



**STUDIO SULLE REMUNERAZIONI
NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN ITALIA
ESERCIZIO 2011**

Principali risultati dell'analisi

- Nonostante il valore totale per gli azionisti (corsi azionari più dividendi) sia risultato negativo per oltre il 19% nel 2011, le **remunerazioni medie** dei più alti Dirigenti delle società del FTSE-MIB sono aumentate di **oltre il 14%**.
- **I compensi fissi** dei CEO hanno subito un **calo dell'11%**: solo il 5% in meno nel settore bancario, che continua ad avere i compensi fissi medi più elevati (€1,69 milioni)
- **Gli incentivi**, che dovrebbero essere legati ai risultati e dovrebbero servire ad allineare gli interessi dei CEO con gli azionisti, sono **aumentati del 45%** nel 2011, di cui la componente monetaria del 92%.
- **Il pay-mix** medio per i CEO si è composto per il 42,7% dal fisso, 38,7% dal bonus monetario e 18,6% da strumenti finanziari: la struttura retributiva media è fortemente focalizzata sul breve periodo.
- Le politiche retributive continuano in larga parte a consentire **indennità di fine mandato** superiori alle 2 annualità di retribuzione fissa, contrariamente alle raccomandazioni europee dell'aprile 2009, costituendo spesso dei veri e propri *golden parachutes*, come nei casi eclatanti dell'ex-Presidente di Generali Geronzi (€16,65 milioni) e dell'ex-AD e Presidente di Finmeccanica Guarguaglini (€9,48 milioni complessivi per le due cariche).
- In 7 casi le remunerazioni dei Presidenti **non esecutivi** o degli Amministratori non esecutivi, spesso definiti anche come indipendenti, hanno superato i compensi medi corrisposti dalle società stesse ai Dirigenti.
- **Oltre l'83% dei piani** di remunerazione italiani analizzati sono stati valutati negativamente da parte di Frontis Governance, mentre il network ECGS ha "bocciato" oltre l'88% dei piani sugli altri mercati europei.

Sommario

Nota metodologica	4
Le remunerazioni complessive	6
Le remunerazioni dei CEO	8
Le remunerazioni dei Presidenti.....	22
Le remunerazioni degli Amministratori non esecutivi	27
Le valutazioni assembleari di Frontis Governance ed ECGS	29

Nota metodologica

Il primo studio sulle remunerazioni in Italia prende come riferimento le 38 società di diritto italiano quotate sul FTSE-MIB (sono escluse dall'analisi STMicroelectronics N.V. e Tenaris S.A.). Tutti i dati riportati sono tratti da informazioni pubbliche, accessibili a tutti gli investitori. Più in particolare, i documenti societari maggiormente utilizzati per l'analisi sono: i Bilanci consolidati e delle Capogruppo, le Relazioni di Corporate Governance e le Relazioni sulle Remunerazioni. Non essendo disponibili le Relazioni sulle Remunerazioni per il 2010, i dati relativi a tale esercizio sono tratti esclusivamente dai Bilanci, per cui sono spesso riportati con un livello di dettaglio minore e comunque differente. La metodologia utilizzata per l'analisi è comunque omogenea nei due anni presi in considerazione, in particolare:

- I compensi fissi includono tutte le voci non connesse a premi aziendali o ai risultati conseguiti, ovvero: emolumenti, compensi per le cariche aziendali, compensi da società controllate, benefici monetari e altri compensi non definiti quali incentivi o indennità di fine mandato;
- I compensi variabili comprendono tutti gli incentivi ricevuti dal beneficiario nell'anno, inclusi i bonus di breve periodo, le porzioni differite dei bonus di lungo periodo ed il controvalore degli incentivi corrisposti tramite strumenti finanziari;
- Gli incentivi basati su strumenti finanziari sono calcolati: (i) se stock options, al *fair value* alla data di assegnazione; (ii) se azioni gratuite, al valore di mercato alla data di assegnazione o, se la data non è specificata, al valore delle stesse alla chiusura dell'esercizio;
- Gli incentivi corrisposti in forma di strumenti finanziari (azioni gratuite, stock options o altri compensi assimilabili, quali ad esempio le *phantom shares*) sono attribuiti interamente all'esercizio di assegnazione, indipendentemente dalla data di maturazione del diritto, in quanto la valutazione del *fair value* dovrebbe già includere rendimenti e rischi potenziali.

Per rendere il più omogeneo possibile 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.

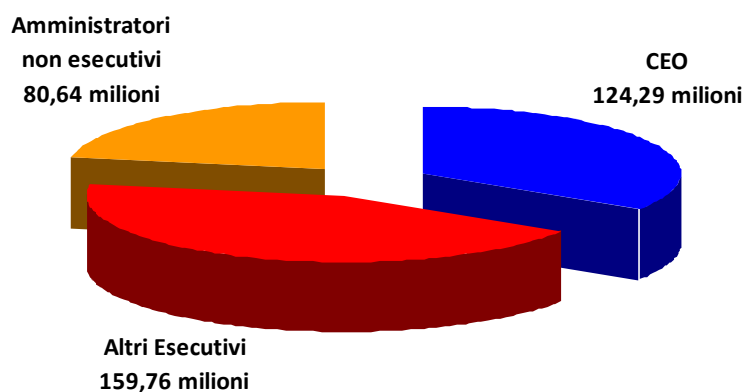
Per semplicità, si è deciso di indicare con il termine CEO tutti quei Dirigenti che siano titolari delle più elevate responsabilità gestionali, che siedano o meno nel Consiglio di Amministrazione. A seconda dei casi, possono quindi essere individuati come CEO: l'Amministratore Delegato, il Direttore Generale o il Presidente Esecutivo, qualora questi siano titolari delle più estese deleghe a livello di Gruppo. Allo stesso modo, sono qualificati come "Altri Esecutivi" i dirigenti con responsabilità strategiche, quando definiti chiaramente nel Report sulle Remunerazioni, che siano o meno membri del CdA. Con il termine "Non Esecutivi" si fa invece riferimento esclusivamente agli altri componenti del Consiglio di Amministrazione, che non siano titolari di alcuna delega esecutiva, o ai componenti del Consiglio di Sorveglianza.

Infine, nel calcolo delle retribuzioni complessive e delle medie individuali, si sono considerati 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, per cui in caso di non rinnovo ad aprile 2011 la relativa posizione varrà per 0,33 anziché 1.

I dati di Mediobanca sono riferiti all'esercizio 2010/2011, chiusi il 30 giugno 2011.

Le remunerazioni complessive

Nel corso del 2011, gli Amministratori Delegati, gli Amministratori non esecutivi e gli altri Dirigenti con responsabilità strategiche (quando dettagliatamente indicati nelle Relazioni) hanno ricevuto **compensi complessivi per €364,69 milioni**, così distribuiti:



L'importo complessivo non include le indennità riconosciute agli Amministratori e Dirigenti il cui mandato sia terminato nel 2011. Secondo quanto riportato dalle Relazioni sulle Remunerazioni, in 11 casi sono state corrisposte indennità di fine rapporto per complessivi €54,83 milioni.

Secondo l'articolo 3.5 delle Raccomandazioni della Commissione Europea in tema di remunerazione degli Amministratori delle società quotate, emesse nell'aprile 2009: "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".

Nonostante le raccomandazioni emesse ormai tre anni fa, gli emittenti italiani continuano in larga parte ad assegnare liquidazioni decisamente eccessive. In 21 casi le relazioni sulle remunerazioni stabiliscono un limite ai compensi per le risoluzioni anticipate del rapporto ed in soli 5 casi questi non superano le due annualità di retribuzione.

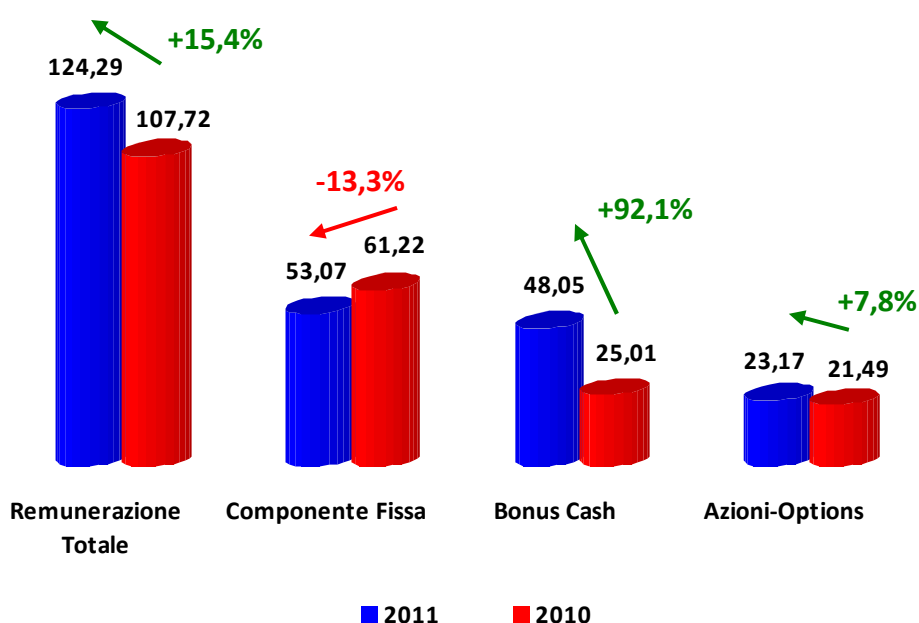
Indennità di fine rapporto corrisposte nel 2011

