esecutivi italiani si classificherebbero al quarto posto in Europa, evidenziando ancora una volta una sproporzione

tra le dimensioni degli emittenti ed i compensi fissi corrisposti: la capitalizzazione media degli emittenti italiani in analisi era pari a € 6,8 miliardi alla fine dell'esercizio 2012, contro € 44,3 miliardi delle società residenti nell'area Benelux, € 20,2 miliardi delle tedesche ed austriache, € 27,5 miliardi delle francesi e € 10 miliardi delle scandinave.

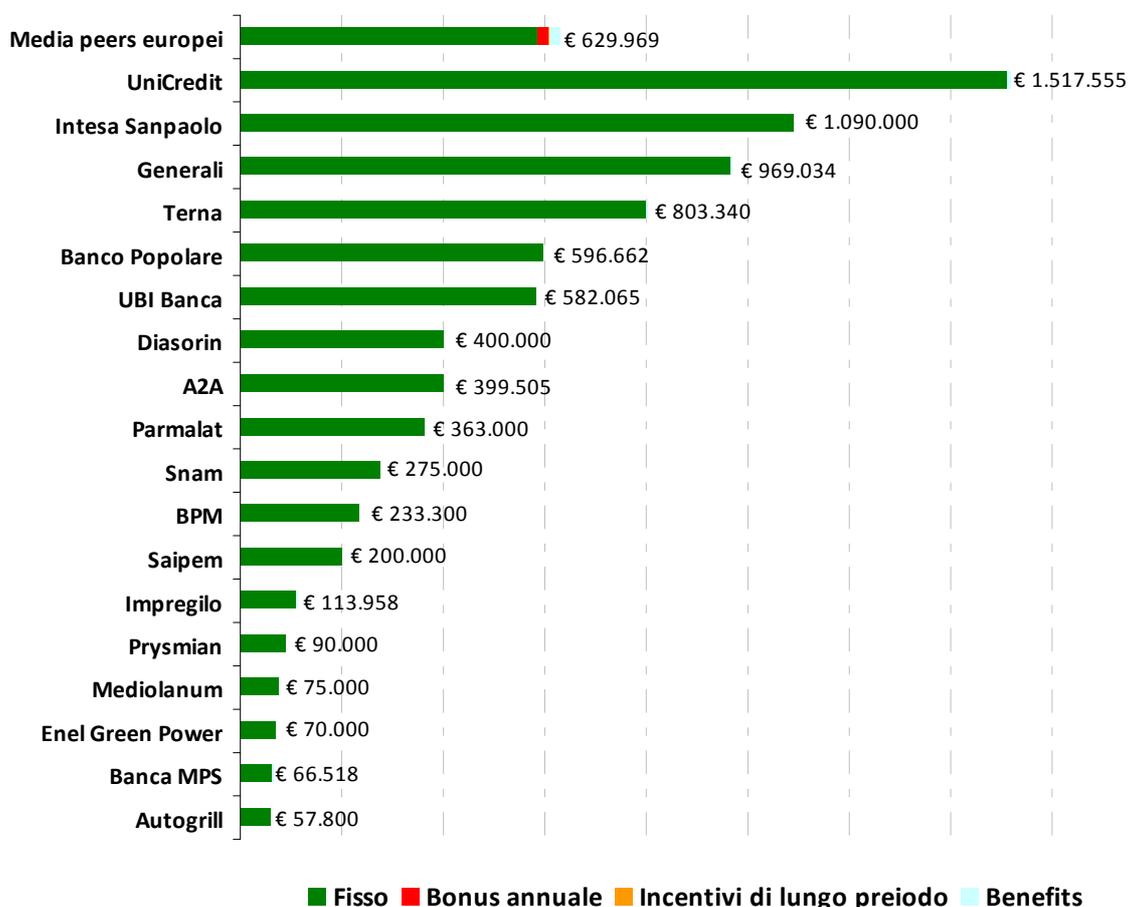
Un'ulteriore particolarità relativa ai Presidenti non esecutivi si riscontra analizzando i diversi settori. In tutta Europa, Banche ed Assicurazioni si confermano infatti come le realtà che riconoscono i compensi medi più elevati, anche se lo scarto con gli altri settori è decisamente più marcato tra gli emittenti italiani: i Presidenti degli istituti finanziari italiani guadagnano oltre il doppio dei colleghi in altri settori, differenza che si riduce ad un +44% nel resto d'Europa.

