L'OSSERVATORIO SULL'ECCELLENZA DEI SISTEMI DI GOVERNO IN ITALIA

Rapporto finale

Edizione 2013

Rapporto realizzato da The European House - Ambrosetti in collaborazione con Enel, Gruppo Falck, Intesa SanPaolo, Pirelli e Snam.

© 2013 The European House - Ambrosetti S.p.A. TUTTI I DIRITTI RISERVATI. Il presente documento è di proprietà di The European House - Ambrosetti S.p.A. Nessuna parte di esso può essere in alcun modo riprodotta senza l'autorizzazione scritta di The European House - Ambrosetti S.p.A.

INDICE

OBIETTIVI, CONTENUTI E COMPOSIZIONE DELL'OSSERVATORIO 2013 1

L'*EXECUTIVE COMPENSATION* NELLE MAGGIORI SOCIETÀ ITALIANE QUOTATE 7

- Il livello dei compensi e il *pay mix* del *Top Management* nelle società del FTSE MIB 8
- Il legame tra *bonus* e *performance* aziendale 15
- Il confronto europeo sulla remunerazione dell'Alta Direzione 19
- Il differenziale retributivo nelle società del FTSE MIB 24

LA TRASPARENZA NELLE RELAZIONI SULLA REMUNERAZIONE 2013 29

LE VOTAZIONI ASSEMBLEARI E IL "*SAY-ON-PAY*" 55

LA *CORPORATE GOVERNANCE* SECONDO GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI: EVIDENZE DALLA *SURVEY* 63

LO STATO DI SALUTE DELLA *GOVERNANCE* DELLE SOCIETÀ DEL FTSE MIB: L'INDICE DI ECCELLENZA DEL SISTEMA DI GOVERNO (ESG INDEX 2013) 83

IL RUOLO DELLA *CORPORATE GOVERNANCE* NEL CASO SALINI – IMPREGILO 101

LE PROPOSTE DELL'OSSERVATORIO: LA *CORPORATE GOVERNANCE* COME LEVA DI COMPETITIVITÀ ED ATTRATTIVITÀ 110

PRINCIPALI FONTI DOCUMENTALI DI RIFERIMENTO 160

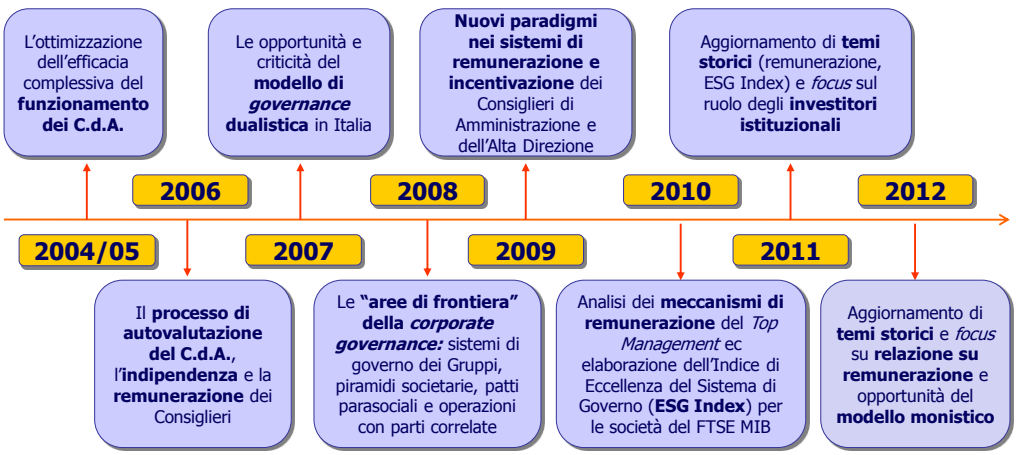
Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

L'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia

I temi al centro dell'attività dell'Osservatorio

A partire dal 2004 The European House - Ambrosetti ha costituito un **Osservatorio permanente sulla *corporate governance***, con l'obiettivo di fornire proposte e indicazioni concrete per **promuovere il raggiungimento dell'eccellenza nei sistemi di governo delle società italiane**



Gli obiettivi dell'Osservatorio 2013

- Approfondire il tema con un **nucleo ristretto, ma altamente qualificato** di addetti ai lavori ed esperti
- Offrire uno **strumento operativo** ed una **piattaforma di confronto e di creazione di opinione** sulle tematiche più rilevanti, anche in funzione dell'evoluzione normativa
- Sviluppare i lavori secondo un giusto equilibrio tra **aggiornamenti di *output* storici** di rilievo ed eventuali tematiche di **focalizzazione *ad hoc*** ritenute rilevanti alla luce dello scenario attuale
- Aggiornare l'analisi sul **sistema di compensi** dei Presidenti, degli Amministratori Delegati e dei Consiglieri di Amministrazione delle maggiori società quotate in Italia
- Proseguire con la messa a punto di **indici quantitativi** che misurino l'eccellenza del sistema di governo sulla base della metodologia dell'ESG Index
- Approfondire **specifici argomenti** di attualità e di interesse, rilevanti per la *governance* del nostro Paese
- Mappare e individuare le **migliori prassi a livello internazionale** su tematiche di *governance*

L'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia

Gli approfondimenti dell'Osservatorio 2013

- Aggiornamento degli ***output* storici** dell'Osservatorio:
  - I **sistemi di remunerazione dei Presidenti e degli AD** delle maggiori società quotate in Italia, anche nel confronto internazionale, e il legame tra variazione del *bonus* e andamento della *performance* aziendale
  - Il livello di **trasparenza nelle Relazioni sulle Remunerazione 2013** delle maggiori società quotate
  - La misurazione dell'eccellenza del sistema di governo attraverso l'**ESG Index 2013** (Indice di Eccellenza del Sistema di Governo)
- Il *focus* dell'Osservatorio 2013: la qualità della *corporate governance* come **fattore di attrattività** per il nostro Paese e il **ruolo degli investitori istituzionali**
- Elaborazione di **raccomandazioni e proposte** per migliorare i sistemi di governo delle società italiane

Il Gruppo di Lavoro dell'Osservatorio 2013 (1/2)

COMITATO SCIENTIFICO

- **VALERIO DE MOLLI** (*Managing Partner,* The European House - Ambrosetti)
- **SERGIO EREDE** (*Senior Partner*, Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo)
- **PIERGAETANO MARCHETTI** (Professore Emerito, Università "L. Bocconi"; Presidente, Fondazione Corriere della Sera; già Presidente, RCS Media Group)
- **MARCELLO MESSORI** (Professore Ordinario di Economia Politica, Università LUISS "Guido Carli" di Roma; già Presidente, Assogestioni)
- **STEFANO PREDA** (Professore Ordinario di Istituzioni e Mercati Finanziari, Politecnico di Milano; già Presidente, Borsa Italiana)

TEAM DI LAVORO THE EUROPEAN HOUSE - AMBROSETTI

- **SANDRO CATANI** (Responsabile dell'Area *Executive Compensation*)
- **MARCO VISANI** (*Project Leader*)
- **PIO PARMA** (*Project Coordinator*)
- **BRIAN TERRACCIANO** (*Project Analyst*)
- **ROSSANA BUBBICO** (*Project Analyst*)

L'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia

Il Gruppo di Lavoro dell'Osservatorio 2013 (2/2)

BUSINESS LEADER

- **FABIO BONOMO** (Responsabile Organi Societari e Criteri di *Corporate Governance*, Enel), **CLAUDIO SARTORELLI** (Segretario del Consiglio di Amministrazione, Enel) e **FILIPA JORGE RAMOS** (*Legal and Corporate Affairs*, Enel)
- **FRANCESCO CHIAPPETTA** (*Group General Counsel* e Direttore Affari Generali e Istituzionali, Pirelli & C.) e **GUSTAVO BRACCO** (Direttore Risorse Umane e Organizzazione, Pirelli & C.)
- **ENRICO FALCK** (Presidente, Falck; Consigliere di Amministrazione, Falck Renewables)
- **GABRIELE GALATERI DI GENOLA** (Presidente, Assicurazioni Generali; Presidente del Comitato per la *Corporate Governance*, Borsa Italiana)
- **PIERO LUONGO** (Responsabile Direzione Affari Societari e Partecipazioni, Intesa Sanpaolo)
- **MARCO REGGIANI** (Direttore Affari Legali, Societari e *Compliance*, SNAM) ed **ORIETTA GOZZI** (Responsabile Affari Societari, SNAM)

Si ringraziano, inoltre, per aver contribuito alle riflessioni ed alle attività dell'Osservatorio:

- **SILVIA ROMANELLI** (Socio, Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo)
- **STEFANO MARINI** (CEO, *Corporate Advisory South Europe & Latin America*, Georgeson)
- **FABIO BIANCONI** (*Head of Corporate Governance and ESG Advisory*, Georgeson)

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

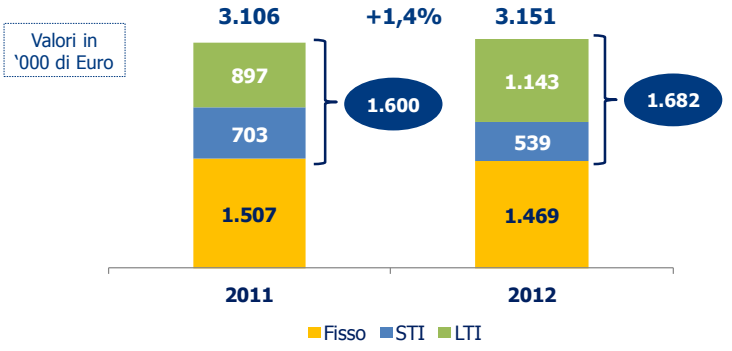
L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate:

- **Il livello dei compensi e il *pay mix* del *Top Management* nelle società del FTSE MIB**
- Il legame tra *bonus* e *performance* aziendale
- Il confronto europeo sulla remunerazione dell'Alta Direzione
- Il differenziale retributivo nelle società del FTSE MIB