Dirigente - Società	Carica	Indennità ricevuta	Numero annualità di compenso fisso equivalente
Geronzi - Generali	Presidente	16.650.000	11,2
Zappa - Finmeccanica	Direttore Generale	9.542.000	9,0
Guarguaglini - Finmeccanica	Presidente e AD	9.481.000	6,0
Vigni - Banca MPS	Direttore Generale	4.000.000	2,9
Bonavita - Parmalat	Direttore Finanza	3.299.931	2,2
Dalu - Banca Popolare di Milano	Direttore Generale	3.141.797	4,1
Viola - BPER	Amministratore Delegato	2.650.000	4,1
Sant'Albano - Exor	Amministratore Delegato	2.500.000	1,9
Passera - Intesa Sanpaolo	Amministratore Delegato	1.125.000	0,5
Caldiani - UBI Banca	Direttore Generale	1.100.000	1,7
Poli - Eni	Presidente	1.000.000	2,0
Gnudi - Enel	Presidente	337.909	0,4

Le remunerazioni dei CEO

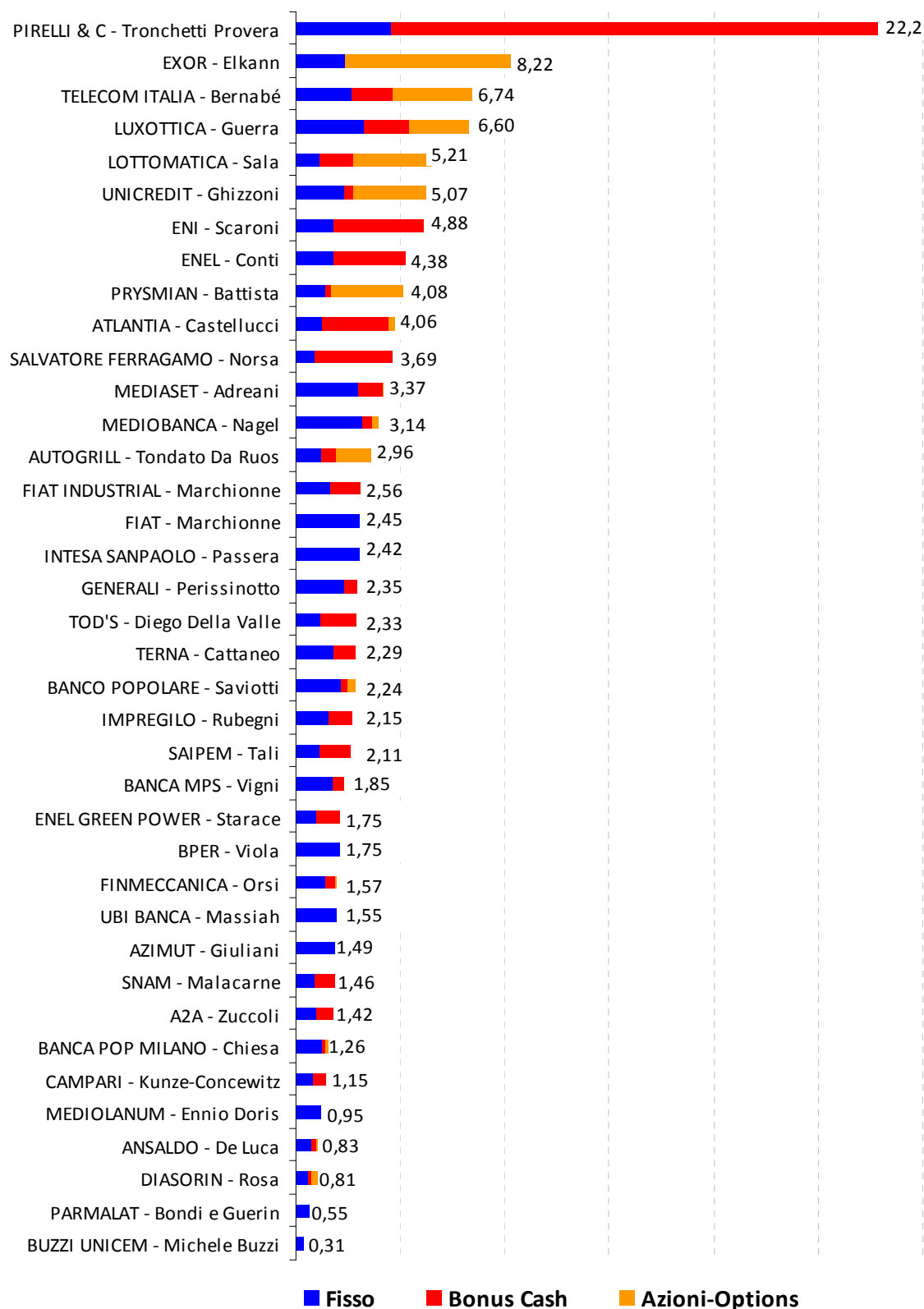
Per quanto riguarda i Dirigenti titolari delle maggiori deleghe gestionali (per semplicità i CEO), i compensi complessivi nel 2011 sono stati pari a €124,29 milioni, in aumento del 15,4% rispetto ai €107,72 milioni dell'esercizio precedente.

**Confronto remunerazioni totali CEO nel FTSE-MIB: 38 emittenti
(valori totali in milioni di Euro)**



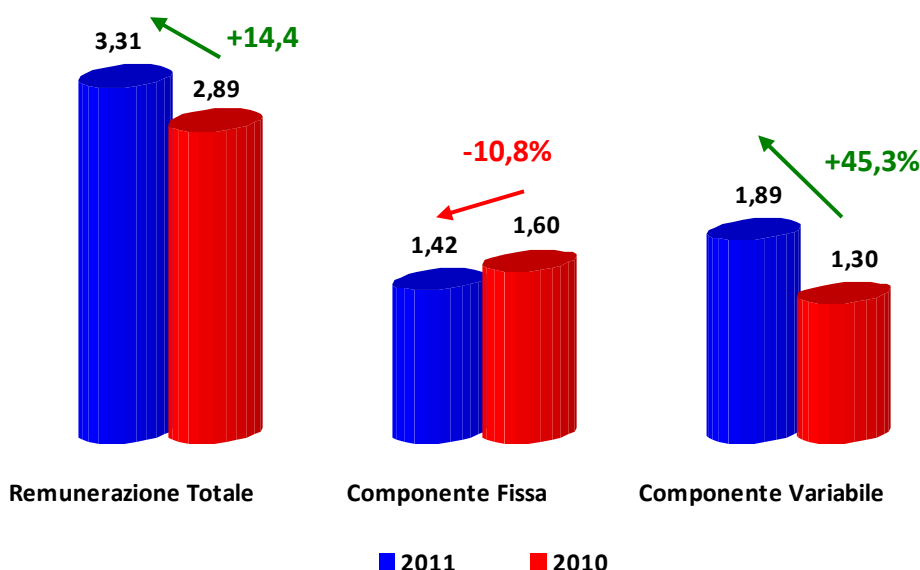
In media, ciascuno dei 38 CEO delle società a maggiore capitalizzazione ha ricevuto una remunerazione pari a €3.270.836 nel 2011, contro i €2.911.503 del 2010, evidenziando quindi un incremento del 12,34% nell'anno in esame.

Remunerazione dei CEO 2011 (milioni di Euro)



La composizione dell'indice è però cambiata nei due anni, per cui un confronto più significativo non dovrebbe considerare Enel Green Power (per cui i dati del 2010 sono relativi a due soli mesi), Fiat Industrial e Salvatore Ferragamo, quotate nel 2011. Riducendo quindi il campione a 35 emittenti si evidenziano compensi sempre crescenti, seppure in misura leggermente inferiore:

**Variatione delle componenti delle remunerazioni dei CEO: 35 emittenti
(valori medi in milioni di Euro)**



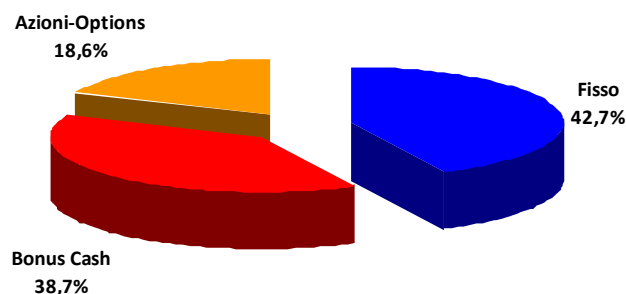
Se si guarda invece alla variazione delle remunerazioni individuali, sempre nelle 35 società a confronto, la retribuzione di ciascun Amministratore Delegato è cresciuta mediamente del 26,2%, ma con picchi decisamente poco confrontabili tra loro: dal -86,1% dell'AD di Fiat Sergio Marchionne, dovuto all'elevato incentivo azionario ricevuto nel 2010 (due milioni di azioni gratuite del valore di €7,08 ciascuna alla data dell'assegnazione) al +359% del Presidente ed AD di Exor John Elkann, raggiunto grazie all'attribuzione di stock options come premio per il nuovo ruolo ricoperto.

In 14 casi le remunerazioni complessive del CEO si sono ridotte rispetto all'anno precedente, in 19 casi sono aumentate mentre in Parmalat ed Azimut, dove non sono previsti sistemi di incentivazione, sono rimaste immutate (nel caso di Parmalat, per il 2011 si sono considerati gli

emolumenti sia dell'ex-Amministratore Delegato Bondi che del neo-nominato Guerin, entrambi in carica per sei mesi).

