

Pay on Performance 2014

*Terzo Studio sulle Remunerazioni nelle Società Quotate Italiane
L'allineamento di interessi nel lungo periodo – esercizi 2011-2013*

ABSTRACT



SERGIO CARBONARA

Scopo e metodologia

Giunto alla terza edizione, lo studio mira ad individuare i fattori principali che determinano l'attribuzione e l'ammontare delle remunerazioni dei principali esponenti aziendali, e verificarne l'eventuale allineamento con gli obiettivi di lungo periodo della società stessa e dei suoi azionisti.

Lo studio delle remunerazioni 2013 assume una rilevanza particolare, in quanto per la prima volta è possibile analizzare un intero ciclo di incentivazione, che generalmente abbraccia almeno tre esercizi (le prime Relazioni sulle Remunerazioni sono state pubblicate nel 2012, con l'introduzione del *say-on-pay*, e riportavano il dettaglio dei compensi attribuiti nel 2011). Pur partendo dall'analisi delle politiche di remunerazione stabilite nel 2014, e dai compensi corrisposti nel 2013, lo studio è quindi fortemente focalizzato sul medio-lungo periodo, con lo scopo di verificare il grado di correlazione tra quanto corrisposto nell'intero triennio 2011-2013 ed i risultati conseguiti nei *performance period* di riferimento: l'esercizio precedente per i bonus annuali (e quindi i risultati conseguiti nel 2010, nel 2011 e nel 2012) ed il triennio precedente per gli incentivi di lungo periodo (e quindi il periodo 2007-2010 per gli incentivi maturati nel 2011, dal 2008 al 2011 per gli incentivi 2012 e dal 2009 al 2012 per quelli maturati nel 2013).

Dato che lo scopo principale è quello di analizzare i criteri in base ai quali sono assegnati i compensi, nello studio prende in considerazione esclusivamente i compensi maturati (*vested*) in ciascun esercizio, sulla base dei risultati conseguiti nel *performance period* di riferimento, anche qualora il guadagno economico sia puramente potenziale. Le remunerazioni includono quindi tutti i compensi monetari corrisposti nell'esercizio, le azioni gratuite assegnate, anche se soggette ad eventuali periodi di indisponibilità (*lock-up period*), e le stock options attribuite nel corso dell'esercizio, anche se ancora non esercitabili. In particolare, le azioni gratuite sono state incluse al loro valore di mercato e le stock options al *fair value* (laddove non indicato dalla società il *fair value* è stato calcolato tramite la formula di Black e Scholes), alla data di maturazione del diritto (*vesting*).

Il campione include 100 società quotate italiane, per una capitalizzazione complessiva di € 423,9 miliardi a fine 2013 (il 97% della capitalizzazione dell'intero listino), tra cui 37 componenti l'indice FTSE MIB (sono escluse CNH Industrial, STMicroelectronics e Tenaris, in quanto di diritto

estero), 60 componenti il FTSE Italia Mid Cap al 31 dicembre 2013 e tre società minori, che erano presenti nelle precedenti edizioni dello studio.

Tutte le componenti delle remunerazioni attribuite ai CEO nel triennio 2011-2013 sono state suddivise per natura (monetario, azioni e stock options) e competenza (componenti fisse e variabili di breve e di lungo periodo), in modo da confrontare ciascuna con i più coerenti parametri aziendali. In particolare:

- **Il compenso fisso** è stato confrontato con criteri dimensionali (capitalizzazione, fatturato consolidato ed organico medio), i salari medi corrisposti ai dipendenti e la concentrazione azionaria;
- **I compensi variabili** sono stati confrontati con parametri di performance specifici per il settore di appartenenza (EBITDA per le società non finanziarie, Tier 1 per le banche e Margine di Solvibilità per le assicurazioni) ed indicatori comuni a tutti gli emittenti (risultato operativo, o EBIT, e valore complessivamente creato per gli azionisti, o *Total Shareholder Return*), sia nel breve periodo (un anno) che nel medio-lungo (3 e 5 anni).

Oltre alle remunerazioni dei CEO, sono stati analizzati con lo stesso livello di dettaglio anche i compensi degli altri componenti il Consiglio di Amministrazione (o di Sorveglianza, per le società che adottano il sistema di governance duale), differenziando tra Presidenti e Consiglieri, esecutivi e non esecutivi.