Remunerazione media dei capi azienda del FTSE MIB, 2011 vs. 2012

- La remunerazione media complessiva dei capi azienda delle aziende analizzate si mantiene **sostanzialmente stabile (+1,4%)** tra il 2011 e il 2012. In particolare, la **componente fissa** della remunerazione è **scesa del 2,5%**, a fronte di un **incremento del 5,2%** della **componente variabile**

Pay Mix medio dei capi azienda del FTSE MIB* ('000 Euro), 2012 vs. 2011

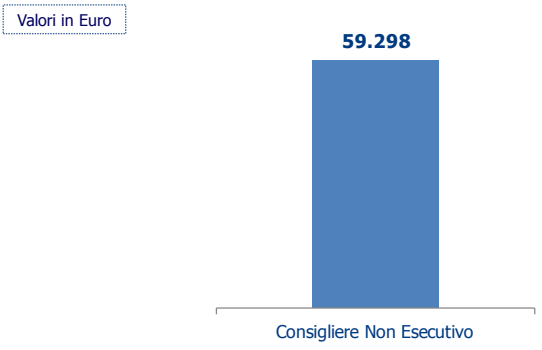


Nota: la componente fissa è formata da: compenso fisso per la carica, compensi per la partecipazione a comitati, benefici non monetari e altri compensi. L'aggregato STI comprende la componente di *bonus* monetario legato al breve termine, mentre l'aggregato LTI è formato da *bonus* monetari legati al lungo termine più le componenti finanziarie (*fair value*)

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da bilanci societari (esercizi 2006-2012), 2013

In media il compenso fisso riconosciuto ai membri del C.d.A. senza incarichi esecutivi ammonta a 59mila Euro all'anno

Compenso fisso medio annuo per la carica di Consigliere non esecutivo*, 2012



* Si tratta del compenso per i Consiglieri che viene determinato per l'intero periodo di carica dall'Assemblea all'atto della loro nomina. Tale valore non include l'ammontare dei rimborsi spese, di eventuali gettoni di presenza per singola riunione del C.d.A. e della parte variabile.

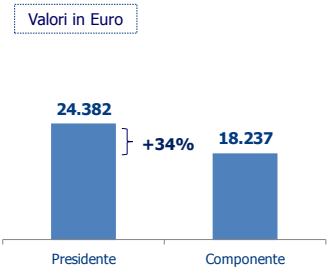
Nota: dal campione del FTSE MIB di 40 aziende sono escluse A2A, Finmeccanica, Tenaris, STMicroelectronics e le altre società con modello dualistico (UBI, Intesa Sanpaolo, Banca Popolare di Milano)

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su dati da bilanci societari (esercizi 2006-2012), 2013

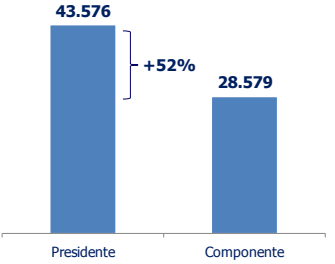
Il compenso fisso medio per incarichi aggiuntivi varia nei singoli Comitati del C.d.A.

- Il compenso fisso annuo riconosciuto al Presidenti dei Comitati consiliari previsti dal Codice di Autodisciplina supera in media fino al 50% (nel caso del Comitato per il Controllo Interno e i Rischi) l'emolumento degli altri componenti

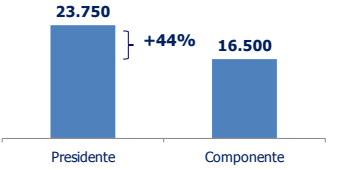
Comitato per le Remunerazioni (Euro)*, 2012



Comitato per il Controllo Interno e i Rischi (Euro), 2012



Comitato per le Nomine (Euro), 2012



* In 9 casi sui 36 analizzati il Comitato per le Remunerazioni svolge anche l'attività relativa alle Nomine.

Fonte: elaborazioni The European House - Ambrosetti su Relazioni sulla remunerazione 2012, 2013. Dal campione del FTSE MIB sono escluse le società A2A, Finmeccanica, Tenaris e STMicroelectronics.

La trasparenza sui compensi fissi per gli incarichi dei Consiglieri: l'esempio di Assicurazioni Generali

Emolumenti dei membri dei Comitati consiliari (esercizio 2012)

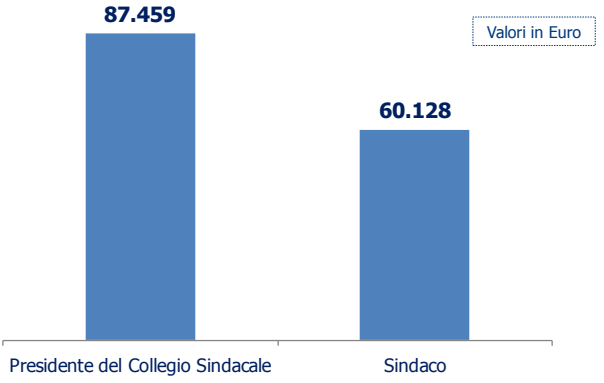
Ruolo	Compenso annuo lordo (euro)	Gettone di presenza per seduta (euro)
Membri del Comitato per la Remunerazione	15.000	2.000
Presidente del Comitato per la Remunerazione	20.000	2.000
Membri del Comitato per il Controllo e Rischi	30.000	2.000
Presidente del Comitato per il Controllo e Rischi	50.000	2.000
Membri del Comitato per le Nomine e la *Corporate Governance*	15.000	2.000
Presidente del Comitato per le Nomine e la *Corporate Governance*	20.000	2.000
Membri del Comitato per gli Investimenti	30.000	2.000
Presidente del Comitato per gli Investimenti	nessun compenso*	2000*
Membri del Comitato per la Valutazione delle Operazioni con parti correlate	20.000	5.000
Presidente del Comitato per la Valutazione delle Operazioni con parti correlate	25.000	5.000
Membri del Comitato per la Sostenibilità sociale e ambientale	nessun compenso	2.000
Presidente del Comitato per la Sostenibilità sociale e ambientale	nessun compenso	2.000

*L'incarico di Presidente del Comitato per gli Investimenti è stato ricoperto rispettivamente dall'ex *Group CEO* e dagli attuali Presidente e *Group CEO*. Per l'ex *Group CEO* e il Presidente era prevista la corresponsione dei gettoni di presenza; per l'attuale *Group CEO* i gettoni di presenza sono ricompresi nell'emolumento definito dal Consiglio di Amministrazione per il ruolo di amministratore delegato

Fonte: Relazione sulla remunerazione Assicurazioni Generali, esercizio 2012

Evidenze sul compenso medio dei Sindaci delle società del FTSE MIB

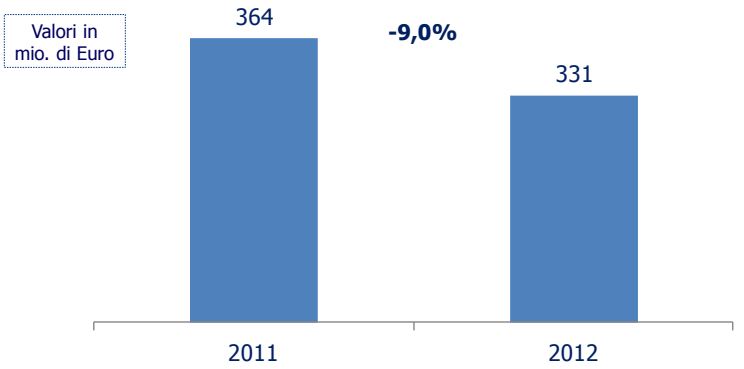
Compenso fisso medio annuo per la carica di Sindaco nelle società a modello tradizionale del FTSE MIB (Euro) , 2012



Fonte: elaborazioni The European House - Ambrosetti su Relazioni sulla remunerazione 2012, 2013

I costi della *corporate governance* si sono ridotti del 9% nel 2012

Costi complessivi della *corporate governance* (mio. €), 2012 vs. 2011



Nota: l'aggregato comprende: i costi per C.d.A. e Collegio Sindacale per le società a modello tradizionale, per C.d.G. e C.d.S. per le società monistiche (campione di 35 aziende: rispetto al campione precedente è stata considerata anche la Banca Popolare di Milano), più i costi dei Direttori Generali le indennità di fine mandato riconosciute nei due esercizi. Sono esclusi i costi per i dirigenti con responsabilità strategiche.

- I costo complessivo della *governance* equivale allo **0,11% della capitalizzazione** delle società quotate analizzate*

(*) La significativa riduzione dei costi della *corporate governance* è ascrivibile a casi specifici (ad es., la buonuscita di Cesare Geronzi in Mediobanca pari a 16,65 mio.€)

Fonte: elaborazioni The European House - Ambrosetti su Relazioni sulla remunerazione 2012, 2013

L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate:

- Il livello dei compensi e il *pay mix* del *Top Management* nelle società del FTSE MIB
- **Il legame tra *bonus* e *performance* aziendale**
- Il confronto europeo sulla remunerazione dell'Alta Direzione
- Il differenziale retributivo nelle società del FTSE MIB

Analisi di correlazione tra compensi degli AD e *performance* aziendali (2007-2012)

- Sono stati **analizzati** i **pacchetti retributivi degli Amministratori Delegati** delle **38 aziende** ricomprese nell'indice **FTSE MIB** nel periodo **2007-2012**
- L'analisi condotta indaga la **correlazione** esistente tra la **retribuzione** – nella sua forma di frazione fissa a cui viene sommata la voce "***Bonus* e altri incentivi**" – e alcuni indicatori di ***performance* aziendale**
- A tal fine sono state considerate le variazioni *year-over-year* dei seguenti **indicatori di *performance*** aziendale (dati riferiti al Bilancio Consolidato):

Ricavi

EBIT: reddito operativo per le società industriali e assicurative, margine di intermediazione per le aziende bancarie

Utile di esercizio

ROACE / ROE: rendimento del capitale investito (ROACE) per le società industriali, rendimento del patrimonio netto (ROE) per le aziende bancarie e assicurative

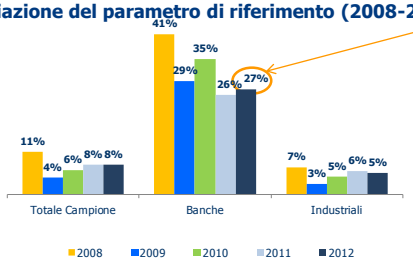
EVA (*Economic Value Added*): misura della *performance* di creazione di valore ottenuta come differenza tra reddito generato e costo del capitale investito

EPS (*Earning Per Share*)

Si riscontra una esigua correlazione tra andamento dei compensi e specifici indicatori di *performance* aziendali ...