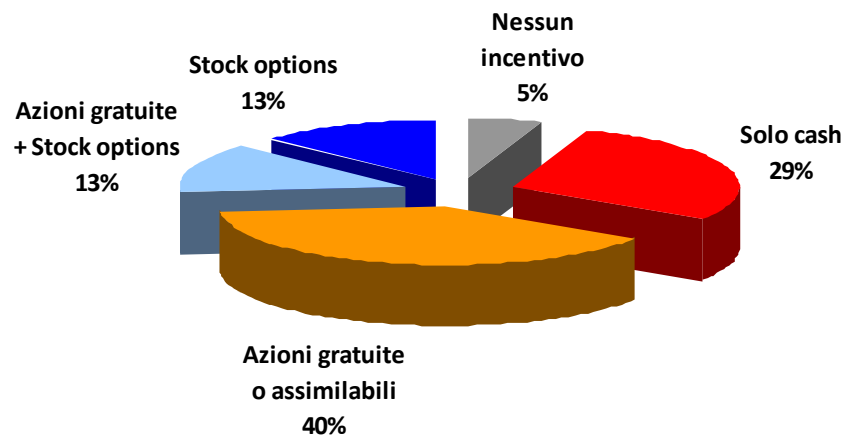
Come si evince dai grafici precedenti, la forte spinta alla crescita delle remunerazioni complessive è dovuta alla parte variabile ed in particolare agli incentivi monetari, che in genere risultano essere maggiormente collegati ai risultati di breve periodo.

Composizione media delle retribuzioni dei CEO 2011



In ben 11 società sulle 38 analizzate (il 29%) non è previsto alcun incentivo in forma azionaria, mentre in 15 casi l'incentivo *equity* prevede esclusivamente la distribuzione di azioni gratuite (in due casi attraverso lo strumento delle *phantom shares*, ovvero un premio monetario pari al valore delle azioni al momento dell'assegnazione). Cinque politiche retributive prevedono *stock options*, ma accompagnate anche da una distribuzione gratuita di azioni, mentre solo in 5 casi su 38 (il 13%) l'incentivo azionario assume esclusivamente la forma di *stock options*. Tale ultimo strumento, se inserito in piani ben strutturati, potrebbero però rappresentare il più efficace fattore di allineamento degli interessi del Dirigente con gli azionisti nel lungo periodo: il bonus si realizza se il valore dell'azione supera il prezzo di esercizio dell'opzione, in caso contrario l'opzione ha valore zero. Risulta particolarmente significativo segnalare come diversi emittenti (tra cui le società partecipate dal Governo) abbiano abbandonato lo strumento delle *stock options* dopo il 2008.

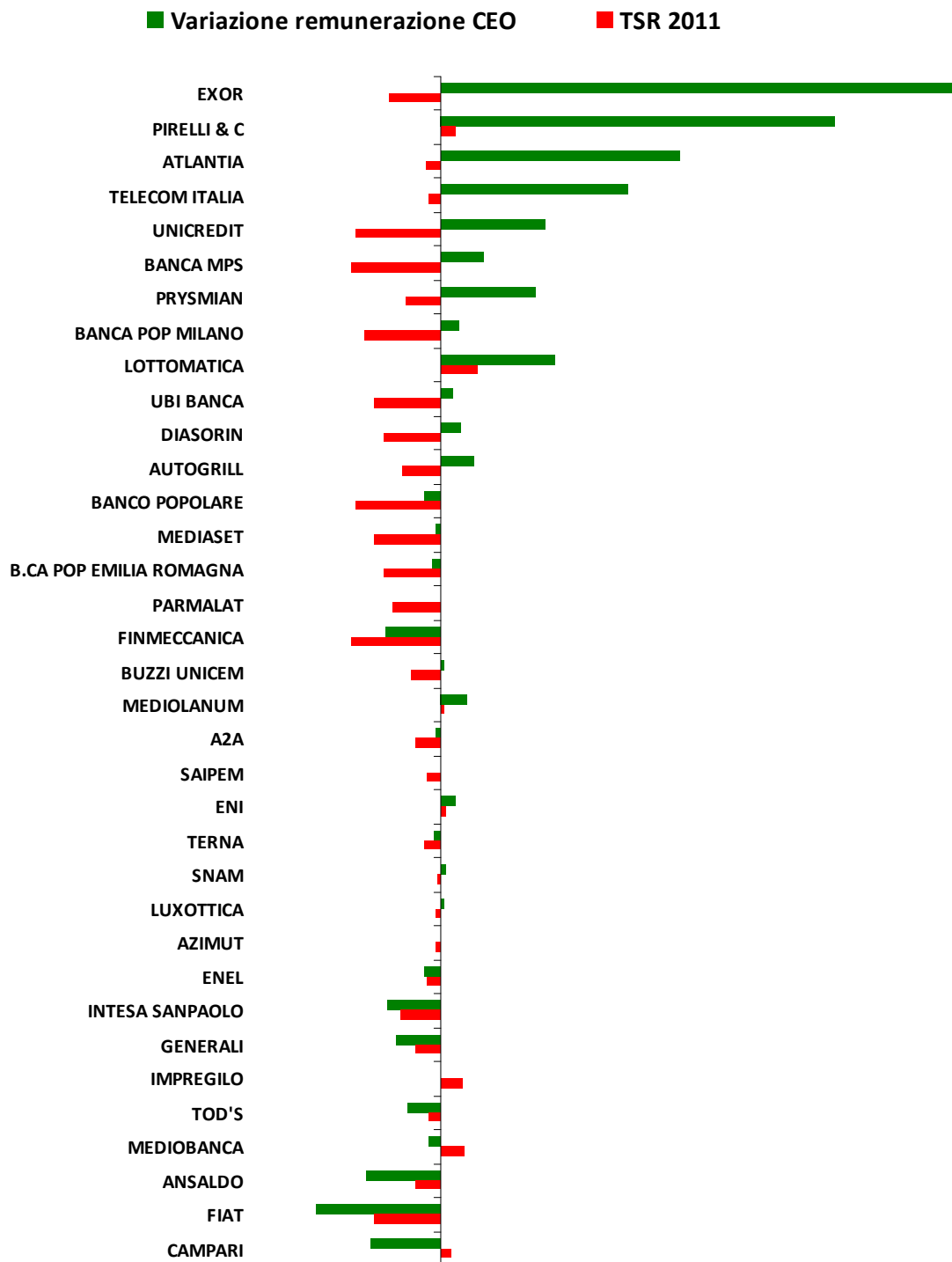
Strumenti di incentivazione previsti dalle politiche di remunerazione



Il dato assoluto sugli incentivi corrisposti nel 2011, così come l'incremento registrato rispetto al 2010, andrebbe letto in rapporto ai risultati conseguiti dagli stessi emittenti nell'esercizio in esame. Ovviamente non tutti i piani di incentivazione sono collegati ai medesimi parametri di performance, per cui si è deciso di considerare come unico parametro il valore creato per gli azionisti nel 2011. La scelta è ricaduta sul Total Shareholder Return (TSR) in quanto il principio fondamentale su cui si dovrebbero basare tutti i piani di incentivazione (in particolar modo quelli di lungo periodo ed in forma azionaria) è l'allineamento degli interessi degli Amministratori con gli azionisti di minoranza.

Nel corso del 2011, il TSR medio per le 38 società analizzate è stato pari a -19,1%: in 9 casi è stato creato valore, mentre in ben 26 società il valore per gli azionisti si è ridotto anche sensibilmente.

Differenza tra variazione delle remunerazioni del CEO e valore creato per gli azionisti (TSR)

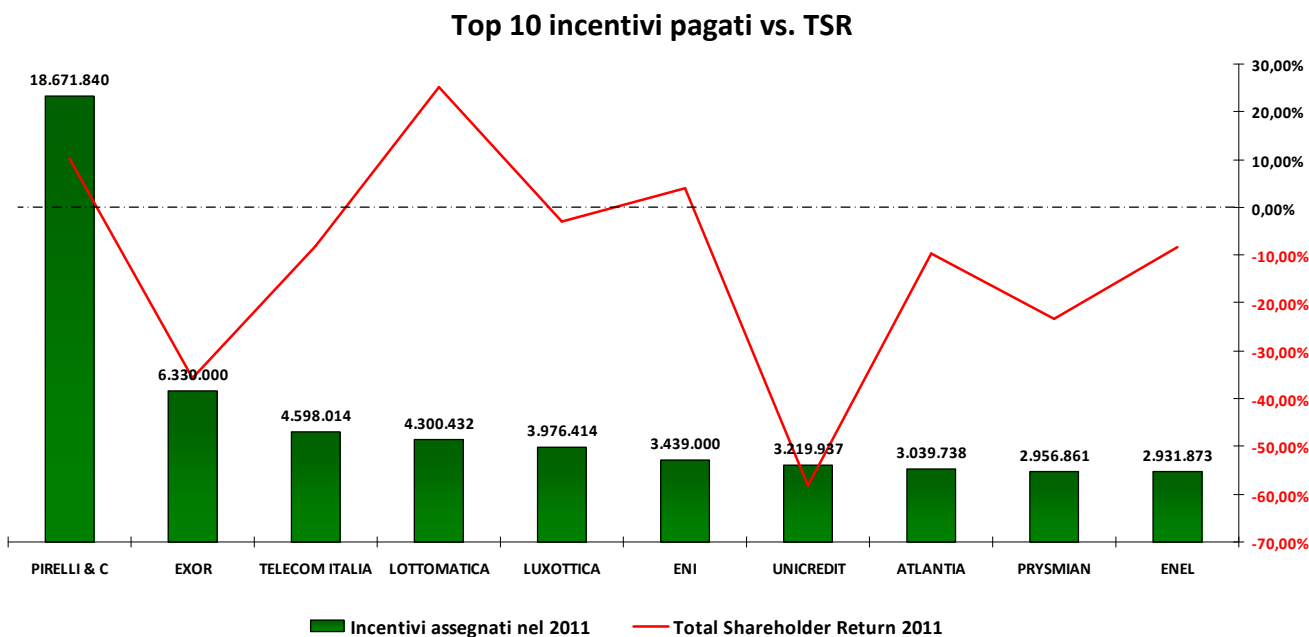


Nel grafico che precede, le società sono elencate in ordine decrescente per la differenza tra la variazione delle remunerazioni ed il TSR. La differenza tra incremento delle remunerazioni del CEO e valore per gli azionisti è superiore al 100% in 5 casi: Exor, Pirelli, Atlantia, Telecom Italia ed

UniCredit, realtà in cui anche a fronte di un TSR positivo (Pirelli) l'incremento dei compensi è stato decisamente sproporzionato.