Politiche sulle remunerazioni 2014

Trasparenza: tutte le Relazioni riportano chiaramente la struttura generale delle remunerazioni, indicando se è previsto un compenso variabile e la natura dello stesso, ma per 32 società su 100 non è possibile stimare il *pay-mix*, ovvero l'ammontare massimo raggiungibile dalle componenti variabili alla data di maturazione del diritto.

Meno della metà (47%) degli emittenti analizzati riporta tutti i **criteri di performance** cui sono legati i bonus annuali, percentuale che però aumenta notevolmente (70%) con riferimento ai piani di incentivazione pluriennali. La scarsa trasparenza sui criteri di breve periodo riguarda allo stesso modo le società incluse nel FTSE MIB e quelle di medio-piccola capitalizzazione.

Clausole di correzione degli incentivi: nonostante siano state chiaramente raccomandate dal Codice di Autodisciplina, con l'aggiornamento di luglio 2014, solo il 29% degli emittenti analizzati hanno previsto delle clausole volte a recuperare (*claw-back*) o a ridurre (*malus*), in tutto o in parte, gli incentivi maturati. Tali clausole dovrebbero attivarsi, successivamente alla maturazione dell'incentivo, in caso di comportamenti scorretti del beneficiario, errori di calcolo o peggioramento delle performance.

Discrezionalità: sono ancora molte (43%) le politiche che consentono l'attribuzione di bonus discrezionali, ovvero non chiaramente collegati a parametri di performance prestabiliti, inclusi i *welcome bonus* e le componenti di *retention*.

Indennità di fine rapporto: nel 2014 si conferma la tendenza, già riscontrata nell'esercizio passato, verso un allineamento con le *best practices* del mercato: quasi un terzo (32%) delle politiche di remunerazione limitano le indennità a non più di 2 annualità di compenso totale (fisso più bonus medio maturato negli ultimi 3 esercizi), che rappresenta ancora la *best practice* per il mercato italiano. Salvo poche eccezioni (tra cui € 5.755.000 riconosciuti all'ex-Presidente di Telecom Italia e € 4.000.000 all'ex-CEO di Datalogic) nel 2013 non si riscontrano deviazioni significative dalla raccomandazione della Commissione Europea di limitare i *severance payments* al massimo a due annualità di compenso fisso.

Le remunerazioni dei CEO

Compenso totale: dopo essere leggermente aumentato nel 2012 (+5,8%), il compenso medio dei massimi dirigenti italiani è calato sensibilmente nel 2013 (-13,1%) raggiungendo la cifra di € 1.746.747. La componente fissa rappresenta la quota maggioritaria dei compensi (56%), mentre il variabile si conferma maggiormente orientato al breve periodo (i bonus annuali pesano per il 23% del totale, contro il 19% degli incentivi di lungo periodo) ed i benefici non monetari si fermano al 2%.

Il *pay-mix* cambia profondamente in base alla capitalizzazione ed all'indice di riferimento. Le società incluse nel FTSE MIB tendono generalmente ad allinearsi alle *best practices* e le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, con almeno della metà dei compensi totali del triennio 2011-2013 rappresentati dal variabile (56%), ed in larga parte orientati al lungo periodo (36% del totale contro il 20% dei bonus annuali). Nelle società medio-piccole, invece, la componente non legata ai risultati ha rappresentato il 67% dei compensi totali nel triennio in esame, contro una quota quasi marginale degli incentivi di lungo periodo (11%).

Compenso fisso: nonostante continui a rappresentare la principale componente retributiva, il compenso fisso medio è calato del 5,5% negli ultimi due esercizi, da € 1.039.885 nel 2011 a € 982.276 nel 2013. La definizione del compenso base sembra essere pressoché indipendente dalle dimensioni dell'emittente, anche se è possibile individuare un certo grado di correlazione diretta con l'organico medio nelle società più grandi. Tale correlazione si perde però a circa metà del campione (società con meno di 6.000 dipendenti), dove i compensi tornano nuovamente ad aumentare nonostante le ridotte dimensioni. Il compenso fisso del CEO sembra invece fortemente dipendente dalla struttura azionaria, riducendosi in media del 29% nelle società in cui il principale azionista detiene oltre il 50% delle azioni ordinarie.

