

PAY ON PERFORMANCE?

STUDIO SULLE REMUNERAZIONI 2012 NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE

ABSTRACT



SERGIO CARBONARA



Frontis Governance
independent, local, expert

Scopo e metodologia

Lo studio sulle remunerazioni 2012 parte dalla constatazione che la gestione delle grandi società quotate non ha un impatto solo su chi ha un interesse diretto ed immediato nella realizzazione del profitto, ma può incidere sostanzialmente anche sul benessere economico e sociale delle comunità con cui interagiscono. In questo contesto, le remunerazioni dei massimi organi societari, responsabili della gestione o del controllo, assumono una rilevanza fondamentale, di interesse generale, in quanto determinanti per stabilirne le priorità e stimolarne comportamenti più o meno aderenti all'obiettivo guida di qualsiasi sistema di governo corporativo: la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

Nel corso dello studio sono analizzati, nel massimo dettaglio possibile, i compensi riconosciuti sia ai principali responsabili della gestione (definiti per semplicità come CEO – *Chief Executive Officer*) che ai componenti del Consiglio di Amministrazione e, nelle realtà che adottano il sistema di governance duale, ai componenti del Consiglio di Sorveglianza. L'obiettivo, come già dichiarato nel titolo, non si limita a valutare l'ammontare dei singoli compensi, ma a definirne l'aderenza agli obiettivi societari: le politiche sulle remunerazioni delle società quotate italiane sono realmente costruite per premiare le performance?

Per poter procedere ad un confronto effettivo tra le performance e le remunerazioni, l'analisi include esclusivamente i compensi maturati (*vested*) nell'esercizio, ovvero:

- tutti i corrispettivi monetari riconosciuti nel corso dell'esercizio: emolumenti, bonus annuali, incentivi monetari di lungo periodo, benefits ed altri compensi monetari;
- le azioni gratuite effettivamente assegnate nell'esercizio, riportate al valore di mercato alla data dell'assegnazione, anche se soggette ad eventuali periodi di indisponibilità non legati ad ulteriori parametri di performance;
- le stock options esercitate, valutate come differenza tra il valore dell'azione al momento della conversione ed il prezzo di esercizio dell'opzione. Non sono incluse le stock options assegnate nel corso dell'esercizio ma non esercitate, in quanto il relativo valore è solo potenziale e dipendente dalle performance future.

Inoltre, per garantire la massima omogeneità nel confronto tra le diverse politiche, si è preferito escludere le indennità di fine rapporto (*severance*) eventualmente corrisposte nel 2012.

Nonostante assumano un'importanza fondamentale, in quanto possono costituire un vero e proprio rischio di disincentivazione per il management, i *severance* rappresentano un elemento di natura assolutamente straordinaria, non direttamente collegato ad alcun parametro di performance, e la cui definizione si rivela spesso dipendente da fattori esogeni, quali i contratti nazionali di lavoro od accordi, più o meno trasparenti, tra le parti in causa. Come già sottolineato, lo studio intende valutare le politiche sulle remunerazioni come strumento di gestione e di stimolo per la creazione del valore, e per tale motivo le indennità sono escluse dal calcolo complessivo, ma riportate separatamente nel primo capitolo.

Contenuto dello studio

Tutte le componenti delle remunerazioni, corrisposte nel 2012 dalle 98 principali società quotate italiane (sono escluse STMicroelectronics e Tenaris, in quanto incorporate all'estero), sono suddivise per natura (*cash*, azioni o stock options) e competenza (componenti fisse o variabili di breve e di lungo periodo), in modo da confrontare ciascuna con i più coerenti parametri aziendali: dimensioni (in termini di capitalizzazione ordinaria), performance operative (in termini di EBITDA, Tier 1, Solvibilità e Patrimonio Amministrato, a seconda del settore di attività) e di mercato (valore complessivamente creato per gli azionisti, o *Total Shareholder Return*) nel breve e lungo periodo.

Dopo aver analizzato le strutture retributive medie per settore di attività, e l'eventuale correlazione con le dimensioni e le performance, lo studio si concentra sulle 38 società italiane a maggiore capitalizzazione, appartenenti all'indice FTSE MIB ad aprile 2013. Tutte le componenti delle remunerazioni, ricevute da ciascun CEO delle principali società italiane, sono analizzate nel tempo e rapportate con i principali parametri dimensionali e di performance, tra cui: capitalizzazione, fatturato, salari medi dei dipendenti, risultati operativi e di mercato realizzati nel 2011 (anno di riferimento dei bonus annuali) o nel triennio 2009-2011 (per gli incentivi di lungo periodo).

Per poter valutare in maniera più precisa e completa l'allineamento, almeno potenziale, delle remunerazioni dei CEO con gli obiettivi aziendali, sono riportati separatamente i compensi attribuiti nel 2012, anche se non ancora maturati in quanto dipendenti da performance future. Sono poi analizzate le politiche sulle remunerazioni pubblicate dalle 38 società italiane più grandi,

valutandone le caratteristiche principali su cui gli investitori istituzionali basano maggiormente il proprio orientamento di voto assembleare: tipologia degli incentivi, trasparenza, struttura dei compensi, eventuali bonus discrezionali, meccanismi di correzione futura.

