

Commissione Nazionale  
per le Società e la Borsa

Divisione Studi Giuridici

Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

Milano, 6 febbraio 2011

**Oggetto: Partecipazione alla consultazione pubblica in materia di remunerazioni, autovalutazione dell'organo amministrativo e piani di successione**

Gentili Signori,

La scelta della Consob di avviare la consultazione pubblica sui temi della remunerazione degli amministratori delle società quotate, sui piani di sostituzione degli amministratori esecutivi, e sui meccanismi di valutazione dei consigli di amministrazione, è sicuramente apprezzata e appoggiata da Deminor. Un maggiore grado di *disclosure* su queste questioni avrebbe sicuramente l'effetto di migliorare l'efficienza e la trasparenza del mercato italiano, riducendo gli *agency problems* che si vengono a creare tra gruppi di controllo e minoranze, e incentivando, attraverso la riduzione dei costi di *monitoring*, l'attivismo degli investitori. Una maggiore trasparenza sui temi in oggetto potrebbe ridurre il rischio che i gruppi di comando, laddove la proprietà azionaria è concentrata, o gli amministratori, laddove l'azionariato è più diffuso, possano estrarre importanti benefici privati derivanti dalla loro posizione, a danno degli altri soci e dello *shareholders' value*.

Fin dal 1990, Deminor ha maturato la propria esperienza nel campo della *corporate governance* e ha assistito in tutta Europa investitori istituzionali azionisti di minoranza di società quotate, al fine di tutelare i loro diritti.

**Q1) Condividete la decisione di intervenire in via transitoria con richieste e raccomandazioni in tema di trasparenza sulle aree oggetto della comunicazione?**

La decisione di intervenire in via transitoria sulle predette questioni appare sicuramente appropriata. Anche se le modifiche regolamentari verranno predisposte per il 2012, riteniamo che sia sicuramente apprezzabile un intervento immediato volto a migliorare la trasparenza e la *corporate governance* delle società italiane, anche alla luce di recenti vicende proprio in tema di indennità di fine rapporto e piani di sostituzione degli amministratori esecutivi.

Amsterdam - Brussels - Frankfurt - Luxembourg - Milan - Paris

Deminor Italia srl - Via San Maurilio, 13 20123 Milano

Tel.: +39 02 87384600 - Fax: +39 02 87384606  
email: [arturo.albano@deminor.com](mailto:arturo.albano@deminor.com)

Vogliamo però suggerire alla Consob di assicurarsi che le disposizioni che verranno introdotte con le modifiche regolamentari del 2012 siano il più possibile in linea con quelle che emergeranno a seguito della presente consultazione, in modo da dare una certa continuità alla regolamentazione in materia e trasmettendo un segnale incoraggiante al mercato e alle società.

## **Q2) Condividete la scelta delle informazioni richieste in tema di accordi che prevedono indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto?**

Condividiamo la scelta operata dalla Commissione. Deminor si è occupata spesso dell'analisi della *corporate governance* delle società quotate e dalla nostra esperienza possiamo confermare, come anche traspare dall'indagine condotta dalla stessa Consob e riportata nella consultazione, che il grado di *disclosure* sugli accordi che prevedono indennità in caso di fine rapporto non sia al momento soddisfacente. Le informazioni attualmente rese note dalla maggioranza delle società quotate, infatti, non consentono agli azionisti (di minoranza) di poter svolgere un'analisi approfondita sull'adeguatezza (rispetto alle altre società europee comparabili) degli accordi stipulati tra la società stessa e gli amministratori esecutivi con riferimento all'ipotesi di scioglimento anticipato del rapporto. Molto spesso, gli azionisti stessi apprendono l'esistenza di tali accordi (e del loro ammontare) solamente nel caso di licenziamento o dimissioni degli amministratori esecutivi, restando "sorpresi" per le cifre corrisposte dalle società stesse agli amministratori uscenti. Preme sottolineare, inoltre, come nella generalità dei casi gli azionisti non abbiano la possibilità di esprimere la propria opinione sui suddetti accordi di indennità di scioglimento anticipato del rapporto di lavoro dei manager. Tuttavia, secondo il Par. II.C.3 dei principi OECD sulla corporate governance "*shareholders should be able to make their views known on the remuneration policy for board members and key executives*". Allo stesso modo, il Par. 6.1 della Raccomandazione 2009/385/CE sottolinea come gli azionisti, ed in particolare quelli istituzionali, dovrebbero essere incoraggiati a usare nel modo opportuno i loro diritti di voto con riguardo alla remunerazione degli amministratori, tenendo presenti i principi stabiliti dalla stessa raccomandazione e dalle raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE. Proponiamo pertanto che venga richiesto alle società di illustrare, nella relazione sul governo societario, le modalità con cui le indennità previste in caso di scioglimento anticipato del rapporto vengono determinate e quali siano i soggetti coinvolti in questa decisione, nonché di sottolineare se questi accordi siano preventivamente posti al vaglio dell'assemblea dei soci.