- La variazione dei *bonus* degli AD spiegata dalla variazione degli indicatori di *performance* è bassa e in peggioramento
- Ogni anno, l'analisi considera gli **ultimi 5 anni disponibili** (sebbene la serie storica sia più ampia), in modo da catturare le più recenti evoluzioni degli schemi di *compensation*
- Nelle banche, anche a seguito delle evoluzioni normative, il parametro che spiega meglio la variazione dei *bonus* è l'**EVA**

Percentuale della variazione dei *bonus* spiegata dalla variazione del parametro di riferimento (2008-2012)



Nelle banche, la variazione dell'EVA spiega il 27% della variazione del *bonus*

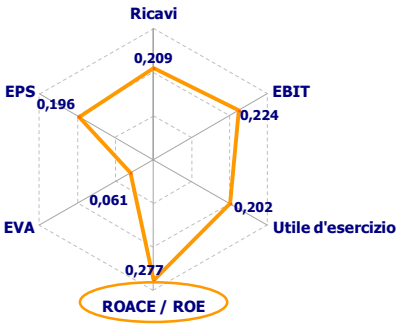
MIGLIOR PARAMETRO ESPLICATIVO	2008	2009	2010	2011	2012
Totale Campione	Utile Netto	ROE/ ROACE	ROE/ ROACE	EBIT / Risultato operativo	ROE/ ROACE
Banche	ROE	ROE	ROE	EVA	EVA
Industriali	Utile Netto	ROACE	ROE/ ROACE	ROE/ ROACE	ROE/ ROACE

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da bilanci societari (esercizi 2006-2012) e dati Bloomberg, 2013

... anche considerando la migliore variabile esplicativa

- Per il campione totale del 2012 gli indicatori che meglio spiegano la variabilità del *Bonus* sono **ROACE e ROE**

Correlazione dei *Bonus* degli Amministratori Delegati delle società appartenenti al segmento FTSE MIB con gli indicatori di *performance* aziendale selezionati



Nota:
Correlazione: è compresa tra 0 e 1 ed indica il legame reciproco tra due variabili considerando il loro andamento nel tempo. Più alto è il valore riscontrato, maggiore è la correlazione tra le due variabili considerate. La correlazione può considerarsi buona se il valore riscontrato è superiore a 0,60

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da bilanci societari (esercizi 2010-2012), 2013

L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate:

- Il livello dei compensi e il *pay mix* del *Top Management* nelle società del FTSE MIB
- Il legame tra *bonus* e *performance* aziendale
- **Il confronto europeo sulla remunerazione dell'Alta Direzione**
- Il differenziale retributivo nelle società del FTSE MIB

Il confronto europeo sulla remunerazione dell'Alta Direzione

- Sono stati selezionati due Paesi per realizzare un confronto sulla tipologia di remunerazione/incentivazione più diffusa tra le società quotate a maggior capitalizzazione in Europa: **Francia e Regno Unito**

Euronext Paris:
prime 20 società del CAC 40

London Stock Exchange:
prime 20 società del FTSE 100

- Il Regno Unito rappresenta un parametro di confronto con le prassi di matrice anglosassone, mentre la Francia evidenzia un sistema industriale e di *governance* più direttamente paragonabile alla realtà italiana
- L'orizzonte temporale è l'esercizio 2012: l'analisi si è concentrata sulle prime 20 società per capitalizzazione dei Paesi selezionati
- Il confronto tiene conto della **componente *equity*** dei compensi del *Top Management,* sono invece esclusi i ***pension scheme*** tipici dell'esperienza anglosassone

Le prime 20 società quotate sui mercati europei

		MKT CAP (Mld. €)			MKT CAP (Mld. €)			MKT CAP (Mld. €)
1	Eni	60,2	1	Sanofi	103,2	1	HSBC Holdings	154,8
2	Unicredit	23,7	2	Total	97,2	2	Vodafone Group	108,9
3	Enel	23,6	3	L'Oreal	76,1	3	BP	97,7
4	Generali	22,9	4	LVMH	71,1	4	GlaxoSmithKline	95,1
5	Intesa Sanpaolo	22,1	5	BNP Paribas	60,2	5	Royal Dutch Shell	91,1
6	Luxottica Group	19,1	6	AXA	41,3	6	British American Tobacco	75,8
7	Snam	12,0	7	GDF Suez	40,0	7	Lloyds Banking Group	63,8
8	Fiat Industrial	11,3	8	EDF	39,4	8	Diageo	59,1
9	Atlantia	9,4	9	Danone	36,8	9	SABMiller	58,0
10	Enel Green Power	8,4	10	EADS	34,7	10	Rio Tinto	51,3
11	Fiat	7,5	11	Schneider Electric	33,6	11	BHP Billiton	49,1
12	Saipem	7,2	12	Air Liquide	31,8	12	Glencore Xstrata	47,9
13	Telecom Italia	6,9	13	Societe Generale	26,9	13	BG Group	47,1
14	Terna	6,7	14	Pernod Ricard	24,4	14	AstraZeneca	46,9
15	Exor	6,1	15	Vinci	24,2	15	Standard Chartered	44,0
16	Parmalat	4,4	16	Kering	22,2	16	Barclays	43,4
17	Pirelli & Co.	4,4	17	Vivendi	21,3	17	Unilever	38,7
18	Salvatore Ferragamo	4,3	18	Orange	20,4	18	Reckitt Benckiser Group	37,5
19	Mediolanum	4,2	19	Credit Agricole	19,8	19	Prudential	35,9
20	Mediobanca	4,0	20	Saint-Gobain	19,3	20	Tesco	34,8
	Totale mkt cap	**268,4**		**Totale mkt cap**	**843,7**		**Totale mkt cap**	**1.281,2**

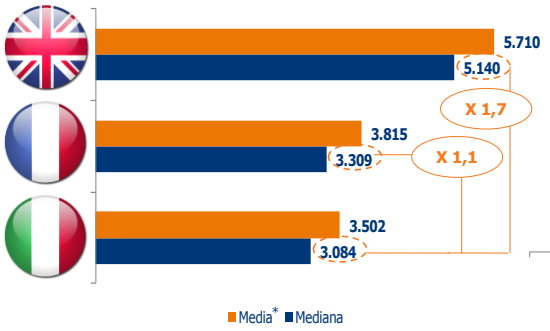
x 3,1

x 4,8

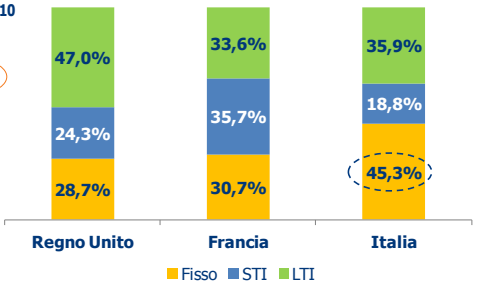
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati Borse italiana, inglese e francese, valori di capitalizzazione a fine agosto 2013

La remunerazione del capo azienda nel confronto internazionale

Total compensation dei capi azienda: media e mediana (€ migl.), 2012



Pay mix dei capi azienda* (% su tot.), 2012

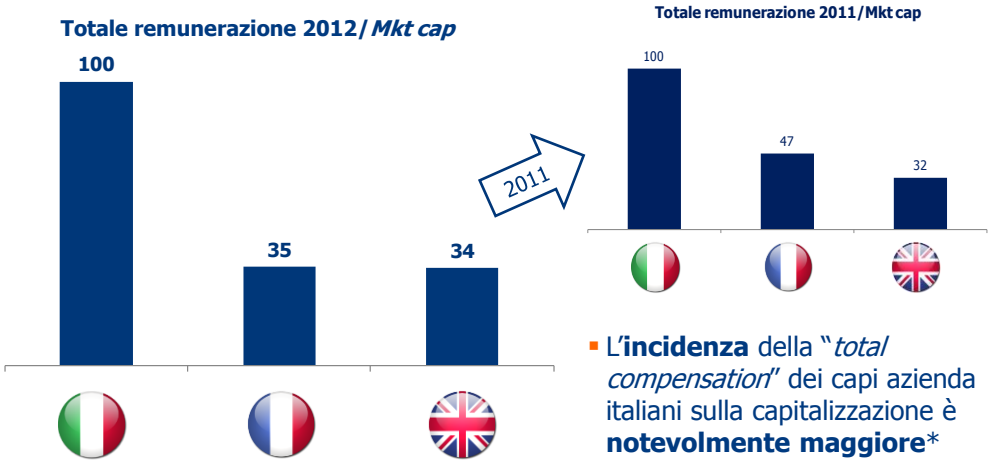


- I compensi mediani dei capi azienda delle prime 20 società del FTSE 100 e del CAC40 sono rispettivamente pari a **1,7** e **1,1** volte il compenso delle analoghe cariche in Italia
- Analizzando i ***pay mix***, emerge la maggiore incidenza della componente fissa in Italia

(*) La remunerazione di Sergio Marchionne in Fiat S.p.A. non è stata considerata in considerazione del forte scostamento dalla media (€ 13 mio.)