In meno della metà dei casi (16 su 35) le remunerazioni dei CEO si sono mosse nella stessa direzione del TSR, in due casi le remunerazioni sono rimaste costanti (Azimut e Parmalat, le cui politiche non prevedono il variabile) e nel solo caso di Campari a fronte di una creazione di valore le retribuzioni sono diminuite. Senza entrare nel merito delle politiche retributive di Campari, il caso specifico potrebbe essere un esempio di incentivi maggiormente legati al lungo periodo e che quindi hanno risentito in misura minore delle performance del singolo esercizio.

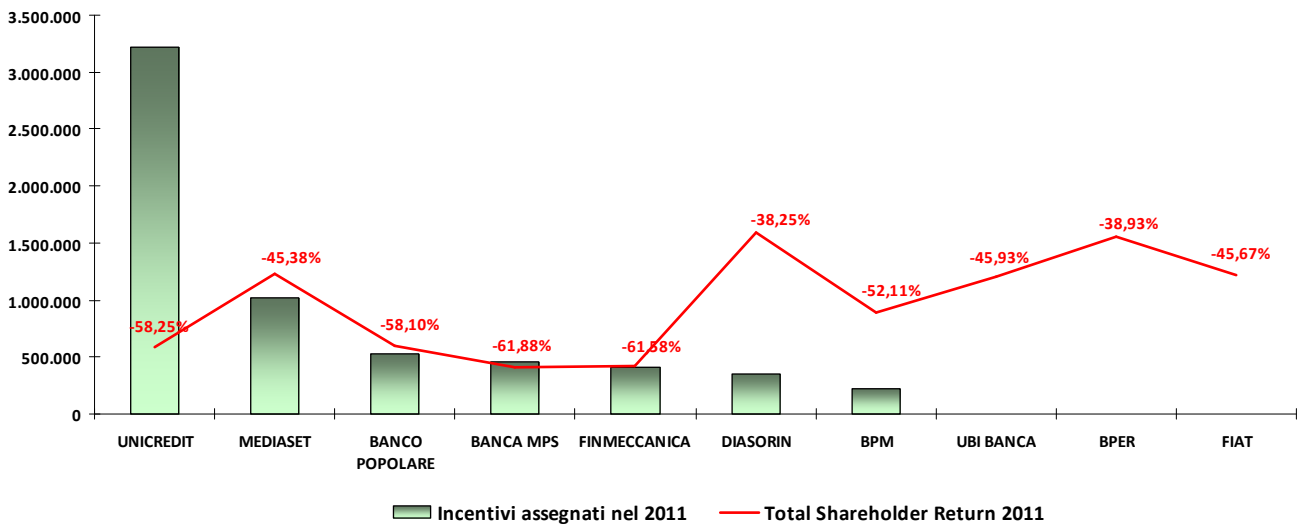
Per un'analisi maggiormente dettagliata a riguardo, sono stati confrontati i 10 incentivi più elevati, sia monetari che tramite strumenti finanziari, con il valore creato per gli azionisti (TSR):



Come si nota dall'andamento della linea rossa, nei soli casi di Pirelli, Lottomatica ed Eni gli incentivi trovano una giustificazione, almeno di principio, nel valore creato.

Il grafico seguente riporta l'analisi inversa, confrontando i 10 TSR più bassi con gli incentivi eventualmente corrisposti:

Incentivi assegnati ai CEO nelle 10 Società con il minor TSR nel 2011

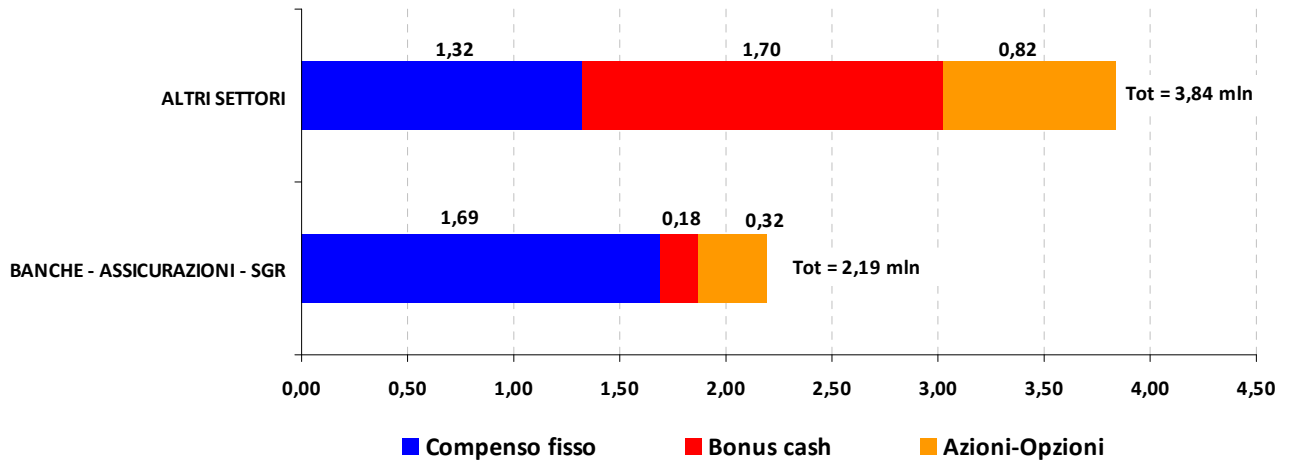


Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Fiat ed UBI Banca non hanno assegnato alcun incentivo nel 2011 ai rispettivi CEO. Nel caso di UniCredit sono stati considerati anche i diritti assegnati il 29 aprile 2011 ma non ancora maturati, il cui valore complessivo (*fair value*) è pari a €2,88 milioni.

Il 2011 è stato un anno particolarmente delicato per tutto il mercato, ma soprattutto per gli emittenti del settore finanziario, colpito non solo dalla crisi economica in atto ma anche da pesanti svalutazioni degli investimenti e degli asset intangibili in generale. Sempre allo scopo di confrontare dati e situazioni omogenee, gli emittenti sono stati suddivisi in due sotto-gruppi, settore finanziario (Banche, Assicurazioni e Servizi Finanziari, da cui è stata però esclusa Exor, i cui investimenti principali sono aziende industriali) e altri settori, proprio per isolare quelle realtà per cui gli eventi straordinari hanno avuto un maggiore impatto.

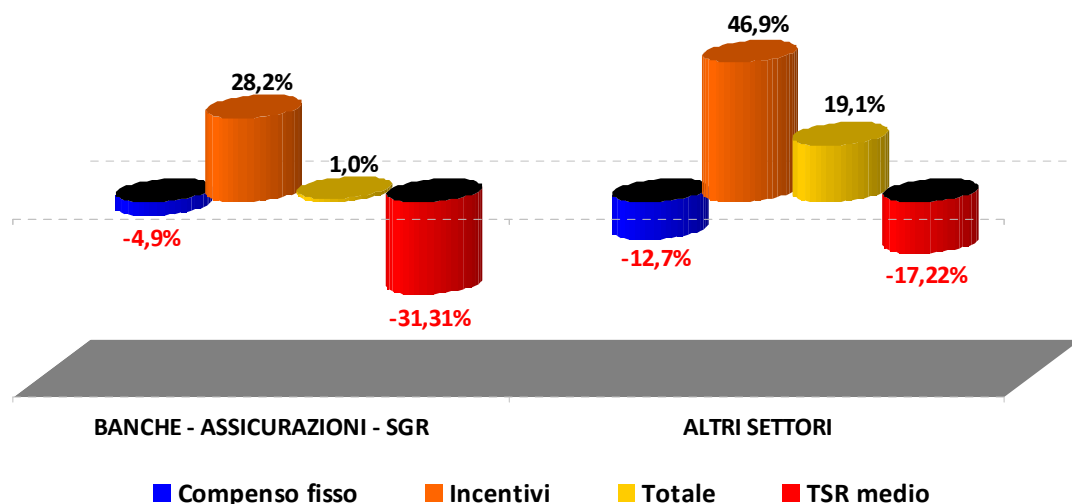
Il confronto tra i settori evidenzia come la componente variabile ha assunto un peso inferiore nelle società del settore finanziario, riducendo al contempo la retribuzione complessiva. La riduzione dei compensi complessivi è però in parte bilanciata dal compenso fisso, che nel settore finanziario risulta più elevato del 28% circa. Mentre nel resto del listino il compenso fisso ha rappresentato mediamente il 34% della retribuzione, nel settore finanziario questo ha pesato per il 77%.

Comparazione retribuzioni dei CEO tra il Settore Finanziario e gli altri settori (importi medi in milioni di Euro)



Lo scenario però non si discosta molto tra i vari settori se si confrontano le variazioni delle diverse componenti della retribuzione dei CEO ed il valore mediamente creato per gli azionisti: nonostante le performance decisamente inferiori da parte di Banche ed Assicurazioni, gli incentivi sono comunque cresciuti di circa il 28% nel 2011.

