

Onorevole Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Via XX Settembre 97
00187, Roma

6 Dicembre 2010

Risposta alla Consultazione sullo schema di decreto legislativo di attuazione delle sezioni II e III della Raccomandazione della Commissione 2004/913/CE del 14 dicembre 2004 e della sezione II, paragrafi 5 e 6 della Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE del 30 aprile 2009

Introduzione

Nel partecipare a questa Consultazione sullo schema di decreto legislativo, intendiamo contribuire con alcune osservazioni che derivano dalla nostra esperienza di ricerca, maturata nell'area della *corporate governance* e, in particolar modo, dello specifico argomento oggetto delle citate Raccomandazioni.

Le prime Raccomandazioni pubblicate dalla Commissione Europea nel 2004 e nel 2005 hanno rappresentato un importante punto di partenza per lo sviluppo di un quadro normativo armonizzato riguardante l'adeguatezza dei compensi dei manager nei Paesi membri dell'UE. Tali provvedimenti sono stati emanati al fine di restaurare la fiducia degli investitori nelle società europee e nei mercati finanziari dopo gli scandali societari di inizio millennio. La successiva Raccomandazione del 2009 ha avuto lo scopo di rafforzare le misure precedenti, tenendo conto della recente crisi finanziaria. Il recepimento delle Raccomandazioni del 2004 (2004/913/CE) e del 2009 (2009/385/CE) nell'ordinamento nazionale, oltre a quanto già fatto dal Codice di Autodisciplina (cfr. Art. 7), rappresenta quindi un importante passo verso una migliore disciplina della materia relativa alla remunerazione degli amministratori delle società quotate italiane.

E' particolarmente apprezzabile che lo schema di decreto legislativo sottoposto a consultazione riconosca l'importanza della *governance* della remunerazione. Questa materia comprende vari meccanismi tra loro connessi, quali in particolare il controllo del sistema retributivo da parte del *board*, la trasparenza informativa e il coinvolgimento degli azionisti, che contribuiscono all'adozione di efficaci contratti di incentivo per i manager. Proprio a questo riguardo, nei nostri più recenti articoli abbiamo sostenuto che, se l'UE vuole aver successo nel promuovere un più forte allineamento tra gli interessi degli azionisti e quelli dei manager, è necessario che ponga una maggiore attenzione al ruolo della *governance* della remunerazione.

Relazione sulla remunerazione

Apprezziamo l'iniziativa di codesto Ministero di disciplinare le modalità per la diffusione al pubblico di una relazione annuale sulla remunerazione degli amministratori delle società con azioni quotate (comma 1). Nelle nostre precedenti pubblicazioni abbiamo sempre sostenuto la necessità di un appropriato regime di *disclosure* dei compensi dei manager. In particolare, abbiamo costantemente suggerito l'introduzione di una normativa obbligatoria e armonizzata in materia, come modo per rafforzare la partecipazione degli azionisti. Del resto, un'informativa esaustiva

stimola l'attenzione del pubblico e degli azionisti stessi, aspetto, questo, che legittima maggiormente il ruolo del *board* e aumenta la percezione del valore sociale della remunerazione da parte della collettività. Anche i meccanismi di voto sulla remunerazione, che possono rafforzare l'indipendenza dell'organo amministrativo, hanno un valore limitato, se non sono sostenuti da un'informativa efficace.

Organi societari competenti

In uno dei nostri recenti studi empirici, che analizza le relazioni del 2007 sulla remunerazione dei manager delle più importanti società quotate europee – prima, dunque, dello scoppio della recente crisi finanziaria – abbiamo osservato che le *best practice*, con particolare riguardo alla *disclosure*, non erano stabilmente adottate dalle grandi società europee, comprese quelle italiane. Una delle ragioni dell'insufficiente trasparenza informativa è dovuta alla scarsa vincolatività con cui tale disciplina è stata imposta alle società. In questa prospettiva, appare quindi condivisibile la disposizione di codesto Ministero relativa al ruolo del *board* nell'approvazione della politica delle remunerazioni (comma 2).