Fonte: rielaborazione The European House – Ambrosetti su dati da bilanci societari, 2012-2013

Rispetto alla dimensione gestita, gli AD italiani sembrano meglio remunerati



- L'**incidenza** della "*total compensation*" dei capi azienda italiani sulla capitalizzazione è **notevolmente maggiore***

(*) I dati sono stati standardizzati sull'Italia (base 100)

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su bilanci societari 2012-2013

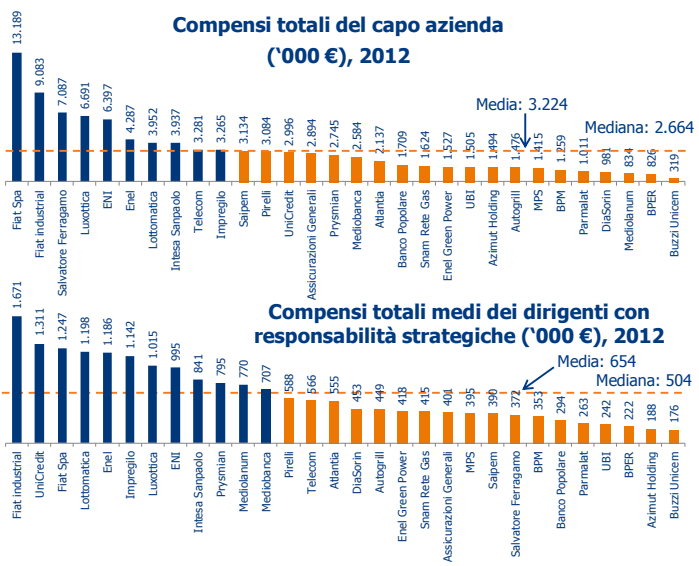
L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate:

- Il livello dei compensi e il *pay mix* del *Top Management* nelle società del FTSE MIB
- Il legame tra *bonus* e *performance* aziendale
- Il confronto europeo sulla remunerazione dell'Alta Direzione
- **Il differenziale retributivo nelle società del FTSE MIB**

Una diversa lettura del differenziale retributivo

- Il differenziale retributivo viene generalmente inteso come il rapporto fra la remunerazione del capo azienda e la remunerazione media dei dipendenti di una data azienda
- Il differenziale sul lavoratore medio risponde a criteri di equità sociale ma si espone a distorsioni importanti (ad es., il livello della retribuzione nei Paesi in via di sviluppo)
- L'Osservatorio ha scelto di privilegiare un'altra prospettiva, confrontando la remunerazione del singolo capo azienda con il livello dei compensi dei **riporti dell'AD** (Dirigenti con responsabilità strategiche e Direttori Generali): questo tipo di differenziale risulta essere meno soggetto a distorsioni

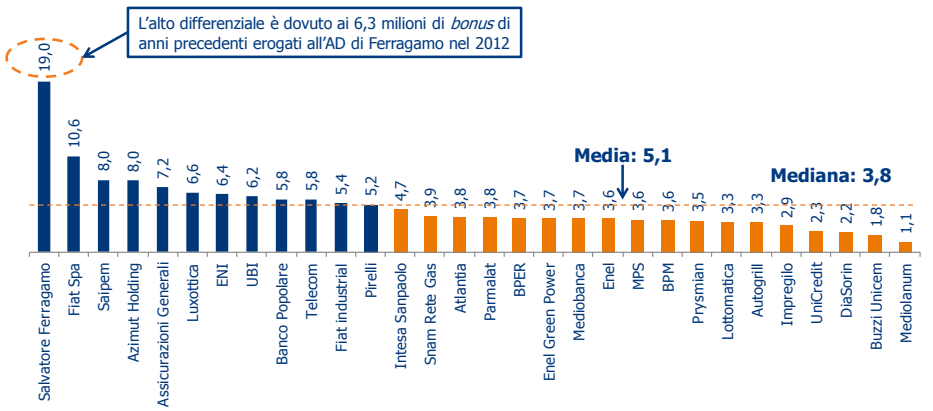
I compensi nel FTSE MIB: confronto fra capo azienda e altri dirigenti



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Mediamente il capo azienda percepisce una remunerazione 5 volte superiore a quella di un dirigente con responsabilità strategica

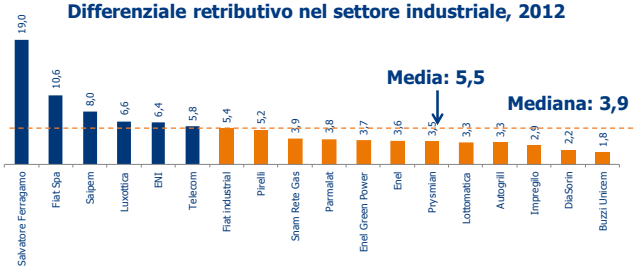
Rapporto fra remunerazione del capo azienda e remunerazione media dei dirigenti con responsabilità strategica (campione FTSE MIB), 2012



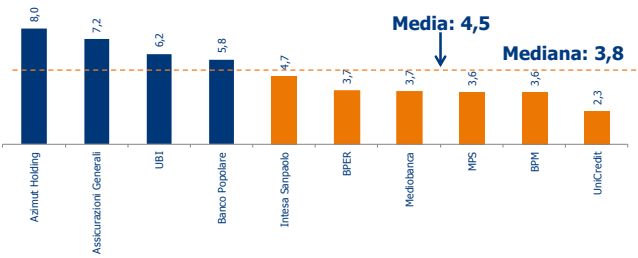
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Il differenziale retributivo è più volatile nel settore industriale

Differenziale retributivo nel settore industriale, 2012



Differenziale retributivo nel settore finanziario, 2012



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

L'analisi sulle società del segmento FTSE MIB

- Il campione esaminato è formato da **38 società quotate** sul segmento FTSE MIB, di cui:
  - **Industriali: 28**
  - **Banche: 8**
  - **Assicurazioni: 2**
- Non sono incluse nel campione le due società di diritto estero (STMicroelectronics e Tenaris)

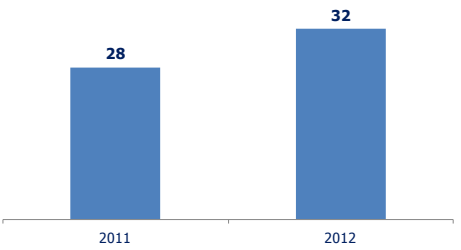
FTSE MIB 40	INCLUSE NEL PERIMETRO DELL'ANALISI
A2A	SI
ANSALDO	SI
ASSICURAZIONI GENERALI	SI
ATLANTIA	SI
AUTOGRILL	SI
AZIMUT	SI
BANCO POPOLARE	SI
BPER	SI
BUZZI	SI
CAMPARI	SI
DIASORIN	SI
ENEL	SI
ENEL GREEN POWER	SI
ENI	SI
EXOR	SI
FERRAGAMO	SI
FIAT	SI
FIAT INDUSTRIAL	SI
FINMECCANICA	SI
IMPREGILO	SI
ISP	SI
LOTTOMATICA	SI
LUXOTTICA	SI
MEDIASET	SI
MEDIOBANCA	SI
MEDIOLANUM	SI
MPS	SI
PARMALAT	SI
PIRELLI	SI
POPOLARE MILANO	SI
PRYSMIAN	SI
SAIPEM	SI
SNAM	SI
ST Microelectronics	NO (Escluse dal perimetro della normativa perchè di diritto estero)
TELECOM ITALIA	SI
TENARIS	NO (Escluse dal perimetro della normativa perchè di diritto estero)
TERNA	SI
TOD'S	SI
UBI	SI
UNICREDIT	SI

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

La relazione sulle remunerazioni

- Le relazioni sulle remunerazioni mediamente sono composte da 32 pagine
- La numerosità delle pagine della Relazione delle società italiane appare di gran lunga superiore a quella delle società inglesi che si dotano di una Relazione lunga mediamente 20 pagine

Numero medio di pagine della Relazione
(anno 2012)

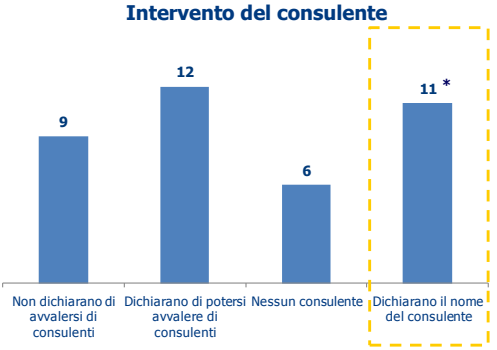


Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

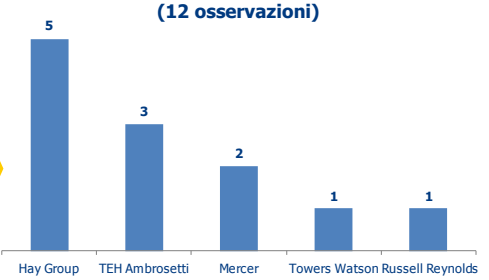
I consulenti esterni

- In **9 casi su 38** non viene specificato se la società abbia fatto riferimento a consulenti esterni per la relazione o le politiche di remunerazione; tale percentuale appare in diminuzione rispetto all'anno precedente (**25%** circa al 2012 contro il 33% del 2011)

Intervento del consulente



Identificazione del consulente
(12 osservazioni)



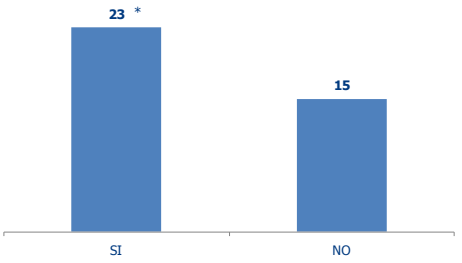
* 1 società, Autogrill, dichiara di avvalersi di 3 consulenti

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Il *pay mix*: più di un terzo del campione non fornisce informazioni

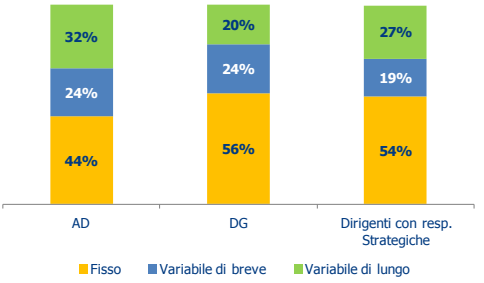
- Nel 2012 è rimasto sostanzialmente stabile il numero di società che descrive il *pay mix* all'interno della relazione (23 società contro le 20 del 2011)
- Rispetto al 2011 il *pay mix* non subisce variazioni rilevanti

La società descrive il *pay mix*?