Variazione delle retribuzioni dei CEO vs. TSR Il Settore Finanziario e gli altri settori

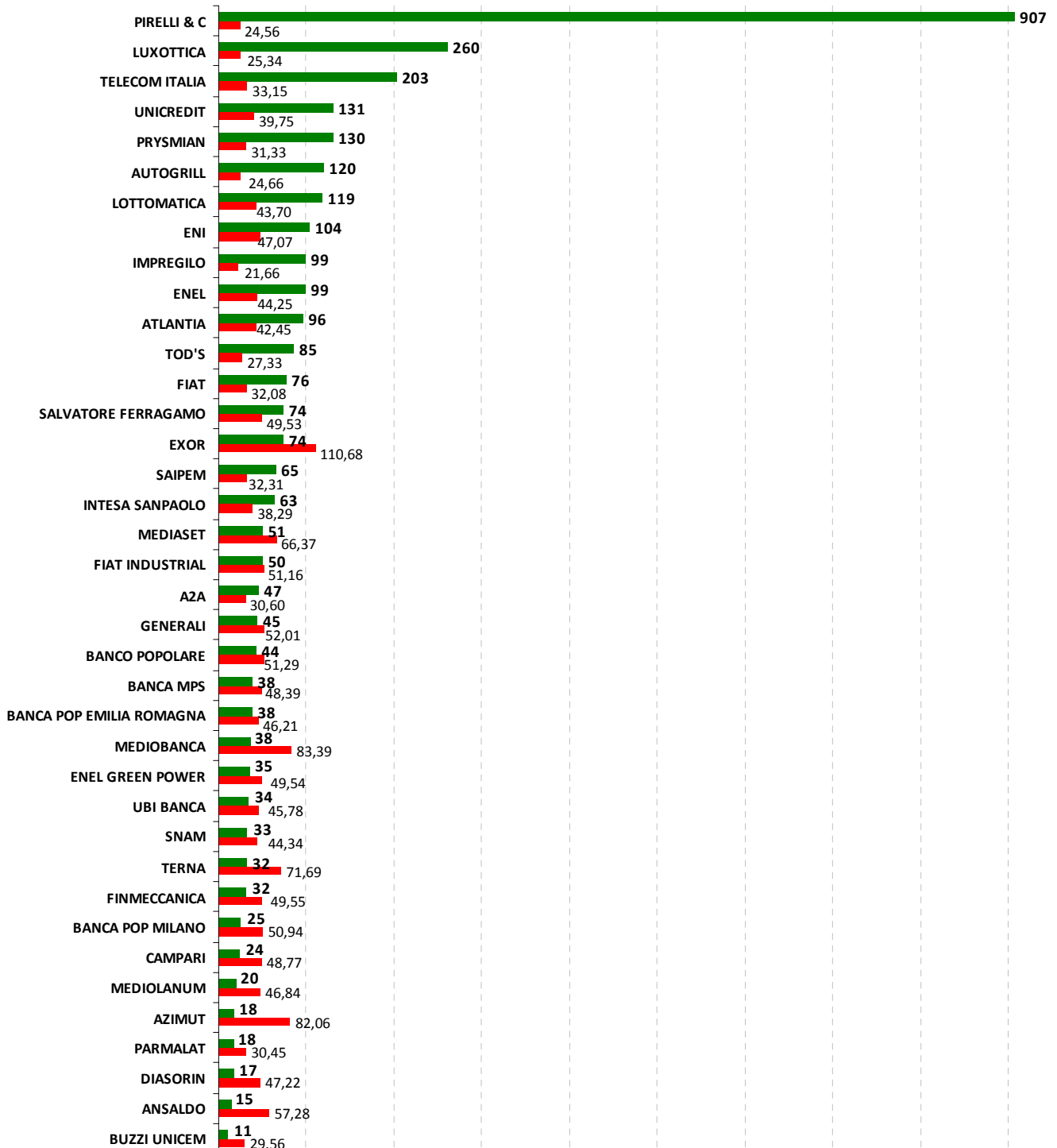


Nel listino principale italiano si contano ben 15 settori differenti, tra cui le Banche la fanno ovviamente da padrone. Anche le dimensioni stesse delle società componenti il FTSE-MIB non sono spesso paragonabili tra loro, passando da capitalizzazioni inferiori al miliardo di Euro (Azimut, Impregilo e Banco Popolare) ai 64 miliardi di Eni (al 31 dicembre 2011 la seconda, Enel, era notevolmente distanziata con meno di 30 miliardi di Euro di capitalizzazione). Allo stesso modo, non sono spesso comparabili le complessità gestionali degli stessi emittenti che compongono il nostro indice principale. Considerando questa forte eterogeneità dell'indice, per avere un confronto significativo sui valori assoluti delle remunerazioni occorre definire un fattore di ponderazione che sia omogeneo per tutti gli emittenti. Per tale scopo si sono presi in considerazione un fattore dimensionale, quale la capitalizzazione di mercato al 31 dicembre 2011, ed un fattore con una significatività maggiormente qualitativa, quali i salari medi corrisposti ai dipendenti del Gruppo (inclusi i dirigenti stessi).

Dall'analisi dei salari, risalta immediatamente come questi abbiano seguito dinamiche differenti rispetto alle remunerazioni dei top manager, essendo rimasti mediamente stabili nell'ultimo esercizio: -0,44% (da €46.295 nel 2010 agli attuali €46.093) a fronte del +15,4% delle remunerazioni medie dei CEO. Nel corso del 2011, i top manager delle 38 società analizzate hanno ricevuto compensi mediamente superiori di 89 volte ai salari medi pagati ai dipendenti, tale media era pari a 76 nel 2010. Anche in questo caso le differenze sono notevoli tra le varie realtà, sia con riferimento alle retribuzioni del management che ai salari medi:

Retribuzioni complessive CEO vs Salari medi 2011

■ Retribuzione del CEO su Salari medi ■ Salari medi 2011 in migliaia di Euro



Come si può però notare dal grafico che precede, l'elevata media che porta le retribuzioni medie dei CEO a 89 volte i salari medi è fondamentalmente dovuta all'enorme incentivo corrisposto all'AD di Pirelli Tronchetti Provera. Per eliminare gli effetti dei valori estremi si può analizzare la

mediana, che nel 2011 è stata pari a 48 volte i salari medi contro 49 nel 2010, evidenziando una sostanziale stabilità.

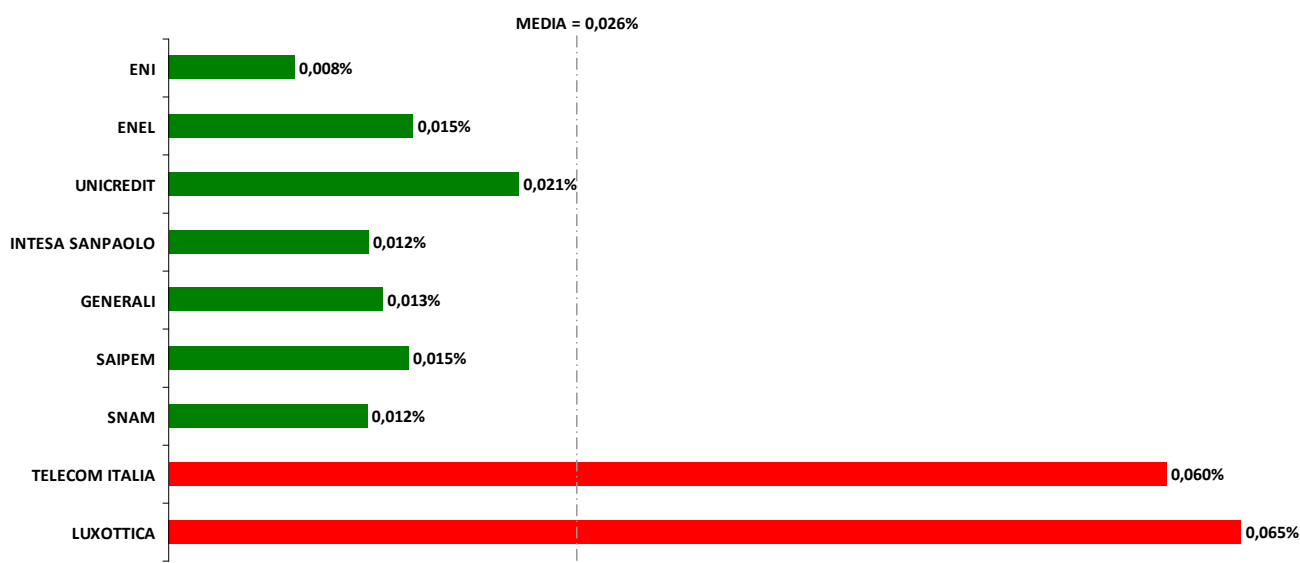
Se escludiamo la componente variabile dalle remunerazioni dei CEO, rendendo così più omogenei i dati, i soli emolumenti fissi risultano mediamente di 35 volte superiori agli stipendi medi, passando da un minimo di 10 volte in Ansaldo, Buzzi Unicem e Diasorin a picchi di 147 volte in Pirelli (per cui risulterebbe eccessivo non solo il variabile), 103 volte in Luxottica e 76 volte in Fiat.

Per completezza dell'analisi, si segnala come il numero di dipendenti complessivo all'interno delle 38 società analizzate sia aumentato di circa il 5%, a 1,32 milioni dagli 1,25 milioni al 31 dicembre 2010. La spinta maggiore all'incremento è da ritrovarsi soprattutto nelle acquisizioni di aziende, spesso estere, effettuate dalle società italiane a maggior capitalizzazione: in particolare i dipendenti Fiat sono aumentati di circa 62.000 unità (46%) anche grazie all'integrazione del Gruppo Chrysler, mentre Prysmian ha quasi raddoppiato l'organico (da 12.400 a 21.500) anche grazie al consolidamento dell'olandese Draka.