Compensi medi 2012 dei Presidenti non esecutivi: Banche ed Assicurazioni vs. altri Settori



Di seguito è riportato il dettaglio dei compensi individuali dei Presidenti non esecutivi italiani, nel confronto con la media riscontrata nel campione di società europee.

Presidenti non esecutivi: compensi individuali maturati nel 2012 vs. media europea



6.4. Le remunerazioni 2012 dei Consiglieri non esecutivi

Come già accennato con riferimento al Presidente, la composizione del principale organo societario può variare notevolmente a seconda del sistema di governo adottato e del mercato di riferimento. Nel sistema duale, infatti, nessun componente il Consiglio di Sorveglianza può essere anche un dirigente dell'azienda, per cui tale figura è quasi del tutto assente in Germania ed Austria, così come nei Paesi scandinavi, dove il Consiglio di Amministrazione, seppur includendo spesso anche il CEO, assume maggiormente i connotati della Sorveglianza. Al contrario, in altri mercati, in particolare quelli di cultura anglosassone, la presenza di Amministratori esecutivi nel Consiglio è molto diffusa (nel 100% dei Board inglesi inclusi nel campione siede più di un Consigliere esecutivo), mentre in Francia e nel Sud Europa si riscontrano entrambe le visioni del principale organo societario.

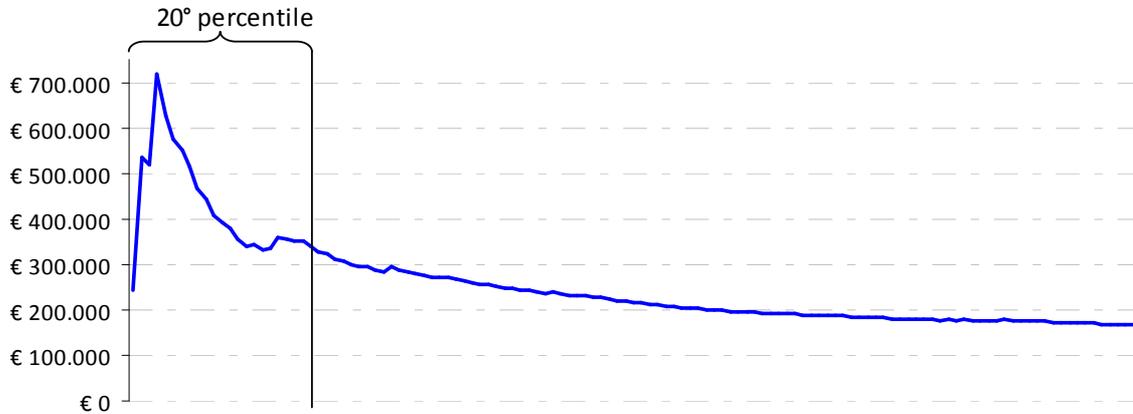
Tra i 125 Consigli analizzati nel campione europeo, 49 includono degli ulteriori Consiglieri esecutivi, oltre al CEO: 19 britannici, 14 spagnoli, 5 francesi, 2 olandesi, 2 portoghesi, 2 svizzeri ed uno svedese. Tra le 38 società italiane a maggiore capitalizzazione, in ben 27 sono presenti Amministratori esecutivi oltre al CEO (71%, che sale al 79% se si escludono dal calcolo i 4 emittenti che adottano il sistema duale), ponendo tale mercato tra quelli in cui il Consiglio di Amministrazione assume i connotati maggiormente operativi.

Data la scarsa omogeneità tra le diverse realtà, e la bassa rappresentatività dei principali mercati europei, non sarà riportato il confronto tra le remunerazioni dei Consiglieri esecutivi, che peraltro si sovrapporrebbe con quanto già visto in occasione dei Presidenti esecutivi e dei CEO. Di maggiore interesse, invece, risulta il confronto tra i componenti non esecutivi, che rappresentano di gran lunga la maggioranza dei Consiglieri e sono presenti in tutti i mercati con i medesimi compiti (almeno in linea teorica).