* 2 Società dichiarano il *pay mix* solo per la figura dell'AD

Evidenze sul *pay mix* teorico medio



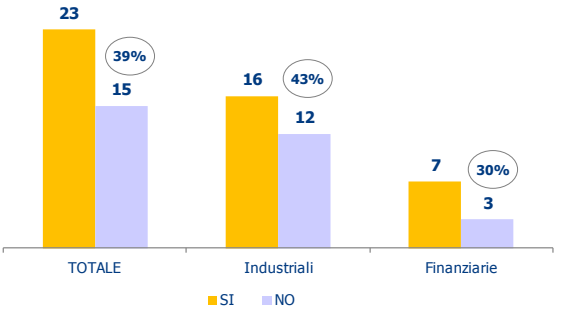
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

L'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia

Il *pay mix*: scomposizione per macro-area settoriale

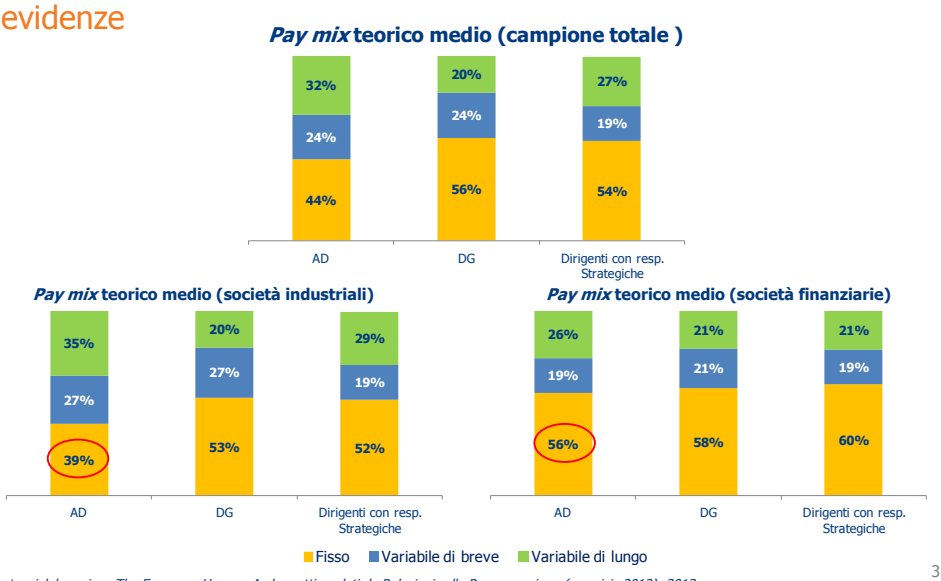
- Come nel 2011 le società finanziarie sembrano **più virtuose** nella comunicazione della struttura dei compensi

La società descrive il *pay mix*?
(società industriali vs. finanziarie)



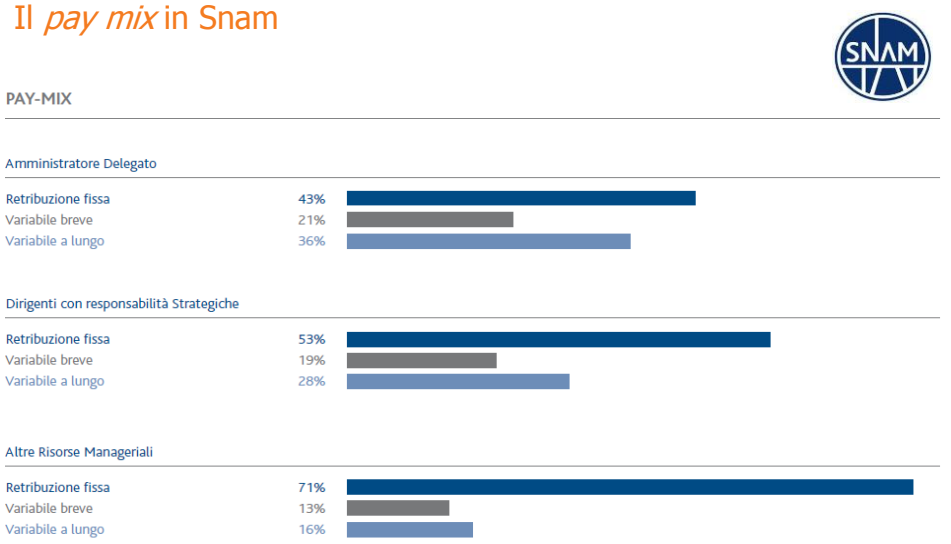
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Il *pay mix*: scomposizione per macro-area settoriale – Principali evidenze



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

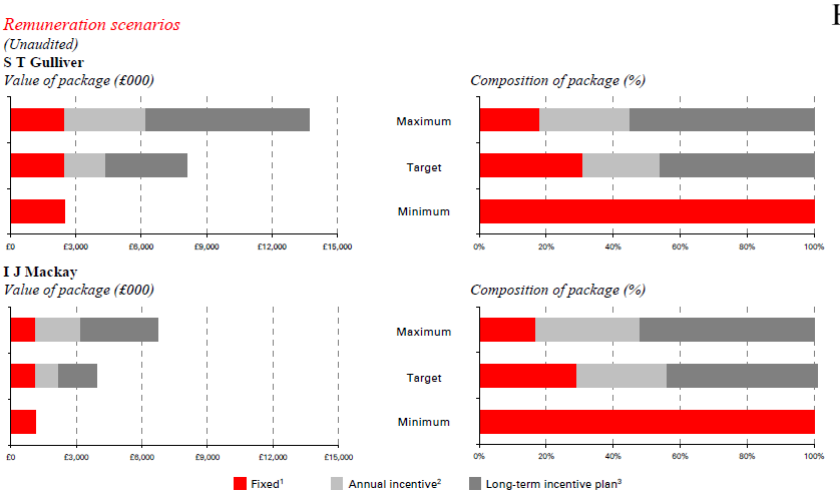
Il *pay mix* in Snam



Fonte: Relazione sulla Remunerazione Snam 2013

Un esempio dal Regno Unito: il caso HSBC

HSBC

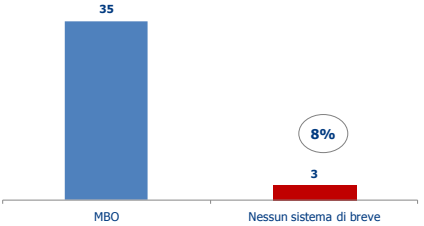


Fonte: HSBC Directors' Remuneration Report, 2012

I veicoli di incentivazione utilizzati: breve e lungo termine

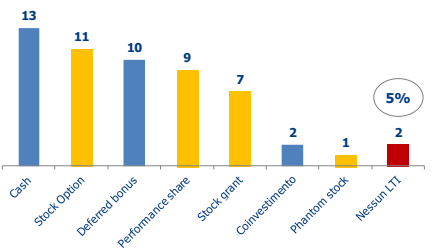
- La remunerazione variabile di breve segue lo schema MBO; come nel 2011, 8 società adottano lo schema MBO differito, mentre sono soltanto 3 le società che non adottano sistemi di breve per la remunerazione variabile
- La remunerazione variabile di lungo periodo viene erogata attraverso strumenti finanziari (51% delle osservazioni) e sotto forma di *cash* (44% delle osservazioni); come nel 2011 solo due società non si sono dotate di sistemi LTI

I sistemi di breve termine*



(*) MBO differito: maturazione annuale con erogazione nel medio termine (principalmente banche). Le società che non dichiarano sistemi di breve per l'AD sono: Azimut, Tod's ed Exor.

I sistemi di lungo termine**



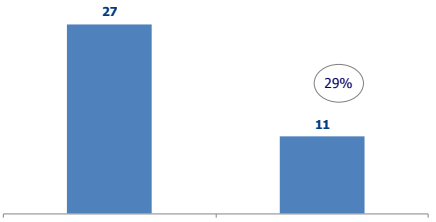
(**) Le società che non dichiarano sistemi di lungo per l'AD sono: Azimut e Tod's . Alcune società adottano più sistemi di lungo termine per un totale di 55 osservazioni

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

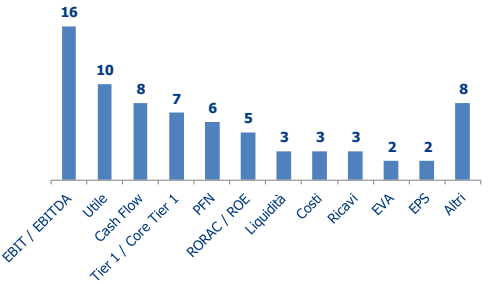
I parametri di *performance*: i sistemi di breve termine

- Circa il 71% del campione dichiara i parametri di breve (contro il 72% del 2011)
- Tra i parametri utilizzati per erogare la frazione di remunerazione variabile, come nel 2011, prevalgono quelli di natura economica (EBITDA, EBIT, Utile)

Le società dichiarano i parametri dei sistemi di breve termine?