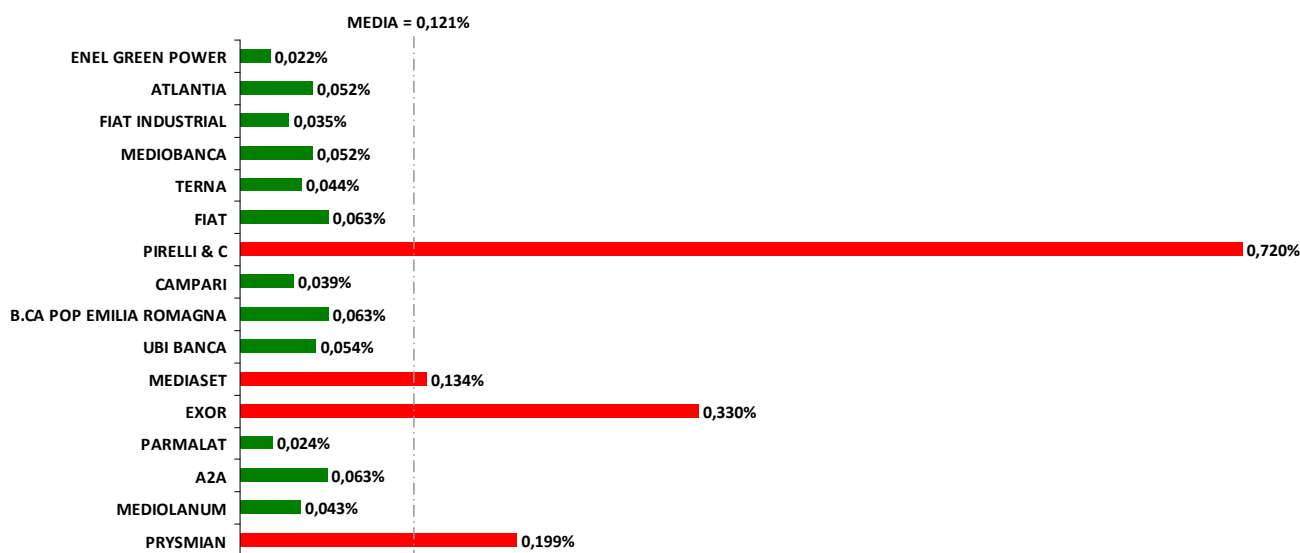
Nei grafici che seguono si cerca di definire un ulteriore parametro di confronto che possa rappresentare un elemento di valutazione omogenea dei compensi: la capitalizzazione di mercato alla chiusura dell'esercizio. Mediamente, le retribuzioni totali dei CEO hanno rappresentato lo 0,103% della capitalizzazione di Borsa. Ovviamente, anche questo dato risente delle forti differenze tra le varie componenti del listino: per ottenere una retribuzione nella media secondo il parametro della capitalizzazione, il CEO di Eni dovrebbe guadagnare oltre 113 milioni di Euro, decisamente eccessivo.

Per poter valutare con maggior precisione, le 38 società sono state quindi divise in tre gruppi: con capitalizzazione superiore a 10 miliardi di Euro (9 emittenti), con capitalizzazione compresa tra 2 e 10 miliardi (16 emittenti) e con capitalizzazione inferiore a 2 miliardi di Euro (13 emittenti).

Peso delle remunerazioni del CEO sulla capitalizzazione al 31 dicembre 2011 Market Cap > 10 mld

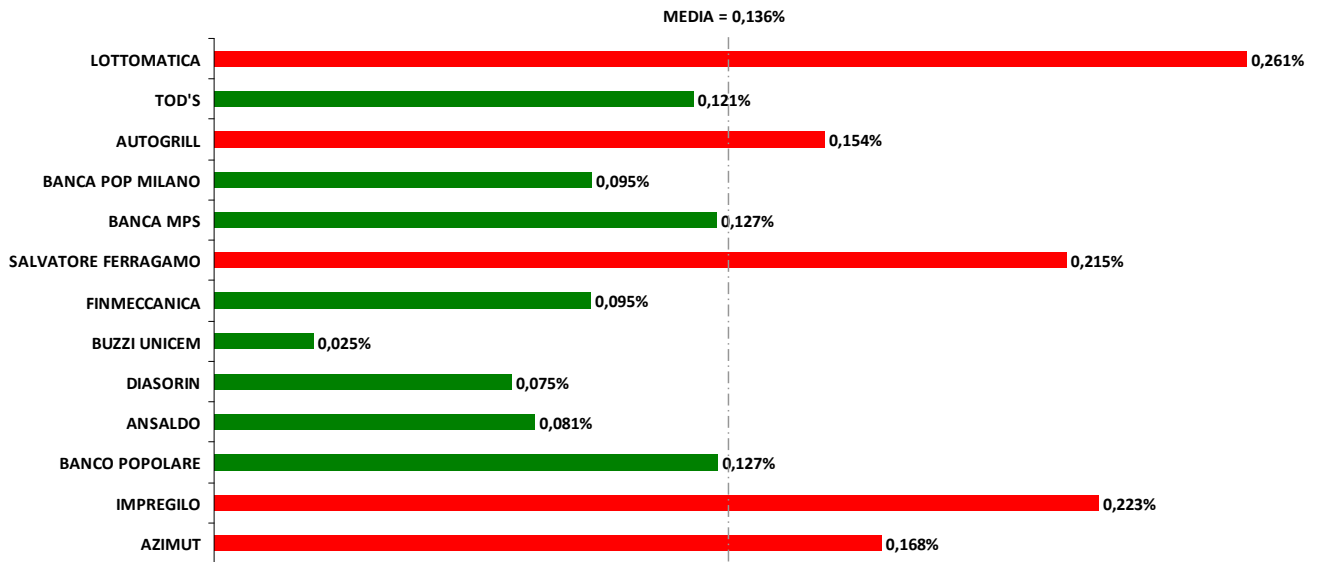


Peso delle remunerazioni del CEO sulla capitalizzazione al 31 dicembre 2011 2 mld < Market Cap < 10 mld



La presenza di Pirelli in questo secondo gruppo di emittenti fa aumentare oltre misura la media, ma anche in questo caso si può notare come le remunerazioni in Exor, Mediaset e Prysmian risultino eccessive rispetto ai propri *peers* italiani in termini di capitalizzazione.

**Peso delle remunerazioni del CEO sulla capitalizzazione al 31 dicembre 2011
Market Cap < 2 mld**



Ponderando ciascun peso con la media dei tre differenti gruppi si ottiene una speciale graduatoria secondo cui le cinque società con le remunerazioni relativamente più “sproporzionate” rispetto alla rispettiva capitalizzazione sono, nell’ordine: Pirelli, Exor, Luxottica, Telecom Italia e Lottomatica. Occorre però sempre tenere in considerazione che sia Pirelli che Lottomatica hanno quanto meno prodotto valore per gli azionisti (il TSR è stato rispettivamente pari a 10,25% e 25,18%), contrariamente alle altre tre società.

Le remunerazioni dei Presidenti

La figura del Presidente del Consiglio di Amministrazione può assumere un ruolo differente, che si ripercuote sulla relativa struttura retributiva, a seconda che sia:

- Non esecutivo: ovvero ricopra un ruolo esclusivamente di garanzia del corretto svolgimento dei lavori consiliari e di coordinamento tra Amministratori esecutivi e non esecutivi, o
- Presidente esecutivo, ovvero titolare di deleghe gestionali;
 - tra i Presidenti esecutivi occorre poi isolare quei casi in cui lo stesso soggetto ricopre anche la figura di CEO, ovvero è titolare delle più ampie deleghe gestionali.

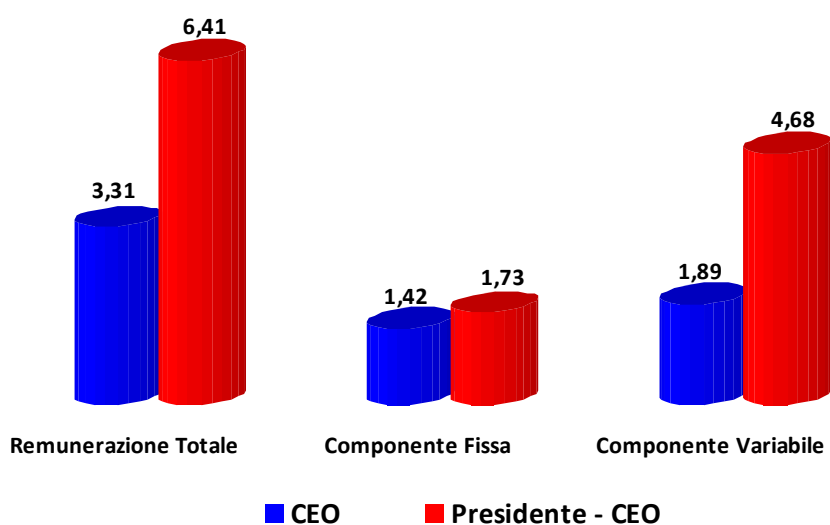
In seguito a tale categorizzazione, nel prosieguo dell'analisi le società del FTSE-MIB saranno suddivise in tre gruppi distinti, a seconda del livello di deleghe di cui sia titolare il Presidente:

- **Presidente-CEO**, 6 emittenti: Azimut, Exor, Fiat Industrial, Finmeccanica, Pirelli e Tod's;
- **Presidente Esecutivo** (ma non titolare delle più ampie deleghe), 13 emittenti: Ansaldo, Atlantia, Buzzi Unicem, Campari, Enel, Fiat, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mediobanca, Saipem, Salvatore Ferragamo e Terna;
- **Presidente Non Esecutivo**, 19 emittenti: A2A, Autogrill, Banco Popolare, Banca MPS, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Diasorin, Enel Green Power, Eni, Generali, Impregilo, Intesa Sanpaolo, Mediolanum, Parmalat, Prysmian, Snam, Telecom Italia (fino al 2011), UBI Banca ed UniCredit.