In media, nei 125 Consigli europei analizzati sedevano 13,1 Consiglieri nel 2012, leggermente meno dei 13,4 riscontrati nel FTSE MIB, di cui 12 non esecutivi (contro 10,8 in Italia). I compensi medi ottenuti da ciascun esponente non esecutivo sono stati pari a € 167.111 tra le società europee, del 18% superiori ai € 141.588 dei colleghi italiani. Particolarmente significativo, nel contesto internazionale, è il livello degli emolumenti medi corrisposti nelle 20 realtà a maggiore capitalizzazione (€ 355.742) pari a quasi il triplo di quanto corrisposto nelle altre società (€ 125.140).

Nei due grafici che seguono è riportata la media mobile dei compensi medi dei Consiglieri non esecutivi, calcolata ordinando tutte le società del campione per capitalizzazione ordinaria. Al pari di quanto verificato in Italia, anche a livello europeo non si riscontra una chiara correlazione tra le dimensioni aziendali e gli emolumenti. Ciononostante, sia a livello nazionale che continentale, le maggiori discrepanze si riscontrano nel 20% delle società a maggiore capitalizzazione, mentre il trend assume un andamento più uniforme nel resto del campione. Di seguito è riportata una rappresentazione grafica del variare degli emolumenti al ridursi della capitalizzazione ordinaria: nei due grafici sono riportate, per il campione europeo e quello italiano, le medie mobili degli emolumenti al ridursi della capitalizzazione ordinaria di mercato.

**Media degli emolumenti dei Consiglieri non esecutivi rispetto alla capitalizzazione ordinaria
Europa (125 emittenti)**

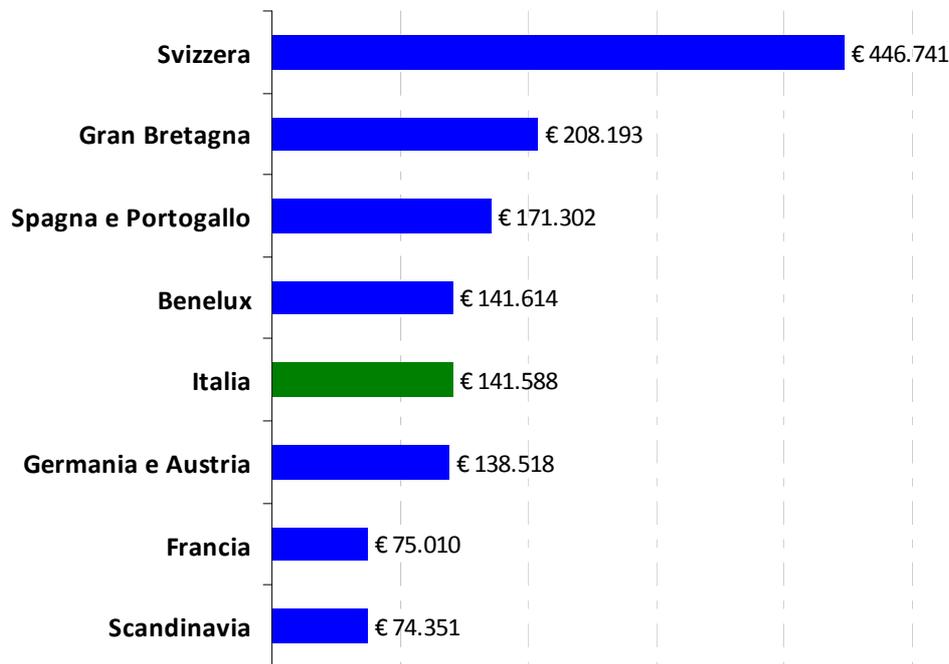


Italia (38 emittenti)



È evidente la forte discontinuità tra il 20% delle società a maggiore capitalizzazione (le maggiori 25 europee ed 8 italiane), mentre il trend è pressoché uniforme nel resto dei due campioni. Il grafico “europeo” risulta però fortemente influenzato dalle differenze degli emolumenti medi corrisposti nei vari mercati, che confermano le realtà svizzere come quelle con gli importi notevolmente più elevati e le scandinave con quelli più contenuti.