Relazione sulla politica di remunerazione

Con tale schema di decreto, codesto Ministero disciplina, poi, la *disclosure* delle politiche di remunerazione adottate sia per gli amministratori esecutivi che per quelli non esecutivi (comma 3). Questo documento prevede, inoltre, il recepimento dei seguenti paragrafi della Sezione II della Raccomandazione 2004/913/CE: par 3.1., riguardante la pubblicazione della dichiarazione relativa alle remunerazioni; par. 3.2., sulla politica delle remunerazioni relative all'esercizio finanziario corrente e di quelli successivi; par. 3.5., inerente all'*iter* preparatorio e decisionale della politica remunerativa, incluse le informazioni sui consulenti esterni ai quali ci si è rivolti.

Va tuttavia osservato che codesto Ministero non intende includere nello schema di decreto in esame il recepimento dei parr. 3.3. e 3.4. della Raccomandazione 2004/913/CE e del par. 5.2. della Raccomandazione 2009/385/CE, “data la rigidità del processo legislativo e il rischio di rapida obsolescenza tipico della normativa del settore finanziario”.

Il par. 3.3 della Raccomandazione 2004/913/CE richiede, in particolare, che la dichiarazione relativa alla politica remunerativa includa una spiegazione dell'importanza relativa delle componenti variabili e fisse della remunerazione degli amministratori; informazioni sufficienti sui criteri di valutazione delle prestazioni sui quali è basato il diritto ad opzioni su azioni, azioni, o altre componenti variabili della remunerazione; informazioni sufficienti sulla correlazione fra remunerazione e prestazioni; i parametri principali e le motivazioni per la concessione di premi annuali; una descrizione delle principali caratteristiche dei regimi pensionistici. Il par. 3.4. della Raccomandazione 2004/913/CE riguarda, invece, la *disclosure* delle condizioni contrattuali relative agli amministratori con incarichi esecutivi. Il par. 5.2. della Raccomandazione 2009/385/CE richiede, oltre alle informazioni di cui al punto 3.3 della raccomandazione 2004/913/CE, una spiegazione su come la scelta di criteri relativi ai risultati contribuisca agli interessi a lungo termine della società; una spiegazione sui metodi applicati al fine di determinare se i criteri in materia di risultati sono stati soddisfatti; informazioni sufficienti sui periodi di dilazione applicati alle componenti variabili della remunerazione; informazioni sufficienti sulla politica in materia di trattamento di fine rapporto; informazioni sufficienti sui periodi e sulla politica relativa all'acquisizione della remunerazione basata su azioni; informazioni sufficienti sulla composizione di gruppi di società pari.

In merito a questa delimitazione dell'informativa appaiono opportune alcune riflessioni. Va osservato che la *disclosure* degli aspetti trattati nei paragrafi sopra citati è di grande importanza per gli investitori i quali potranno valutare l'adeguatezza delle politiche di remunerazione e il loro collegamento con le performance aziendali. Inoltre, gli aspetti previsti dalla Racc. 2004 nei paragrafi 3.3. e 3.4. e dalla Racc. 2009 nel par. 5.2, sono in realtà piuttosto generali, poiché consentono una certa flessibilità nell'adozione delle misure relative ai dettagli dell'informativa sulla remunerazione. Riterremo pertanto appropriata l'adozione di tali previsioni già a livello di disciplina legislativa primaria.

L'informativa individuale

Tale schema recepisce nella legislazione nazionale anche la disciplina dell'informativa sulla remunerazione dei singoli amministratori, sia esecutivi che non, estendendola anche ai dirigenti che sono in grado di influenzare le decisioni strategiche della società. Il nostro studio empirico condotto sulla materia prima della crisi ha evidenziato che la *disclosure* dei compensi individuali, come la più generale tematica relativa alla politica delle remunerazioni e alla trasparenza informativa, era un criterio seguito solo in parte dalle società europee, che si limitavano a rispettare i requisiti imposti da ciascuna normativa nazionale. Anche le società italiane non si sono discostate da tale tendenza. Proprio a causa di una così insufficiente trasparenza informativa, la Raccomandazione del 2009 ha introdotto in materia requisiti molto più severi. Di conseguenza, a seguito di tale documento, la maggior parte degli Stati Membri ha adottato norme vincolanti sull'informativa dei compensi individuali degli amministratori.