I parametri dei sistemi di breve termine*

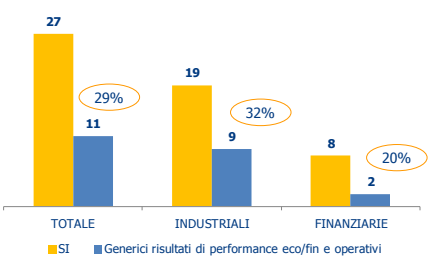


(*) Le società comunicano più parametri. Tra gli altri parametri: soddisfazione del cliente, *solvency ratio*, infortuni, produttività

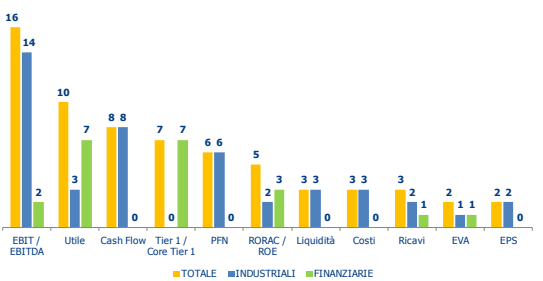
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

I parametri di *performance*: i sistemi di breve termine (analisi settoriale)

Le società dichiarano i parametri dei sistemi di breve termine?
(società industriali vs. finanziarie)



I parametri dei sistemi di breve termine
(società industriali vs. finanziarie)



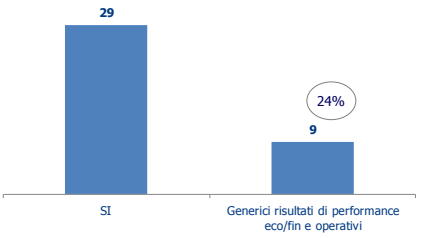
(*) Tra gli altri parametri: EPS, ROS, soddisfazione del cliente, *solvency ratio*, infortuni, efficienza operativa, infortuni, ecc.

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

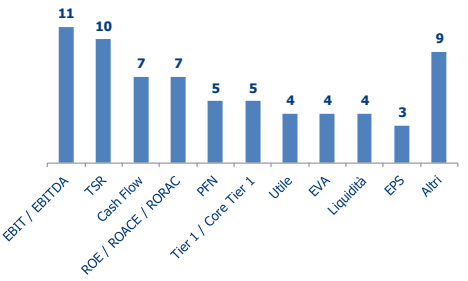
I parametri di *performance*: i sistemi di lungo termine

- Più del 75% delle società dichiara i parametri di riferimento dei sistemi di lungo termine; tale percentuale risulta in aumento rispetto al 2011 (65%)
- Come nel 2011 i parametri di mercato (TSR) e le grandezze economiche più complete (EVA) si affiancano ai parametri contabili "tradizionali" (EBIT, EBITDA, Utile) e agli indicatori di profittabilità

Le società dichiarano i parametri dei sistemi di lungo termine?



I parametri dei sistemi di lungo termine

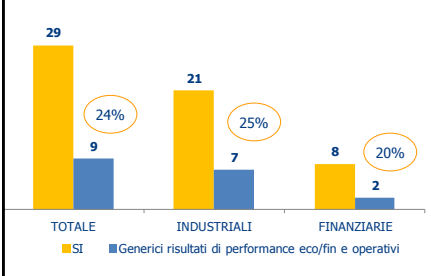


(*) Tra gli altri parametri: Ros, ordini, solvency ratio, capex plan, capacità (MW), ecc.

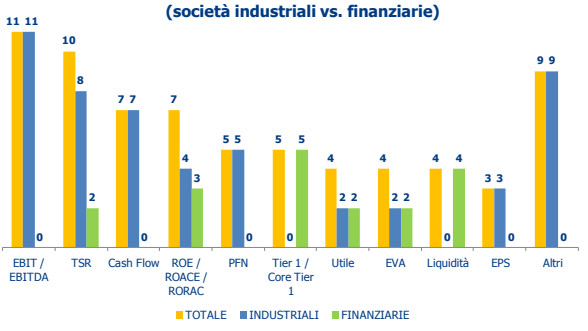
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

I parametri di *performance*: i sistemi di lungo termine (analisi settoriale)

Le società dichiarano i parametri dei sistemi di lungo termine?
(società industriali vs. finanziarie)



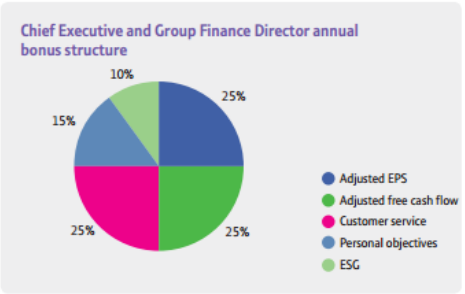
I parametri dei sistemi di lungo termine
(società industriali vs. finanziarie)

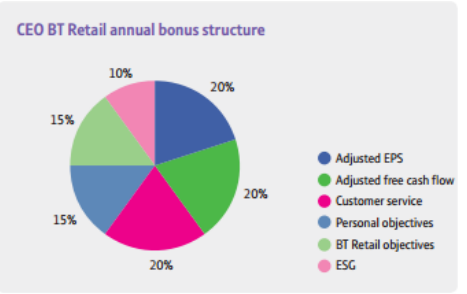


(*) Tra gli altri parametri: ROS, ordini, *solvency ratio*, *capex plan*, capacità (MW), ecc.

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosettisu dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Struttura del *bonus* del *Top Management*: il caso British Telecom





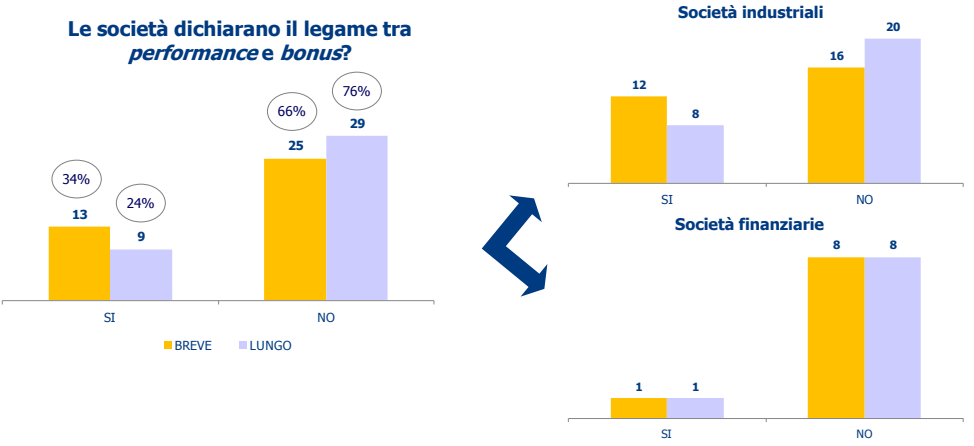
Fonte: British Telecom, Directors' Remuneration Report, 2012

Il *buyback* può influire sulla componente variabile? Il caso USA

- Una critica diffusa è che i *buyback* possano favorire una "**manipolazione**" di parametri come l'EPS cui è legato il *bonus* dei *top executive*
- Circa **un quarto** delle società dell'S&P 500 ricorre all'**EPS** come parametro per la determinazione dei *bonus*
- Nel 2012 queste società hanno impiegato circa **408 mld. $** in *buyback:* l'aumento dell'EPS è stato del 6,1% rispetto al +5% dell'utile netto
- Esempi di *buyback* sono offerti da Safeway Inc. (1,2 mld. $ di *buyback*) → il CEO ha così ottenuto una retribuzione in azioni pari a 2,3 mld. $ a fronte di un aumento dell'EPS del 61% nel 2012
- Alcune società dichiarano di **sterilizzare** l'effetto di tali operazioni nella determinazione dei compensi; altre sostengono di tenerne conto nella definizione del ***target* da raggiungere**

Il legame tra *performance* e componenti variabili della retribuzione

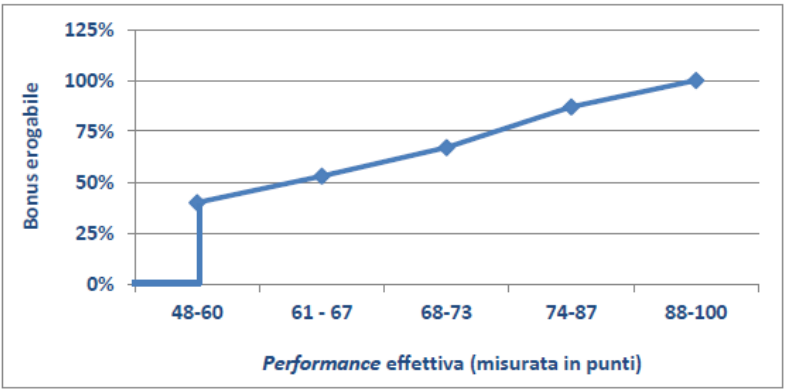
- In linea con il 2011, più del 30% delle società dichiara il legame tra *performance* e *bonus* nei sistemi di breve; più del 20% dichiara il legame tra *performance* e *bonus* nei sistemi di lungo



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

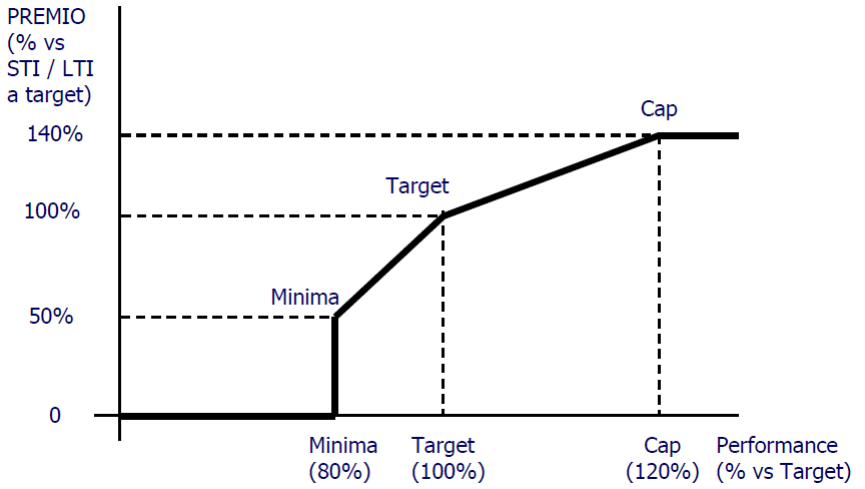
Il legame tra *performance* e *bonus*: il caso Enel

Enel



Fonte: Enel, Relazione sulla Remunerazione, 2013

Il legame tra *performance* e *bonus*: il caso Impregilo



Fonte: Impregilo, Relazione sulla Remunerazione, esercizio 2012

Le società inglesi riportano anche i risultati conseguiti rispetto agli obiettivi: il caso BP