Emolumenti medi dei Consiglieri non esecutivi per mercato di riferimento

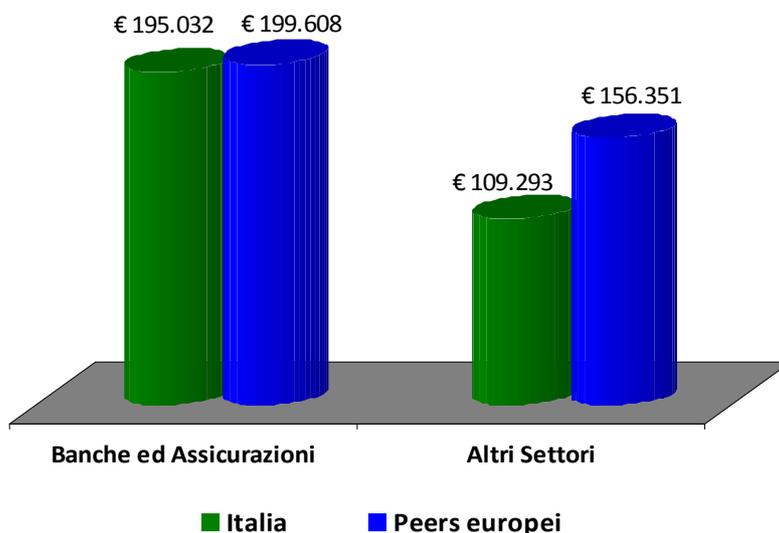


I compensi particolarmente elevati delle società svizzere sono in larga parte dovuti alla pratica diffusa di riconoscere parte degli emolumenti sotto forma di azioni. Seppure tale pratica abbia una sua validità, in quanto volta a realizzare un allineamento degli interessi dei Consiglieri con gli azionisti, se applicata ad un livello eccessivo rischia di compromettere la stretta indipendenza dei componenti non esecutivi, legandone gran parte della remunerazione alla gestione operativa del management. Sembra questo il caso dei Consiglieri elvetici, che nel 2012 hanno ricevuto compensi azionari medi per € 221.025. Al netto della componente azionaria, gli emolumenti *cash* corrisposti dalle società svizzere sarebbero stati pari a € 225.716, maggiormente allineati al resto delle realtà europee, anche se sempre più elevati. Al netto della Svizzera, in altre 6 aree geografiche gli emolumenti comprendono una quota azionaria, che però raggiunge mediamente € 68.204 (meno di un terzo rispetto alle società elvetiche), pari a circa il 36% dei compensi totali.

Nel corso dell'analisi delle remunerazioni italiane (capitolo 5), si era evidenziato come Banche ed Assicurazioni garantissero emolumenti medi ai Consiglieri non esecutivi superiori di quasi l'80% rispetto ai colleghi delle altre *industries*. Anche nel resto d'Europa le istituzioni

finanziarie offrono mediamente compensi più elevati, ma la discrepanza con gli altri settore è meno evidente, limitandosi ad un +28%.

Emolumenti medi in Banche e Assicurazioni vs. Altri Settori



Rispetto a questa categoria di Consiglieri, gli emittenti non finanziari italiani si comportano in controtendenza rispetto ai *peers* europei, evidenziando compensi medi inferiori. In Europa, il settore Alimentare è quello che fa registrare i compensi medi più elevati, con € 284.672 (soprattutto grazie a € 827.484 corrisposti dal colosso svizzero Nestlè), pari ad oltre il triplo di quanto riconosciuto da Campari e Parmalat ai propri Amministratori non esecutivi (in media pari a € 90.286).

Conclusioni

Nel corso dello studio sono stati snocciolati e scandagliati tutti i dati relativi alle remunerazioni dei massimi dirigenti delle maggiori società quotate italiane, e dei componenti dei principali organi societari. Prima di passare alle conclusioni di sintesi, occorre ricordare brevemente perché questo tema assume una rilevanza fondamentale per la governance aziendale e per il mercato. In effetti, si tratta pur sempre di realtà economiche private, il cui scopo principale dovrebbe essere la realizzazione del profitto e la remunerazione dei proprietari, allora perché il compenso dei dirigenti dovrebbe essere di interesse generale?