Il Presidente-CEO

Le remunerazioni dei Presidenti-CEO, già oggetto dell'analisi svolta nel precedente capitolo, andrebbero confrontate con i propri più diretti *peers*:

**Compensi medi Presidenti titolari delle più ampie deleghe vs. compensi CEO
(milioni di Euro)**



I dati sono fortemente influenzati dalla presenza tra i Presidenti-CEO di Marco Tronchetti Provera, i cui incentivi in Pirelli superano i 18,6 milioni di Euro nel 2011.

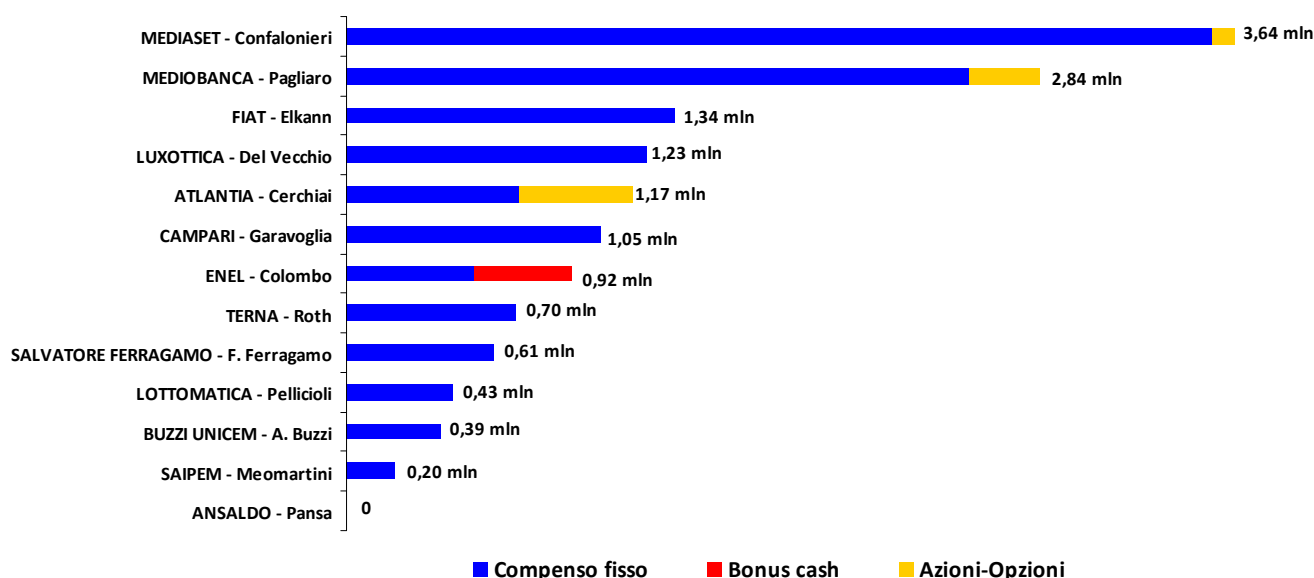
La componente fissa sembrerebbe superiore in considerazione della doppia carica, ma anche in questo caso il dato è alterato dal Presidente-CEO di Pirelli, che ha ricevuto compensi non legati alle performance per 3,6 milioni di Euro nel 2011, più che raddoppiando i compensi medi degli altri 5 colleghi, che si fermano a 1,35 milioni, inferiori quindi agli emolumenti dei "semplici" CEO. La ragione di un compenso inferiore, nonostante la doppia carica, ha forse due motivazioni principali: spesso il Presidente-CEO è anche l'azionista di maggioranza o il fondatore (Exor e Tod's) o risulta CEO in altre società del Gruppo come Marchionne in Fiat.

Diverso è il caso di Finmeccanica, il cui ex-Presidente ed Amministratore Delegato, Pierfrancesco Guarguaglini, ha potuto contare anche sul *golden parachute* rappresentato da una doppia indennità di fine rapporto: €3.891.000 come CEO e €5.590.000 come Presidente, per un totale di

quasi 9,5 milioni di Euro, pari a oltre 6 volte i compensi fissi (con buona pace delle raccomandazioni CE del 2009). Come già riportato nella nota metodologica al presente studio, le indennità di fine rapporto non sono però incluse nel calcolo delle remunerazioni complessive, per conservare una certa omogeneità nel confronto.

Il Presidente Esecutivo

**Struttura delle remunerazioni dei Presidenti Esecutivi (non CEO)
(milioni di Euro)**



La media dei compensi per i Presidenti Esecutivi, ma non titolari delle più ampie deleghe operative, ha raggiunto 1,12 milioni di Euro nel 2011. Anche in questo caso le differenze sono notevoli, trovando un massimo nei €3,6 milioni del Presidente di Mediaset Fedele Confalonieri ed un minimo pari a zero in Ansaldo. In effetti, il Presidente di Ansaldo Alessandro Pansa, che è anche CFO e Direttore Generale dell'azionista di controllo Finmeccanica, ha deciso di rinunciare all'emolumento di €71.096 assegnatogli dall'Assemblea. Per completezza dell'analisi, si segnala che Alessandro Pansa ha ricevuto un compenso pari a 4,1 milioni di Euro da Finmeccanica, di cui €3,03 milioni di fisso e circa €1,1 milioni di incentivi.

La presenza di diversi azionisti di maggioranza o fondatori tra i Presidenti Esecutivi (Elkann in Fiat, Del Vecchio in Luxottica, Garavoglia in Campari, Ferragamo e Buzzi nelle rispettive società) influenza evidentemente le retribuzioni medie anche di tale figura amministrativa, che, come si può notare dal grafico che precede, prevedono un peso degli incentivi decisamente ridotto.

Il Presidente Non Esecutivo

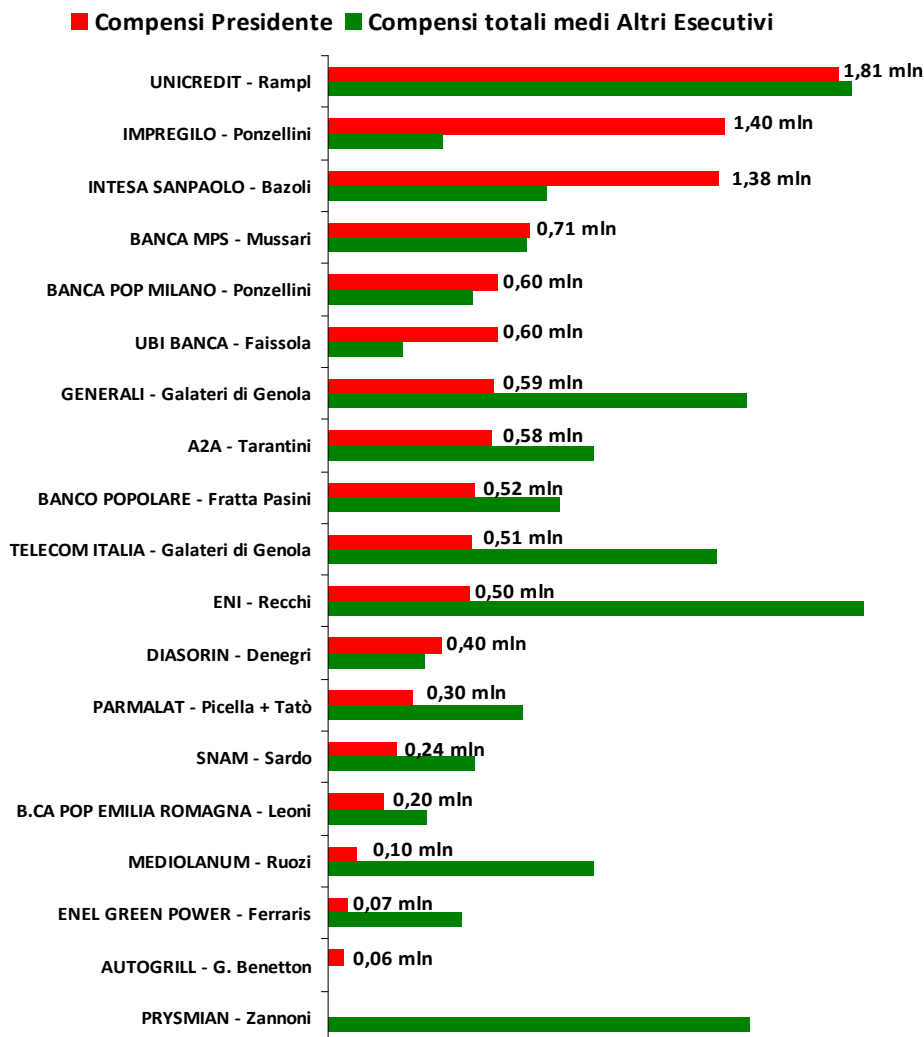
Per la natura propria della carica, la retribuzione del Presidente non esecutivo non è (o non dovrebbe essere) legata in alcun modo ai risultati della gestione operativa ed in ciò si differenzia dalla retribuzione degli Amministratori Esecutivi e degli altri Dirigenti. Il principale compito del Presidente è di garantire il corretto svolgimento dei lavori consiliari, fungendo anche come punto di raccordo e coordinamento degli esecutivi ed i non esecutivi. In virtù di tale delicato compito, la carica è spesso ricoperta da Amministratori indipendenti sia dalla società che dai suoi azionisti di maggioranza. Proprio in considerazione di ciò, si è voluto comparare gli emolumenti dei singoli Presidenti non esecutivi con la media delle retribuzioni (fisso più variabile) corrisposte agli altri Esecutivi, ovvero ai titolari di deleghe gestionali non definiti come CEO. Un tale confronto potrebbe consentire un valido strumento per valutare l'ammontare corrisposto ai Presidenti e, in alcuni casi, anche la loro reale indipendenza dall'emittente stesso.