Outcomes
2012 annual bonus outcomes

Measures	Weight	Outcomes relative to plan
Safety and operational risk management	**30.0%**	Threshold Target Max
Loss of primary containment ®	10.0%	
Process safety tier 1 events	10.0%	
Recordable injury frequency ®	10.0%	
Rebuilding trust	**20.0%**	Threshold Target Max
External reputation	10.0%	
Internal morale and alignment	10.0%	
Value	**50.0%**	Threshold Target Max
Operating cash flow ®	11.7%	
Underlying replacement cost profit ®	11.7%	
Total cash costs	11.7%	
Gearing ®	3.0%	
Divestments	3.0%	
Upstream unplanned deferrals	3.0%	
Upstream major project delivery	3.0%	
Downstream net income per barrel	3.0%	
Overall outcome		

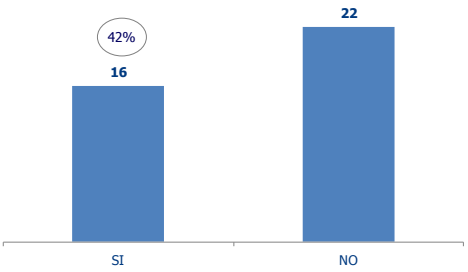
- Lo schema grafico utilizzato da BP risulta di immediata lettura e comprensione: potrebbe quindi essere usato in modo standardizzato nella rappresentazione del legame tra *performance* e *bonus*

Fonte: British Petroleum, Directors' Remuneration Report, 2012

Principi alla base della politica delle remunerazioni: le *una tantum*

- Il 42% delle società prevede la possibilità di erogare *bonus una tantum* in relazione alla realizzazione di progetti speciali; tale percentuale risulta leggermente superiore a quella registrata nel 2011 (40%)
- Nel 2012 le *una tantum* ammontano a circa 3,5 mio. €, valore sostanzialmente pari al 2011

Le società prevedono la possibilità di erogare *una tantum*?

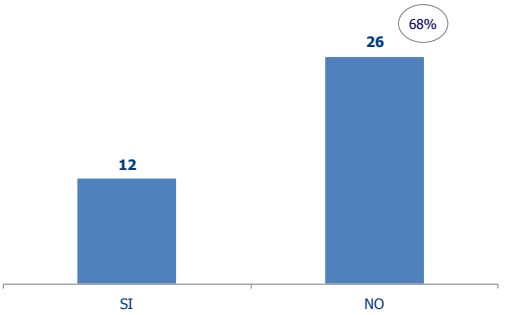


Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Confronto con il mercato

- Aumenta rispetto al 2011 il numero delle società che si affidano a *benchmark* con società comparabili al fine di meglio definire la propria politica retributiva (12 società vs. 7 del 2011)

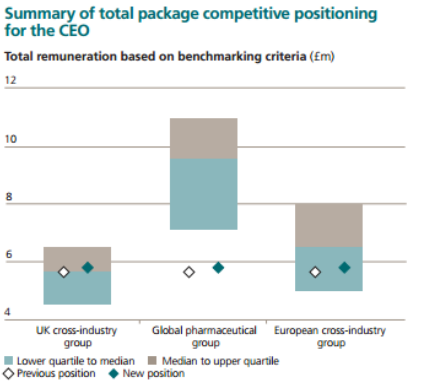
Società che utilizzano *benchmark* con *peer group*



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Il *benchmark* come metodologia per la determinazione della politica retributiva

UK cross-industry comparator group	Global pharmaceutical comparator group	
Anglo American	France	Sanofi
AstraZeneca	Switzerland	Novartis
Barclays		Roche Holdings
BG Group	UK	AstraZeneca
BHP Billiton	USA	AbbVie*
BP		Amgen**
British American Tobacco		Bristol-Myers Squibb
Diageo		Eli Lilly
HSBC		Johnson & Johnson
Reckitt Benckiser		Merck
Rio Tinto		Pfizer
Royal Dutch Shell		
Standard Chartered		
Tesco		
Unilever		
Vodafone		

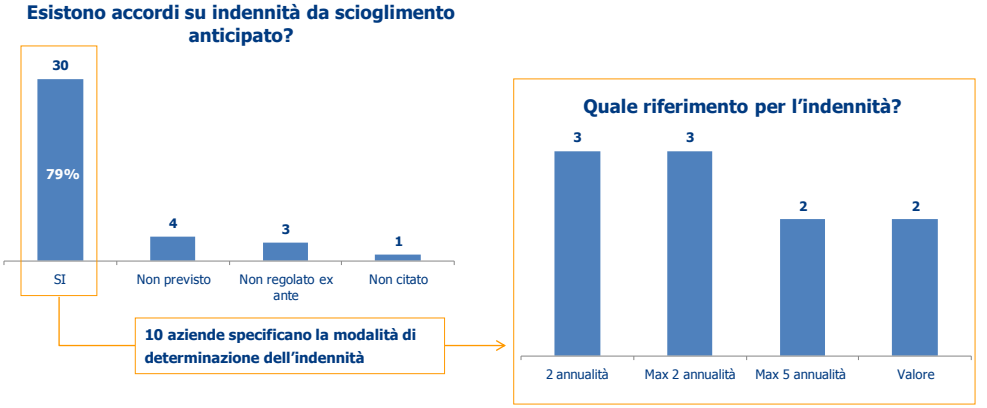


- Affinché l'approccio del *benchmark* possa fornire un valido supporto nella definizione della politica retributiva è necessario definire ***ex ante*** criteri chiari di selezione delle società *peer* e mantenere stabile nel tempo il *panel* selezionato

Fonte: Glaxo Smith Kline Directors' Remuneration Report, 2012

Gli accordi sulle indennità in caso di scioglimento del rapporto

- Quasi l'80% delle società del FTSE MIB (30 società) dichiarano l'esistenza di accordi sulle indennità per l'Amministratore Delegato; non si evidenziano variazioni rispetto al 2011



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

In conclusione

- Il *pay mix* viene comunicato dalla maggior parte delle aziende del FTSE MIB
- Il livello di *compliance* sulla trasparenza dei parametri adottati è molto buona
- Il legame tra *performance* e *bonus* rimane ancora un evidente elemento di criticità
- Sulla trasparenza in merito alla determinazione delle indennità in caso di cessazione del rapporto di lavoro, rimangono molte lacune

Sintesi dei livelli di *compliance* delle società del FTSE MIB per macro-capitoli e confronto con il 2011

Giudizio sul livello di *compliance* rispetto ai requisiti della nuova Relazione sulla Remunerazione delle 38 società dell'indice FTSE MIB esaminate:

	Livello di *compliance* 2011	Livello di *compliance* 2012	
Evidenze sul *pay mix* (fisso / variabile breve e lungo)	🟡	🟡	〓
Evidenze sui parametri di *performance* (STI e LTI)	🟢	🟢	〓
Legame tra *performance* e *bonus*	🔴	🔴	〓
Risoluzione /cessazione dei rapporti	🔴	🔴	〓

LEGENDA:

🔴 Basso livello di allineamento 🟡 Medio livello di allineamento 🟢 Alto livello di allineamento

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012), 2013

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

Le disposizioni CONSOB sul voto assembleare delle politiche retributive

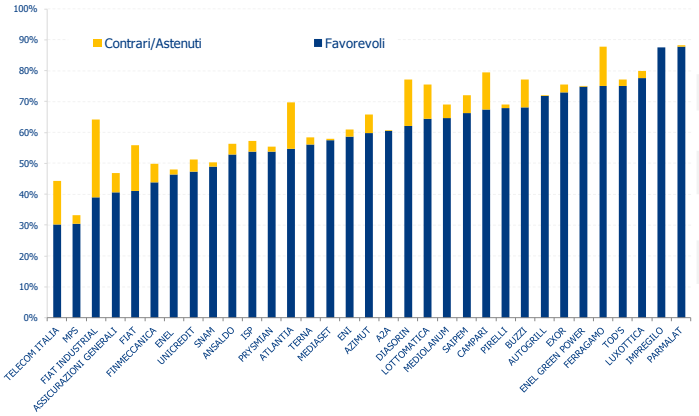
- Art. 123-*ter* del Testo Unico della Finanza, in conformità all'art. 84-*quater* del Regolamento Emittenti: le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico, **almeno 21 giorni prima dell'Assemblea Ordinaria Annuale**, una **Relazione sulla Remunerazione**
- L'Assemblea si esprime con un **voto non vincolante** sulla **prima sezione** della relazione, che illustra la politica di remunerazione e le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica, e gli esiti del voto sono messi a disposizione del pubblico

- Sono state analizzate le votazioni relative alla **sezione 1 della Relazione sulla Remunerazione** per le società dell'**indice FTSE MIB** *

(*) Con l'esclusione delle banche popolari per la peculiarità del meccanismo di voto

Esiti della votazione sulla sez.1: capitale sociale presente in Assemblea

- Il capitale sociale presente in Assemblea è rimasto sostanzialmente stabile fra il 2012 e il 2013
- L'azionista di riferimento continua a esprimere una quota rilevante
- L'esito delle votazioni è stato "plebiscitario": il **91%** del capitale votante presente è risultato **favorevole**

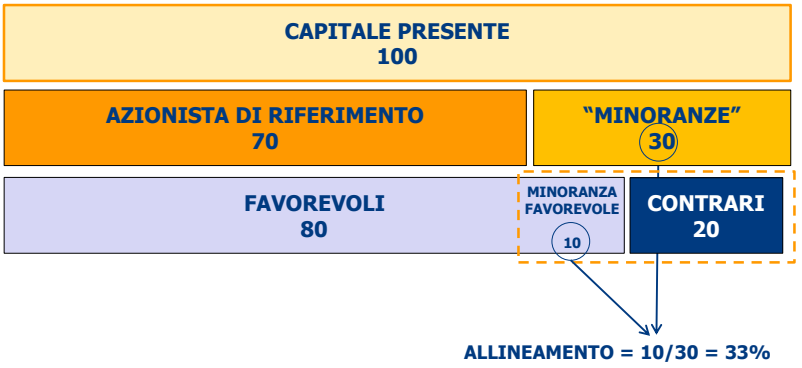


	2012	2013
Capitale presente	66%	65%
Azionista di riferimento	46%	45%
Favorevoli (% capitale sociale)	58%	59%
Favorevoli (% capitale sociale presente)	88%	91%
Contrari e Astenuti (% capitale sociale)	8%	6%