Le società quotate si distinguono dalle altre imprese private a causa della propria natura e della rilevanza che possono assumere nelle comunità di riferimento, siano esse locali, nazionali o internazionali. La proprietà non è limitata ad un singolo o ad un gruppo di imprenditori, uniti da una comunione di interessi, ma diffusa tra una moltitudine (migliaia, se non milioni) di investitori della natura più disparata (dalle grandi istituzioni finanziarie ai piccoli risparmiatori privati). Per tale motivo è evidente che la definizione della governance societaria non possa prescindere dalle responsabilità che i suoi dirigenti hanno nei confronti di tutti gli azionisti, i quali, dal più grande al più piccolo, sono tutti portatori dei medesimi diritti e necessitano tutti delle medesime tutele. Ma gli effetti della gestione di grandi realtà economiche non influiscono solo su chi ha un interesse diretto ed immediato nella realizzazione del profitto: date le loro dimensioni ed il potenziale economico di cui sono portatori, i grandi emittenti possono influire in maniera determinante sul benessere economico e sociale delle comunità, sia locali che internazionali, con cui interagiscono.

La creazione del valore, quindi, non dovrebbe essere definita come mera realizzazione dell'utile di esercizio o della remunerazione immediata degli azionisti, ma come un processo di crescita organica e sostenibile nel lunghissimo periodo. Il concetto di sostenibilità è qui da intendersi nel senso più ampio del termine, come perseguimento della massima crescita possibile, evitando qualsivoglia attività che possa comportare un rischio eccessivo, o che miri a realizzare interessi conflittuali o estranei alla società.

In questo contesto, le remunerazioni dei massimi organi societari, siano essi responsabili della gestione o del controllo, assumono una rilevanza fondamentale, in quanto determinanti per stabilire le priorità dei soggetti beneficiari e stimolarne comportamenti più o meno aderenti

all'obiettivo guida di qualsiasi sistema di governo corporativo: la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

Uno dei primi dati riportati in questo studio evidenzia come i compensi medi dei 98 CEO, operanti nelle maggiori società quotate, siano aumentati del 27,5% nel 2012 rispetto all'esercizio precedente (+25% rispetto al 2010, ma in questo caso i dati sono inficiati da un livello di trasparenza notevolmente inferiore), passando da € 1.844.438 a € 2.351.144. Al di là di eventuali considerazioni di natura morale, soprattutto nel contesto di una lunga e generalizzata crisi economica di cui larga parte della società civile soffre ancora le conseguenze, tale dato non può, e non deve, fornire alcuna indicazione utile nel valutare l'effettiva adeguatezza delle remunerazioni dei massimi dirigenti di società quotate. Queste ultime sono infatti frutto di politiche complesse, che devono includere tutta una serie di strumenti, a loro volta dipendenti da un insieme di variabili più o meno predeterminabili. Sulla base di questa imprescindibile considerazione, nello studio si è tentato di analizzare nel massimo dettaglio possibile tutte le componenti retributive dei CEO (ma anche degli altri componenti degli organi aziendali, che sono parimenti determinanti nel perseguimento dello scopo societario), rapportando ciascuna con le variabili di riferimento e confrontandole nel tempo e con le realtà simili, nazionali ed internazionali.

Racchiudere analisi complesse in un unico indicatore, seppure faciliti estremamente il lettore e risulti largamente, forse eccessivamente, utilizzata nei mercati finanziari, rischia di condurre a valutazioni spesso fuorvianti ed incomplete. Si è preferito quindi non sintetizzare le risultanze dello studio in un'unica conclusione, ma riportarne di seguito gli elementi principali, allo scopo di facilitare una valutazione soggettiva, da parte di ciascun lettore sulla base delle proprie sensibilità e priorità.