In media, nel 2011 i 19 Presidenti non esecutivi nel FTSE-MIB¹ hanno ricevuto compensi (esclusivamente fissi) pari a €556.031.

Come si nota dal grafico che segue, dal confronto con gli "Altri Esecutivi" risulterebbero relativamente eccessivi gli emolumenti dei Presidenti di Impregilo, Intesa Sanpaolo, Banca MPS, Banca Popolare di Milano, UBI Banca e Diasorin. I compensi più elevati per i Presidenti non esecutivi sono poi attribuiti all'interno degli istituti bancari, forse perché in tali realtà la funzione di Presidente "di garanzia" è vista come particolarmente delicata. Seppure risulti come il più elevato, il compenso dell'ex-Presidente di UniCredit Dieter Rampl è, seppur di poco, inferiore a quanto mediamente corrisposto ai Dirigenti strategici della medesima banca.

¹ A differenza di altri casi in cui sia cambiato il titolare della carica, in Parmalat sono stati considerati gli emolumenti sia dell'ex-Presidente Raffaele Picella che del neo-eletto Francesco Tatò, in quanto entrambi hanno ricoperto la carica per 6 mesi ed i compensi sono stati identici nei due casi.

Emolumenti Presidenti non esecutivi vs. remunerazioni Altri Esecutivi



Oltre ai compensi relativamente eccessivi, occorre segnalare anche il caso di Prysmian, il cui Presidente Paolo Zannoni non percepisce alcun compenso per la carica in quanto partner dell'ex-azionista di maggioranza Goldman Sachs. Tale politica non trova un consenso nei principi di Frontis Governance, in quanto un compenso deve essere sempre percepito per la carica ricoperta e possibilmente proporzionale alle responsabilità e l'impegno richiesto. Nel caso in cui un compenso non è attribuito, o questo è solo simbolico, può nascere la preoccupazione che sia l'impegno che le responsabilità del titolare si concentrino nella realtà da cui si percepisce il compenso (Goldman Sachs, in questo caso) a danno eventuale dell'indipendenza e della tutela degli interessi di tutti gli azionisti. Diversi sono i casi di Autogrill ed Enel Green Power (dove pure l'emolumento potrebbe essere valutato come simbolico), in quanto i rispettivi Presidenti sono comunque retribuiti in maniera adeguata dallo stesso Gruppo di riferimento.

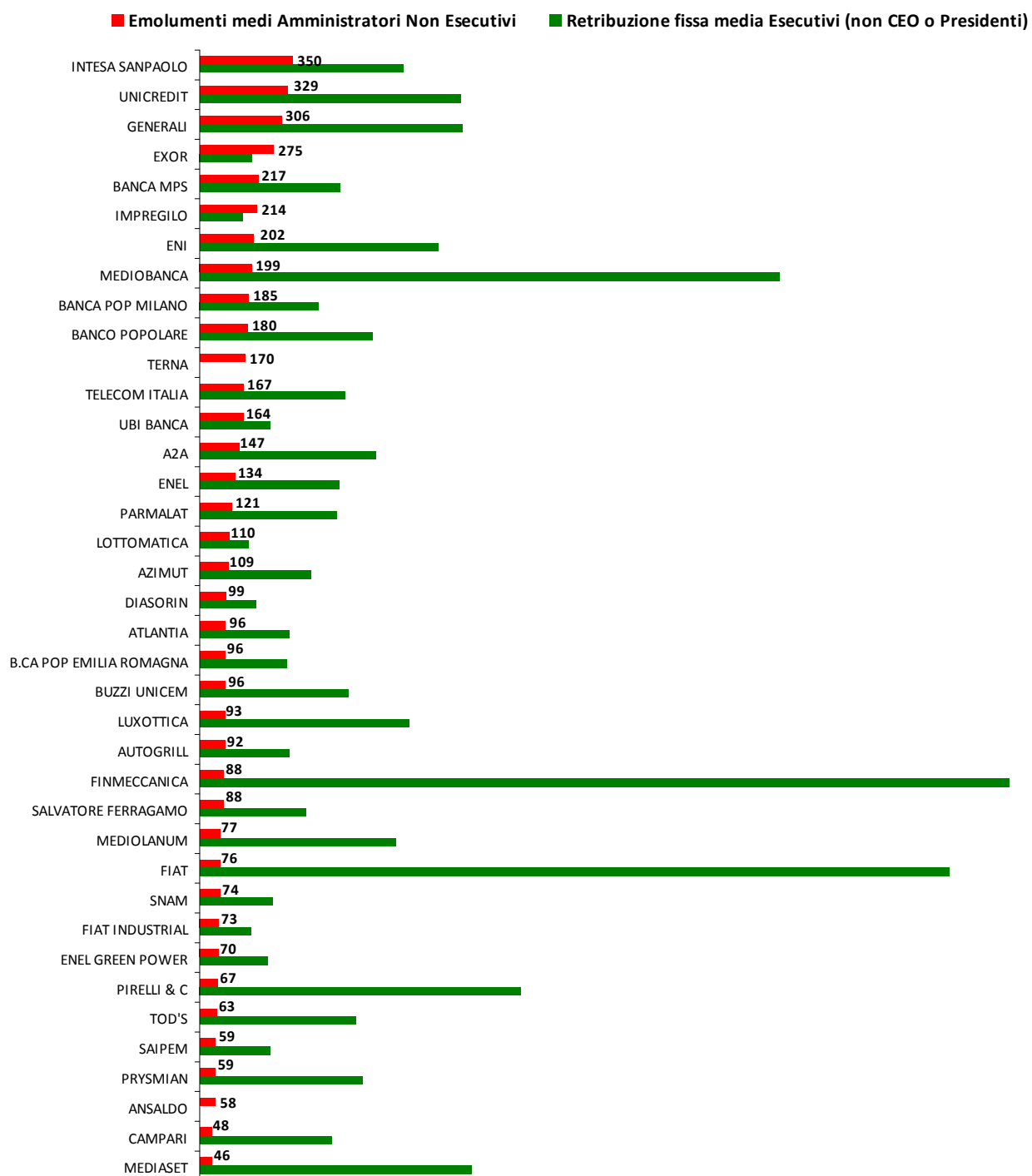
Le remunerazioni degli Amministratori non esecutivi

A completamento dell'analisi si riportano i dati relativi ai componenti non esecutivi dei Consigli di Amministrazione e dei membri dei Consigli di Sorveglianza (per le società che adottano il sistema duale), con l'esclusione dei Presidenti dei consigli stessi.

Mediamente sono presenti 11 Amministratori non esecutivi all'interno dei CdA delle società del FTSE-MIB. Il più alto numero si riscontra in UBI Banca con 23 (sistema duale) ed in Pirelli con 22 (sistema tradizionale), mentre sono definiti come non esecutivi solo 4 componenti del Consiglio di Amministrazione di Azimut.

In media, nel 2011 i 421 Amministratori non esecutivi presi in esame hanno ricevuto €165.473 ciascuno. Come per i Presidenti privi di deleghe gestionali, i compensi dei non esecutivi non sono in alcun modo legati alle performance della società, per cui sono tutti da considerarsi fissi. Anche in questo caso, quindi, si è ritenuto opportuno un confronto con i compensi medi degli Amministratori esecutivi e degli altri Dirigenti con responsabilità strategiche (non CEO e non Presidenti), dove i dati erano disponibili. A differenza dei Presidenti, nel caso degli Amministratori non esecutivi si sono presi in considerazione i soli compensi fissi, in quanto, di norma, l'emolumento dei non esecutivi non dovrebbe superare il salario base di chi detiene responsabilità gestionali.

Emolumenti Amministratori non esecutivi vs. remunerazioni Altri Esecutivi (migliaia di Euro)



I casi di Exor ed Impregilo sono particolarmente significativi di un'eccessiva retribuzione degli Amministratori non esecutivi. Anche in Intesa Sanpaolo però, nonostante la media sia inferiore, alcuni Consiglieri di Sorveglianza, definiti come indipendenti, hanno ricevuto emolumenti superiori al salario medio dei Dirigenti.

Le valutazioni assembleari di Frontis Governance ed ECGS

Nel corso della stagione assembleare 2011, Frontis Governance ha emesso una raccomandazione negativa sull'83% delle politiche di remunerazione analizzate e sul 56% dei piani di incentivazione. La differenza tra i due dati indica come il livello di *disclosure* e la struttura dei piani di incentivazione siano risultati soddisfacenti in quasi la metà dei casi analizzati, mentre i principali fattori negativi hanno riguardato strutture retributive fortemente focalizzate sugli obiettivi di breve periodo, sistemi di incentivazione non adeguati o indennità eccessive in caso di risoluzione anticipata, che assumono spesso le caratteristiche di veri e propri paracadute per gli Amministratori Esecutivi.

Nel formulare le analisi si è comunque tenuto conto del fattore di novità per molti emittenti italiani e dell'ammontare complessivo dei sistemi di incentivazione applicati, per cui in alcuni casi sono stati valutati positivamente piani anche non adeguati nella struttura, ma di importi così ridotti da non rappresentare un rischio per gli interessi degli azionisti di lungo periodo.

Nello stesso periodo, le analisi del network ECGS sono state negative per oltre l'88% degli emittenti europei. Le motivazioni alla base delle "bocciature" europee sono le medesime viste per l'Italia, ma applicate in maniera più rigida, in considerazione anche della natura spesso non vincolante del voto, a differenza di quanto previsto dalla nuova normativa italiana per il settore finanziario.

Frontis Governance nasce nel settembre 2010 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).

Sergio Carbonara

s.carbonara@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 2012 Frontis Governance di Sergio Carbonara. Tutti i diritti riservati.