Tale *disclosure* individuale consente agli azionisti e gli altri *stakeholder* di giudicare la meritevolezza dell'operato di ogni singolo amministratore e alto dirigente in relazione al compenso da ciascuno ricevuto. Una simile valutazione, ovviamente, è possibile solo quando i relativi compensi figurano in modo dettagliato nei conti annuali della società.

In questa prospettiva, è senz'altro condivisibile la scelta di codesto Ministero di dettare una disciplina per l'informativa relativa alla remunerazione individuale degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche all'interno dello schema di decreto qui in esame.

Unica fonte documentale

Lo schema di decreto dispone, poi, che alla relazione sulla remunerazione siano allegati anche i piani di compenso a lungo termine, rendendo così tale relazione unitaria e concentrata in un'unica fonte documentale di più facile analisi e comprensione. Inoltre lo schema esaminato permette, come alternativa, che le società indichino la sezione del sito internet dove l'informazione sui piani remunerativi possa essere reperita.

Dal nostro punto di vista, rafforzare la comunicazione non significa richiedere un'informativa sempre più complessa e dettagliata sui compensi degli amministratori; piuttosto, la dichiarazione relativa alle remunerazioni dovrebbe essere comunicata in modo chiaro ed esaustivo, facilitando così la valutazione sulla correlazione fra remunerazione e *performance*, oltre che un giudizio comparativo fra vari settori economici. Ciò comporta una relazione consolidata sulla remunerazione, che unisce all'informazione sui compensi variabili a breve e medio termine, quella sui piani di compenso di lungo periodo, consentendo agli azionisti e alle altre parti interessate di valutare correttamente il legame tra remunerazione e *performance*, sia a livello individuale che societario.

Al contrario, se i vari elementi della politica retributiva sono sparsi in diverse sezioni del bilancio, gli azionisti, e chiunque vi abbia interesse, non possono disporre di un resoconto chiaro ed esauriente sulla politica di remunerazione della società (come previsto dalla stessa Raccomandazione 2004/913/CE), che consenta loro di valutarne la strategia in questa materia. Inoltre, un'informativa così frammentata potrebbe essere percepita come opaca ed incompleta.

In questa prospettiva, proponiamo che lo schema di decreto vada nella direzione di rendere unitaria e compatta la relazione sulla remunerazione dei manager, così da unire tutti gli elementi rilevanti in un unico documento.


Voto degli azionisti

Giudichiamo, invece, estremamente opportuno che codesto Ministero chieda gli azionisti ad esprimersi in senso favorevole o contrario sulla relazione sopra descritta nel corso dell'assemblea annuale, per mezzo di una delibera non vincolante. Riteniamo infatti che, in linea di principio, si stabilisca un collegamento tra gli azionisti e la politica retributiva della società solo dove esista un simile meccanismo di voto. Pertanto consideriamo che il voto degli azionisti, sia esso vincolante o meno, possa avere un impatto significativo sul *board*, purché sia comunque obbligatorio.

Note:

1. Guido Ferrarini, Niamh Moloney e Maria Cristina Ungureanu, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI Working Paper 126, 2009 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1418463)
2. Guido Ferrarini, Niamh Moloney e Maria Cristina Ungureanu, *Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe*, *Journal of Corporate Law Studies* 10(1), 2010, pp. 73-118
3. Guido Ferrarini e Maria Cristina Ungureanu, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: An Analysis of Executive Pay at European Banks*, ECGI Law Working Paper 169, 2010 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707344)

Ringraziamo per l'attenzione che vorrete prestare alle nostre osservazioni e porgiamo distinti saluti.



Prof. Guido Ferrarini



Dr. Maria Cristina Ungureanu

Università degli Studi di Genova
Via Balbi 22, Genoa, 16126, Italy
Tel: +39 010 5531814, Fax: +39 010 5536238
guido.ferrarini@unige.it
mariacristina.ungureanu@unige.it