- **L'incremento dei compensi dei CEO italiani** (+27,5% nelle 98 società analizzate, +31,3% considerando solo le 38 a maggiore capitalizzazione) è esclusivamente dovuto agli incentivi di lungo periodo maturati nell'esercizio in analisi (+150% rispetto al 2011), mentre calano le altre componenti della remunerazione: -6,6% il compenso fisso e -9,9% il bonus annuale. Solo 4 società, e 3 dirigenti, sono responsabili del trend di crescita: Fiat e Fiat Industrial, il cui massimo dirigente (Amministratore Delegato nella prima e Presidente esecutivo nella seconda) ha ricevuto azioni gratuite per un valore complessivo di € 40,7 milioni, Luxottica (€ 10 milioni in azioni gratuite ricevute dal CEO)

e la *mid-cap* Yoox, il cui Amministratore Delegato ha esercitato stock options per un guadagno potenziale di € 23,55 milioni. Al netto di queste 4 società, i compensi medi sarebbero calati del 14,5% rispetto al 2011, dove però spiccavano i € 18,7 milioni di variabile riconosciuto al Presidente ed A.D. di Pirelli, Marco Tronchetti Provera. Escludendo i pochi casi limite, la remunerazione media degli altri CEO italiani mostra una certa stabilità: € 1.522.908 nel 2012, contro € 1.581.442 nel 2011.

- Il **compenso fisso** rappresenta ancora la quota maggioritaria delle remunerazioni delle società a media capitalizzazione (51%), mentre pesa per poco più di un terzo sui compensi dei CEO delle 38 *large cap* (35%), grazie agli elevati incentivi finanziari maturati nel Gruppo Fiat ed in Luxottica. Non si riscontra alcuna correlazione dei compensi fissi riconosciuti ai massimi dirigenti con le dimensioni societarie, né nel confronto con realtà simili internazionali: il salario base dei 38 CEO italiani è secondo in Europa solo a quello degli spagnoli e risulta maggiore rispetto a quello dei concorrenti esteri in 8 settori sui 18 analizzati, nonostante una capitalizzazione media nettamente inferiore (circa € 8 miliardi al 31 dicembre 2012, contro € 23 miliardi dei *peers* europei inclusi nel campione in analisi). La definizione della componente fissa della remunerazione sembrerebbe quindi dipendere in maniera determinante dalla cultura prevalente in ciascun mercato di riferimento (la media più bassa si riscontra in Gran Bretagna, dove risiedono le società di maggiori dimensioni), ma anche da precise politiche aziendali, che in alcuni casi mirano ad un contenimento dei costi quando il CEO rappresenta anche il maggiore azionista (Buzzi Unicem), mentre in altri tendono a premiare eccessivamente il potere decisionale del massimo esponente (Pirelli).
- I **bonus annuali**, riconosciuti nel 2012, sembrerebbero del tutto slegati da ogni criterio di performance, sia operativa (in termini di EBITDA, Tier 1, Solvibilità, Utile netto o dividendi distribuiti) che di mercato (in termini di valore creato per gli azionisti, o TSR). In molte realtà tale risultato è da ricondurre all'attribuzione di bonus discrezionali o comunque non dipendenti in maniera chiara e diretta dai risultati conseguiti nell'esercizio di riferimento: bonus di benvenuto, "una tantum", bonus straordinari o legati al mero permanere del beneficiario in carica (*retention*). Oltre un terzo (37%) delle politiche sulle remunerazioni prevedono ancora tali strumenti. Ovviamente tale

pratica non è utilizzata da tutte le realtà italiane, tra cui si riscontrano anche molti casi di contenimento degli incentivi di breve termine, il cui peso complessivo risulta comunque inferiore a quanto riscontrato in altri mercati: 14,4% contro 30,7% delle remunerazioni complessivamente maturate in 125 realtà simili europee. A differenza di quanto avviene nel mercato italiano, però, in Europa è molto più diffusa l'attribuzione anche dei bonus annuali sotto forma di strumenti finanziari, contribuendo ad un maggiore allineamento del compenso con gli interessi degli azionisti. Occorrerebbe quindi uno sforzo aggiuntivo da parte degli emittenti italiani, eliminando ogni forma di discrezionalità e straordinarietà nella definizione dei bonus annuali ed incrementando il livello di trasparenza, sia a priori che a posteriori, relativo ai parametri di performance cui questi sono legati (descritti in maniera adeguata solo nella metà delle Relazioni analizzate nel 2013).