Inoltre, il Codice di Autodisciplina delle società quotate richiede al Par. 7.C.1, lett. *f*), che l'indennità non venga corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati (la stessa disposizione è prevista dal Par. 3.5 della Raccomandazione 2009/385/CE). La Consob potrebbe richiedere a nostro avviso, nell'eventualità in cui le società abbiano corrisposto la suddetta indennità nell'anno in corso, di illustrare ed eventualmente giustificare nella relazione sul governo societario le motivazioni che hanno portato allo scioglimento del rapporto, permettendo al mercato di individuare i casi di c.d. "*reward for failure*".

A nostro avviso sarebbe anche opportuno, in linea con *le best practice* internazionali, che le società prevedano, al momento della stipula dei contratti con i manager, che l'eventuale indennità in caso di

scioglimento anticipato del rapporto sia parametrata ai risultati raggiunti negli ultimi anni di servizio dai manager stessi. Infatti, spesso accade che le clausole in questione vengano incluse nei contratti in anni in cui le società abbiano ottenuto buone performance, e di conseguenza prevedono trattamenti che risultano essere particolarmente generosi per i manager in uscita. Tuttavia, nella maggior parte dei casi il management viene sostituito per aver ottenuto risultati, seppur non “obiettivamente inadeguati”, sicuramente non soddisfacenti per gli azionisti. Da queste osservazioni prendiamo quindi spunto per formulare un’ulteriore proposta per la Consob, ed in particolare che questa inserisca, tra le richieste formulate ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF in materia di indennità, una richiesta specifica sul modo in cui l’ammontare dell’indennità sia parametrata ai risultati ottenuti e ai rischi sostenuti negli ultimi anni (ad esempio tre) dalla società. Sottolineiamo come, in attuazione della Direttiva 2010/76/CE, la Banca d’Italia abbia inserito tra le proposte messe a consultazione con riferimento alle “Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche” anche la disposizione secondo cui “*i compensi pattuiti in caso di conclusione anticipata del rapporto di lavoro devono essere collegati alla performance realizzata e ai rischi assunti*” (Par. 5.3).

Condividiamo la proposta di chiedere alle società l’indicazione del valore dell’indennità che sarebbe stata corrisposta qualora il rapporto fosse cessato alla data di chiusura dell’esercizio di riferimento. Sugeriamo però di estendere l’informativa richiesta anche con riferimento ai direttori generali (su base nominativa) e ai dirigenti con responsabilità strategiche (eventualmente in forma aggregata). Riteniamo infatti che limitare la *disclosure* da parte delle società all’esistenza e all’ammontare dell’indennità spettante “ad ogni singolo amministratore, consigliere di gestione o di sorveglianza” potrebbe, in molti casi, non essere sufficiente.

### **Q3) Condividete la scelta delle informazioni richieste in tema di piani di successione?**

Condividiamo la richiesta formulata dalla Commissione. Come correttamente osservato nel documento di consultazione, la predisposizione di piani di successione consente di sostituire prontamente il management cessato dal proprio incarico, garantendo continuità nella gestione e l’individuazione dei candidati con le caratteristiche e i requisiti migliori per la specifica mansione da ricoprire. La mancanza di un piano di successione adeguato potrebbe infatti determinare forti incertezze sul mercato e generare l’impressione di un sostanziale “vuoto di potere”, esponendo le società interessate a potenziali indebite influenze da parte di gruppi di potere interni ed esterni in merito alla scelta del nuovo management e comportando perdite rilevanti in termini di *shareholders’ value*.