Bonus annuale: il premio annuale risulta essere l'unica componente della remunerazione dei CEO ad essere aumentata nel 2013, raggiungendo in media € 406.829 (+18,5% rispetto al 2012 e +9,4% sul 2011). Non è possibile riscontrare alcuna correlazione diretta tra i bonus e le performance nel triennio in esame: in 10 società il bonus ha seguito l'andamento dell'EBIT tra il 2011 ed il 2013, in appena 3 si è verificato un certo allineamento tra il premio assegnato ed i principali parametri di performance indicati nelle politiche (Gtech, Interpump e Saipem), mentre nella sola Astaldi è stato

possibile verificare una correlazione diretta con il valore creato per gli azionisti (il bonus aumenta all'aumentare del TSR).

L'assenza di correlazione tra premi annuali e principali indicatori di performance sembra essere in larga parte dovuta ad un'ancora significativa componente discrezionale, che porta in diversi casi a considerare il bonus come mera integrazione del compenso fisso.

Incentivo di medio-lungo periodo: prendendo in considerazione gli incentivi complessivamente maturati nel triennio 2011-2013, si conferma la quasi totale assenza di correlazione con i risultati conseguiti nel lungo periodo (2007-2012). La situazione migliora però concentrando l'analisi sugli incentivi maturati nel 2013, per i quali si riscontra un sensibile incremento della correlazione diretta con i criteri di performance aziendali (EBITDA, EBIT e Tier 1). Ancora non si può parlare di un chiaro allineamento degli incentivi con i risultati, ma il generale miglioramento può essere ricondotto al circolo virtuoso generato dall'introduzione del *say-on-pay*, che ha portato ad un più serrato confronto tra emittenti ed investitori istituzionali.

Di contro, la correlazione con il TSR risulta prossima allo zero indipendentemente dal periodo di riferimento, evidenziando ancora un sostanziale disallineamento tra premi corrisposti ai principali responsabili della gestione e rendimento per gli azionisti. Prendendo come riferimento le società in cui è prevista tale forma di variabile, tra il 2011 ed il 2013 i CEO hanno ricevuto premi pluriennali pari al 43,2% dei rispettivi compensi fissi, contro una perdita media del 16,9% del valore dell'investimento nelle stesse società tra il 2007 ed il 2012 (*performance period* di riferimento per la maturazione degli incentivi).

Come per i bonus, anche per quanto riguarda gli incentivi il disallineamento è in larga parte generato da componenti non legate alle performance, come piani di attribuzione di azioni gratuite legati alla sola continuità del rapporto di lavoro. Inoltre, il grado di correlazione aumenta prendendo in considerazione le performance medie annuali, rispetto a quanto conseguito nell'intero *vesting period*, a segnalare che anche i piani di incentivazione tendono a premiare maggiormente i risultati di breve periodo, piuttosto che la creazione di valore sostenibile nel lungo termine.

L'impatto delle politiche di remunerazione sulle performance

Grazie alla disponibilità dei dati relativi ad un intero periodo di incentivazione, per la prima volta si è cercato di verificare se le politiche di remunerazione adottate possano avere un impatto diretto sulle performance aziendali. Le società del campione sono state quindi differenziate in tre gruppi, sulla base della struttura retributiva adottata: (a) società che prevedono compensi variabili sia nel breve che nel lungo periodo, (b) società che prevedono il solo bonus annuale e non anche piani di incentivazione pluriennali, e (c) società che non prevedono alcuna componente legata alle performance.

L'analisi del lungo periodo (compensi 2011-2013 contro performance 2007-2012) ha evidenziato che la struttura della remunerazione non influenza solo l'ammontare stesso dei compensi, che risultano quasi il triplo nelle società che prevedono un variabile sia di breve che di lungo periodo (€ 6.732.470 nei tre anni, contro € 2.715.095 delle altre), ma anche la qualità e la sostenibilità dei risultati:

- Le società che prevedono piani di incentivazione sia annuali che di lungo periodo mostrano anche le performance migliori e meno volatili in termini di **EBIT**, mentre le società che premiano i CEO solo nel breve termine mostrano performance medie negative ed una volatilità notevolmente più elevata rispetto al resto del listino.
- Risultato simile si ottiene analizzando il **TSR**: le società che non attribuiscono alcun compenso variabile hanno infatti mediamente distrutto valore tra la fine del 2007 e la fine del 2012, evidenziando anche una volatilità dei rendimenti annuali mediamente più elevata rispetto alle società che prevedono una qualche forma di incentivazione per il CEO.

Chi è Frontis Governance

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

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

Frontis Governance

info@frontisgovernance.com

www.frontisgovernance.com

Disclaimer

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

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