- Anche per quanto riguarda gli **incentivi di lungo periodo** non è facile riscontrarne un chiaro allineamento con i risultati conseguiti nel periodo di riferimento (generalmente 3 o 5 esercizi). A differenza di quanto verificato per i bonus annuali, si evidenzia però un certo grado di correlazione incentivi-performance in prossimità degli estremi: ai livelli più elevati di performance corrispondono generalmente gli incentivi maggiori, che tendenzialmente non maturano nelle società con le performance peggiori. Ciononostante, tale relazione si può riscontrare con più evidenza con riferimento a criteri di performance operativi piuttosto che con il valore creato per gli azionisti: il TSR complessivo delle 38 maggiori società italiane nel triennio 2009-2011 è risultato pari a +14,5%, mentre gli incentivi maturati per i CEO nel 2011 e nel 2012, in larga parte relativi allo stesso periodo di performance, hanno rappresentato il 98,7% del relativo compenso fisso. Al di là della connessione più o meno evidente tra risultati ed incentivi nel lungo periodo, ciò che emerge chiaramente è la sproporzione di questi ultimi rispetto al valore complessivamente creato, ed alla sua sostenibilità nel tempo. Tale risultato può essere dovuto a due fattori principali: (i) l'eccessivo ricorso agli incentivi monetari, che risultano l'unica forma di compenso variabile nel 21% delle società italiane, contro il 5% riscontrato in simili realtà europee e (ii) la definizione di obiettivi di performance conservativi e poco sfidanti.

- Grazie alla recente normativa che ha introdotto la consultazione assembleare sulle **politiche retributive** (seppure in larga parte non vincolante), la trasparenza sui compensi corrisposti dalle società italiane è aumentata notevolmente. Inoltre, la spinta verso un più serrato confronto con gli azionisti ha portato indubbi benefici già dopo il primo anno di applicazione (stagione assembleare 2012): è notevolmente migliorato il livello di *disclosure* relativo ai piani di incentivazione, i cui criteri di performance sono dettagliatamente riportati in oltre il 70% delle Relazioni esaminate, e diversi emittenti hanno sostanzialmente modificato alcuni aspetti delle politiche retributive, eliminando o definendo meglio le eventuali indennità di fine mandato e/o le componenti discrezionali del variabile. Certo permangono molti margini di miglioramento, sia riguardo alla trasparenza che alla struttura delle remunerazioni, ma è indubbio che sia stata intrapresa la strada corretta per ridurre il gap che separa i compensi dei massimi dirigenti delle quotate dagli interessi degli azionisti (e che è sfociato nel 2012, su scala mondiale, con un livello di dissenso così elevato da far definire quella stagione assembleare come la “primavera degli azionisti”). Le stesse risultanze assembleari del 2013 sono una conferma del circolo virtuoso innestato dal cosiddetto *say-on-pay*: i voti contrari sulle remunerazioni, da parte degli azionisti indipendenti, sono mediamente calati del 17,3%, passando dal 36,5% nel 2012 al 30,2% nel 2013. Escludendo gli azionisti di controllo e tutte le parti correlate, ancora 11 Relazioni sulle Remunerazioni sarebbero state bocciate nel 2013, ma anche qui si nota un graduale miglioramento rispetto alle 13 dell’anno precedente.

Frontis Governance nasce nel settembre 2011 come primo *proxy advisor* totalmente focalizzato sul mercato italiano. La missione principale di Frontis Governance è di fornire un supporto professionale a tutti gli investitori di minoranza nell'esercizio dei diritti di azionista e nell'analisi della corporate governance delle società in cui investono.

Sin dalla sua nascita, Frontis Governance è partner di ECGS (Expert Corporate Governance Service), l'unico network internazionale di *proxy advisors* locali, così da poter offrire lo stesso livello di supporto su tutti i principali mercati internazionali. Oltre a Frontis Governance, fanno parte del network ECGS: Proxinvest – Managing Partner (Francia), DSW (Germania), Ethos (Svizzera), Shareholder Support (Olanda) e Group Investissement Responsable (GIR – Canada).

info@frontisgovernance.com

www.frontisgovernance.com

Via Gela, 73

00182 Roma - Italy

T +39 (0)6 64 85 08 04

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 valutazioni sono formulate aderendo alle *best practices* internazionali in materia di corporate governance, tenendo in considerazione le pratiche del mercato domestico. 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.

Copyright 2013 Frontis Governance di Sergio Carbonara. Tutti i diritti riservati.