Nelle *best practice* internazionali viene previsto che ad occuparsi dei piani di successione sia il comitato nomine. In particolare, il *Combined Code* inglese prevede al Par. B.2.1. che “*a majority of members of the nomination committee should be independent non-executive directors*”. Allo stesso modo, al Par. 6.P.2 del Codice di Autodisciplina è previsto che “*il consiglio di amministrazione valuta se costituire al proprio interno un comitato per le nomine, composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti*”. I membri del comitato nomine debbono essere in maggioranza indipendenti in modo da evitare che c.d. *insiders* possano essere spinti da conflitti di interesse nella

scelta dei candidati. A questo proposito, anche se la costituzione di un comitato nomine non è né obbligatoria né tantomeno raccomandata dal Codice di Autodisciplina - e molto spesso le società stesse sembrano sottovalutare l'importanza e il ruolo di tale comitato -, riteniamo fondamentale rivalutare il comitato stesso, prevedendo che sia introdotto e che sia composto da una maggioranza di amministratori effettivamente indipendenti. Comunque, ai fini della presente consultazione, proponiamo di prevedere che alle società venga richiesto, oltre ad indicare quali sono i soggetti e i comitati coinvolti nella predisposizione dei piani di successione, di sottolineare anche qual è il grado di indipendenza di questi soggetti, nonché l'influenza che determinate compagini azionarie possano esercitare su di essi nella selezione dei candidati e nella predisposizione dei piani di successione.

#### **Q4) Condividete la scelta delle informazioni richieste in tema di autovalutazione del Consiglio di amministrazione?**

Condividiamo l'enfasi posta dalla Commissione sulle informazioni richieste in tema di autovalutazione del Consiglio di amministrazione. Riteniamo importante sottolineare come molto spesso le società sembra quasi che conducano la valutazione sul consiglio di amministrazione, così come richiesto dal Codice di Autodisciplina, in modo superficiale e troppo sbrigativo, cosicché la valutazione difficilmente riesce a fornire indicazioni utili ai fini del miglioramento del funzionamento del Consiglio. Anche in questo caso la *compliance* con il Codice sembrerebbe essersi ridotta ad un mero "*box-ticking*" delle disposizioni in esso contenute. Per questo motivo apprezziamo la decisione della Consob di fare luce anche su questo tema.

Proponiamo inoltre che venga richiesto alle società, che hanno effettuato il processo di autovalutazione, di pubblicare uno schema riassuntivo delle risposte fornite dagli amministratori (eventualmente in forma anonima). Si permetterebbe in questo modo agli azionisti di verificare in via diretta se il consiglio di amministrazione ha effettivamente, ed in maniera efficace, provveduto a rimuovere le criticità eventualmente affiorate nel corso della valutazione.

#### **Q5) Condividete la scelta di indirizzare le richieste in tema di piani di successione e di autovalutazione alle sole società del FTSE MIB?**

Con riferimento alle proposte normative relative ai piani di successione degli amministratori esecutivi e all'autovalutazione del consiglio di amministrazione, comprendiamo la volontà della Consob di non voler gravare eccessivamente, in termini di costi, sulle società di minori dimensioni, limitandone l'applicazione alle società appartenenti al FTSE MIB. Tuttavia, crediamo sia opportuno valutare la possibilità di estendere l'ambito di applicazione delle norme in questione, sulla base del principio di "*comply or explain*", anche alle società di minori dimensioni. Riteniamo infatti che dall'adozione delle *best practice* in materia di *corporate governance*, necessaria per poter ridurre il grado di asimmetria informativa esistente tra le società e il mercato e per poter avvicinare gli