Oltre alle remunerazioni dei CEO, sono 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.

Lo studio si conclude con un dettagliato confronto tra le remunerazioni riconosciute nel FTSE MIB e quelle di un campione di società europee a larga capitalizzazione, operanti nei medesimi settori rappresentati nel principale indice di Borsa Italiana. Anche nel confronto con l'estero, sono state analizzate tutte le componenti retributive (fisso, variabile, di natura monetaria o finanziaria) ed il relativo allineamento con le dimensioni aziendali e le performance, operative e di mercato, realizzate nel breve e nel lungo periodo.

Principali risultati dell'analisi

- **Il compenso medio**, relativo ai 98 CEO delle maggiori società quotate italiane, è aumentato del 27,5% nel 2012 rispetto al 2011 (e del 25% sul 2010, ma in questo caso i dati erano inficiati da un minor livello di trasparenza). Se si considerano solo le 38 società del FTSE MIB, l'aumento annuale risulta pari al 31,3%. Attraverso un'analisi maggiormente dettagliata, è però possibile evidenziare come tale aumento sia esclusivamente dovuto agli incentivi di lungo periodo maturati (+150% rispetto al 2011), ed in particolare a 4 società, e 3 dirigenti, i cui compensi risultano decisamente superiori alle medie di mercato: Fiat e Fiat Industrial, il cui massimo dirigente Sergio Marchionne (Amministratore Delegato nella prima e Presidente esecutivo nella seconda) ha ricevuto azioni gratuite per un valore complessivo di € 40,7 milioni, Luxottica, che ha assegnato azioni gratuite per un valore di circa € 10 milioni al CEO Andrea Guerra, e la mid-cap Yoox, il cui massimo dirigente, Federico Marchetti, ha esercitato stock options per un guadagno potenziale di € 23,55 milioni.
- **Il compenso fisso** rappresenta ancora la quota maggioritaria delle remunerazioni nelle società a media capitalizzazione (51%), mentre pesa per poco più di un terzo sui compensi dei CEO

delle 38 *large cap* (35%), grazie soprattutto agli incentivi finanziari maturati nel Gruppo Fiat ed in Luxottica. Non si riscontra alcuna correlazione tra i compensi fissi e le dimensioni societarie, neanche nel confronto con realtà simili internazionali: gli emolumenti medi dei 38 CEO italiani sono secondi in Europa solo a quelli degli spagnoli. 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, nel campione di società europee, si riscontra tra le società britanniche).

- I **bonus annuali** riconosciuti nel 2012 sembrerebbero 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, straordinari o comunque non direttamente dipendenti dai risultati realizzati: bonus di benvenuto, "una tantum", o legati al mero permanere del beneficiario in carica (*retention bonus*). Tale pratica non è comunque generalizzata in tutte le realtà italiane, tra cui si riscontrano anche molti casi di contenimento degli incentivi di breve termine, il cui peso complessivo risulta inferiore a quanto riscontrato in altri mercati: 14,4% contro il 30,7% verificato in 125 realtà simili europee. Di contro, all'estero si tende maggiormente ad attribuire anche il bonus annuale sotto forma di strumenti finanziari, contribuendo ad un maggiore allineamento del compenso con gli interessi di lungo periodo degli azionisti.
- Anche per quanto riguarda gli **incentivi di lungo periodo** non è facile riscontrare 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 segnala però un certo grado di correlazione incentivi-performance in prossimità degli estremi: ai livelli più elevati di performance corrispondono generalmente gli incentivi maggiori, che tendono a non maturare nelle società che realizzano i peggiori risultati. Ciononostante, tale relazione è più evidente con riferimento ai criteri di performance operativi, mentre persiste una certa sproporzione tra incentivi e valore creato per gli azionisti. Il TSR complessivo delle 38 maggiori società italiane nel triennio 2009-2011 è risultato pari al 14,5%, mentre gli incentivi maturati per i CEO nel 2011 e nel 2012, in larga parte legati allo stesso periodo di performance, hanno rappresentato il 98,7% dei relativi compensi fissi.

- Grazie alla recente normativa, che ha sottoposto le **politiche sulle remunerazioni** alla votazione assembleare (seppure in larga parte non vincolante), la trasparenza dei compensi corrisposti dalle società italiane è aumentata notevolmente. Inoltre, grazie ad un più serrato confronto con gli azionisti, diversi emittenti hanno sostanzialmente modificato alcuni aspetti delle politiche, eliminando o definendo meglio le eventuali indennità di fine mandato e/o le componenti discrezionali del variabile. Certo i margini di miglioramento sono ancora tantissimi, 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 dagli interessi degli azionisti. Le 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% in un solo anno di applicazione, passando dal 36,5% nel 2012 al 30,2% nel 2013.

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 report societari, siti internet e contatti diretti con i 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.