# d e m i n o r

investitori stranieri (in particolare quelli istituzionali) al mercato italiano, possano trarre beneficio soprattutto quelle società di dimensioni più limitate che faticano ad aprirsi ad investitori esterni e che non offrono al momento un grado di trasparenza adeguato agli standard internazionali. La possibilità di adeguarsi alle *best practice* su base volontaria può spingere le piccole società, al fine di superare la concorrenza nella raccolta di capitali sui mercati, a migliorare i meccanismi di governo societario (c.d. “*race to the top*”). Nel caso in cui invece l’adeguamento alle richieste formulate dalla Consob risultasse obiettivamente troppo oneroso, o comunque non necessario, le società di minori dimensioni avrebbero la possibilità di illustrare nella relazione sul governo societario i motivi per la mancata *compliance*. In questo modo si terrebbe debitamente conto da un lato delle particolarità delle singole situazioni riguardanti le società (dimensioni, struttura di *governance*, composizione azionaria e così via) evitando costi di *compliance* eccessivi, e dall’altro si eviterebbe che queste incorrano in costi reputazionali fornendo loro la possibilità di giustificarsi con il mercato qualora le scelte di *disclosure* effettuate non risultino in linea con le richieste della Consob.

## **Q6) Condividete il contenuto dell’analisi costi benefici?**

Sicuramente condividiamo l’analisi costi benefici realizzata dalla Consob. I costi che le società dovrebbero sostenere per fornire le informazioni richieste dalla Commissione sono trascurabili, le società sono infatti in possesso di tutte le informazioni richieste e si tratterebbe semplicemente di riportarle nella relazione sul governo societario ai sensi dell’art. 123-bis del TUF. Con riferimento ai costi reputazionali, questi verrebbero certamente compensati dai guadagni della stessa natura realizzati dalle società virtuose, e sarebbero comunque giustificati, a nostro avviso, dai benefici che l’intervento comporterebbe in termini di riduzione dei costi di *monitoring* a carico degli investitori, e del possibile aumento della partecipazione di questi ultimi alla vita societaria che ne deriverebbe.

## **Q7) Ritenete ci siano altri aspetti nell’ambito dei meccanismi di remunerazione e di funzionamento del consiglio di amministrazione su cui sarebbe opportuno intervenire con specifiche richieste e/o raccomandazioni nell’ambito della comunicazione?**

Una parte rilevante della remunerazione degli amministratori con cariche esecutive dovrebbe essere, secondo le *best practice* internazionali, collegata alla performance sia individuale che della società. Nel documento di consultazione proposto dalla Consob, le raccomandazioni formulate ai sensi dell’art. 78 del RE si limitano richiedere precisazioni e chiarimenti in merito allo Schema 1 dell’Allegato 3C, ed in particolare con riferimento alle voci “Emolumenti per la carica” e “Altri compensi”. Riteniamo che, oltre a fornire una raccomandazione in merito all’informativa sui compensi ai sensi dell’art. 78 del RE, sarebbe anche auspicabile che la Consob formulasse una richiesta ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF in cui si richieda alle società di illustrare chiaramente nella relazione sul governo societario in che modo gli emolumenti dei manager siano collegati alle performance, nonché quali siano i mezzi e le modalità per la valutazione del raggiungimento degli obiettivi di performance. Infatti, crediamo sia opportuno che una maggiore

# d e m i n o r

enfasi venga posta sulla trasparenza in tema di remunerazione variabile (bonus e altri incentivi). Oltre a rendere noti i parametri sulla base dei quali, e con riferimento ai quali, viene valutata la performance degli amministratori e dei manager, proponiamo che le società annualmente forniscano una informazione dettagliata sul raggiungimento o meno dei target che danno diritto al bonus e agli altri incentivi, in maniera facilmente comprensibile e verificabile per gli azionisti. In sede di informazione annuale, dovrebbe essere inoltre resa nota l'eventuale variazione sia dei suddetti parametri di riferimento che dei target fissati per gli amministratori esecutivi e per i manager. Inoltre, riteniamo che sia anche opportuno da parte della Consob prevedere l'obbligo (sempre secondo il principio del *comply or explain*) che le società rendano nota al mercato l'eventuale esistenza di "*claw-back clauses*", e cioè clausole contrattuali che prevedono la restituzione di bonus o altri benefit da parte dell'amministratore e/o dirigente che li ha ricevuti nel caso in cui sopravvengano determinate condizioni. E' abbastanza intuitivo immaginare l'utilità che queste possano avere nei contratti di remunerazione di manager o dirigenti. Si pensi ad esempio al caso in cui dopo un certo periodo di tempo dalla chiusura dell'esercizio si scopra che certe voci fossero state sopravvalutate o non correttamente imputate a bilancio, e che in seguito alle conseguenti correzioni gli obiettivi di performance non vengano più raggiunti. Secondo le *claw-back clauses* sopra citate, ad esempio, la parte che dovesse ricevere un bonus legato a performance solamente fittizie sarebbe tenuta a restituire le somme indebitamente percepite. Nella voce "Altri compensi", proponiamo poi che la Consob raccomandi alle società di inserire nello Schema 1 dell'Allegato 3C anche i compensi che i manager ricevono per incarichi che ricoprono in altre società. Questa previsione sarebbe infatti in linea con le *best practice* internazionali (vedasi per esempio, il Par. D.1.2 del *Combined Code* inglese), e permetterebbe di evidenziare potenziali conflitti di interesse che possono influenzare le scelte del management.

Con riguardo invece ai piani di stock option e ai piani di remunerazione basati sulle azioni, l'informazione che le società debbono fornire su questi strumenti è disciplinata nel nostro ordinamento dall'art. 114-bis, del TUF, il quale rimanda al RE (art. 84-bis, e Allegato 3A, Schema 7). Il Codice di Autodisciplina detta invece, al Par. 7.C.2, i criteri applicativi che il consiglio di amministrazione deve seguire nella predisposizione dei suddetti piani. Anche su questo argomento riteniamo che la Consob possa richiedere alle società di fornire informazioni dettagliate, con particolare riferimento alle modalità in cui il conferimento di azioni, e il diritto di esercitare le opzioni di acquisto di azioni, siano subordinati a criteri predeterminati e misurabili per quanto concerne i risultati (Paragrafo 4.2, Raccomandazione 2009/385/CE).

Vorremmo inoltre evidenziare come nell'ultimo anno siano stati sviluppati nella pratica finanziaria nuove tipologie di strumenti conosciuti con il nome di *Contingency Convertible Notes (CoCos)*. La particolarità dei *CoCos* è rappresentata dal fatto che questi strumenti possano essere convertiti in capitale di rischio nel caso in cui il soggetto emittente cada in una situazione di crisi. E' stato sottolineato come l'inserimento dei *CoCos* nei piani di incentivazione dei manager possa rappresentare un ottimo strumento per allineare in modo efficiente la remunerazione con il grado di rischio sopportato dalla società. Le principali banche internazionali avrebbero iniziato a pensare di adottare questa soluzione, ma non si esclude che nei prossimi anni la pratica si estenda anche a società che operano in altri settori oltre a quello creditizio/finanziario. Proponiamo pertanto che la Consob richieda alle società di esplicitare anche il caso in cui siano previsti *CoCos* tra i bonus destinati ai manager, e che presti particolare attenzione all'eventuale diffusione che questi strumenti

# d e m i n o r

possono raggiungere in futuro all'interno delle politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi.

Infine, riteniamo che la Consob possa richiedere alle società di pubblicare e aggiornare le informazioni oggetto della presente consultazione sul proprio sito internet prima della pubblicazione della relazione sul governo societario e dei bilanci relativi all'esercizio in corso. A parte le informazioni concernenti la parte variabile della remunerazione, che ovviamente dovrà essere parametrata alle performance dell'anno di riferimento, riteniamo che per tutte le altre informazioni, come ad esempio l'esistenza di *golden parachutes*, la società che non abbia già provveduto a divulgarle debba prontamente comunicarle agli azionisti. Ma non solo, nella nostra esperienza abbiamo riscontrato che anche quando sono riportate sui siti internet, le suddette informazioni sono spesso non aggiornate. Riteniamo pertanto che possa risultare opportuno prevedere un obbligo esplicito per le società quotate di aggiornare su base almeno semestrale le informazioni riportate sul proprio sito.

\* \* \*

Rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti sulle osservazioni che precedono, cogliamo l'occasione per porgere i nostri più cordiali saluti.



(Arturo Albano)

*Senior Manager  
Deminor Italia*