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Rendiconti Assemblee, 2013

Il reale livello di consenso assembleare: l'allineamento delle minoranze

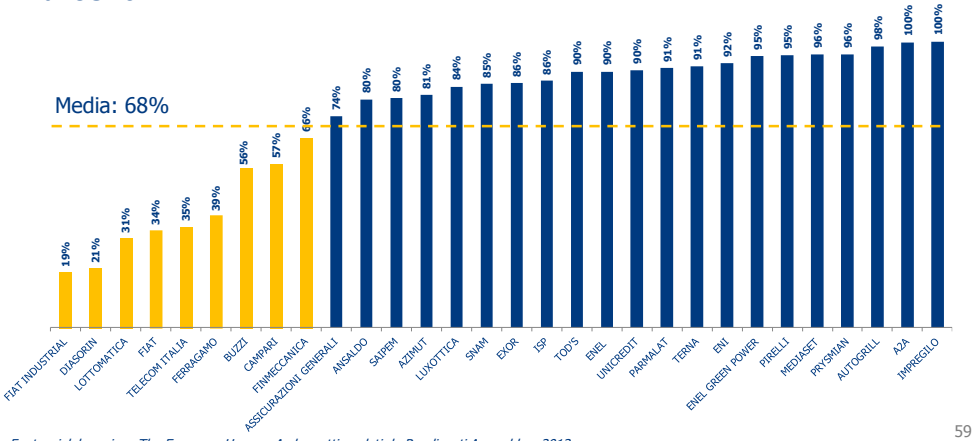
- Per comprendere il livello di consenso sulla Relazione, abbiamo stimato il "grado di allineamento" delle minoranze, inteso come la **quota del capitale presente non relativo all'azionista di controllo** che ha espresso voto **favorevole** sulla sezione 1 della Relazione sulla Remunerazione della società



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti , 2013

Esiti della votazione sulla sez.1: il grado di allineamento delle minoranze

- L'allineamento delle minoranze è **aumentato** rispetto all'anno precedente: mentre nel 2012 era a una media del 56%, quest'anno tale valore è salito al **68%**



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Rendiconti Assemblee, 2013

Il *Say-On-Pay*: confronto tra Paesi

Paese	Oggetto	Validità del voto	Disposizione
Australia	Politica retributiva	Vincolante*	Normativa (*Corporations Act* del 2011)
Danimarca	Politica retributiva	Vincolante	Normativa
Francia	Relazione sulla Remunerazione	Consultivo	Codice di Autodisciplina 2013 (MEDEP-AFEP)
Germania	Relazione sulla Remunerazione	Consultivo	Normativa (*Stock Corporation Act*)
Italia	Relazione sulla Remunerazione (1° sezione)	Consultivo	Normativa (D. Lgs. 22/2010)
Paesi Bassi	Politica retributiva	Vincolante	Normativa
Spagna	Relazione sulla Remunerazione	Consultivo	Codice di Autodisciplina
Regno Unito	Politica retributiva *Implementation report*	Vincolante Consultivo	Normativa (revisione 2013 del *Companies Act* del 2006**)
Svezia	Politica retributiva	Vincolante	Normativa
Svizzera	Politica retributiva	Consultivo	Adozione su base volontaria (referendum "*Against Rip-off*" del marzo 2013)
USA	Politica retributiva	Vincolante	Normativa (*Dodd-Frank Act* del 2010)

(*) La legge australiana dispone che se per due anni consecutivi le mozioni per l'approvazione del piano di remunerazione della società ricevono in Assemblea almeno il 25% di voti contrari, sarà possibile far decadere il *management*

(**) La riforma è entrata in vigore dall'1 ottobre 2013

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su fonti varie, 2013

Dal 1° ottobre 2013 è entrata in vigore la riforma dell'*Executive Pay* nel Regno Unito

- Obiettivo di aumentare la **trasparenza** nelle politiche di retribuzione delle **società quotate**
- Applicazione alle società quotate sul mercato nazionale, in un altro Paese europeo o negli USA (~900 aziende)* e a partire dalle **Assemblee** che si terranno negli esercizi che iniziano dopo tale data
- ***Statement*** del Presidente del Comitato per la Remunerazione nella Relazione sulla Remunerazione
- Voto vincolante degli azionisti nell'approvazione assembleare della **politica di remunerazione** degli Amministratori, almeno ogni 3 anni (o nel caso di modifiche alla politica retributiva già approvata)
- Voto consultivo annuale (non vincolante) sull'***Implementation Report***: in caso di mancata approvazione e nello stesso anno la *Remuneration Policy* non è stata sottoposta all'Assemblea, l'anno successivo la politica retributiva sarà soggetta ad nuova votazione assembleare

(*) Sono escluse le società di diritto estero quotate nel Regno Unito

Fonte: The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013, 6 agosto 2013

Il *Say-On-Pay* in Italia

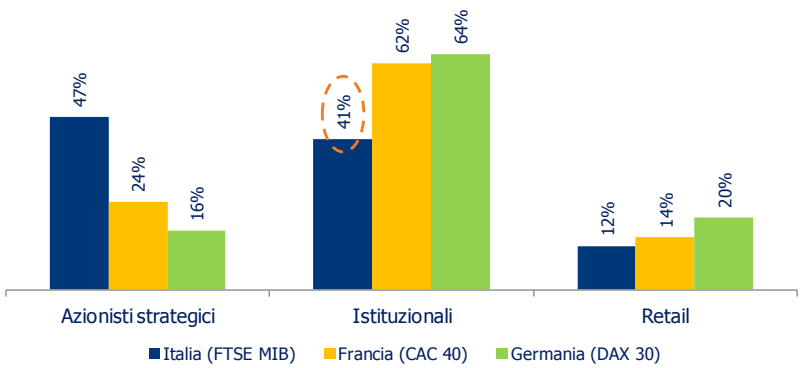
Art. 7 del Codice di Autodisciplina	D. Lgs. del 22 dicembre 2010	Testo Unico della Finanza (art. 123-*ter*)
▪ Disciplina la remunerazione degli Amministratori (sia esecutivi che non), dei Direttori Generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche ▪ Introduce una relazione che descrive la politica generale per la remunerazione del *top management* da presentare all'assemblea annuale ▪ Rafforza il ruolo del Comitato Remunerazione che deve proporre e verificare gli obiettivi di *performance* e può farsi assistere da un consulente esperto di politiche retributive (purché in assenza di conflitti d'interesse)	▪ Si applica a tutte le società quotate sui mercati regolamentati in Italia ▪ Recepisce le Raccomandazioni UE in materia (es. 2009/385/CE) ▪ Introduce il voto (non vincolante) degli azionisti sulle remunerazioni del *top management* ▪ Introduce la Relazione sulla Remunerazione per le società quotate	▪ La società deve illustrare, in una apposita relazione messa a disposizione dei soci almeno 21 giorni prima della data fissata per l'assemblea, la politica generale adottata in materia di remunerazioni dei componenti dell'organo di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti strategici, e indicare i compensi corrisposti agli amministratori nel corso dell'esercizio di riferimento ▪ L'Assemblea è chiamata a votare in senso favorevole o contrario sulla sezione della Relazione sulla Remunerazione (con delibera non vincolante); l'esito del voto deve essere posto a disposizione del pubblico

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

La presenza di investitori istituzionali nel capitale sociale delle maggiori società quotate italiane è contenuta rispetto ad altri mercati

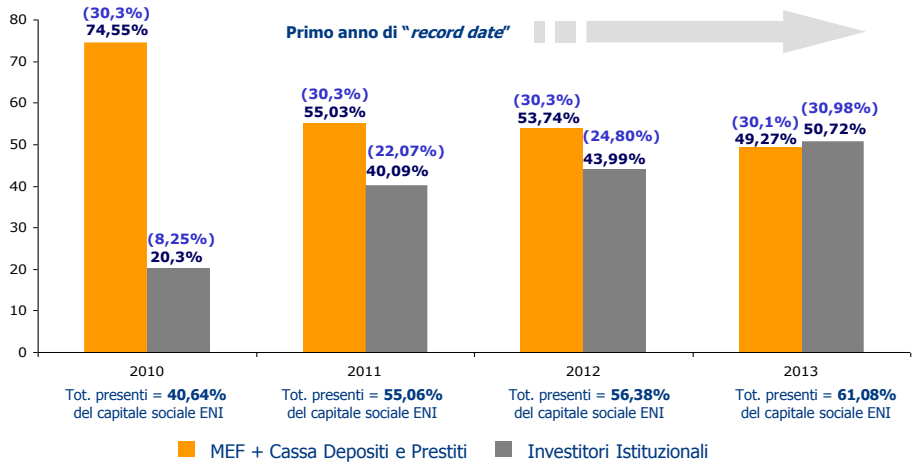
Assetti proprietari delle maggiori società quotate: confronto tra Italia, Francia e Germania (valore medio in % del capitale sociale)



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati CONSOB, Borsa Italiana e Georgeson, 2013

Aumenta l'attivismo degli investitori istituzionali: un esempio

Ripartizione del capitale presente alle votazioni assembleari in ENI, 2010 - 2013



Nota: le percentuali in blu fra parentesi riferiscono al possesso sull'intero capitale sociale
Fonte: dati gentilmente forniti da Giuseppe Recchi (Presidente di ENI) in occasione dell'incontro del Club Governance del 24 settembre 2013

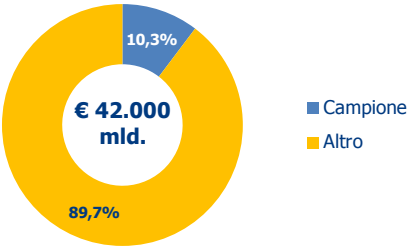
L'indagine 2013

- L'edizione 2013 dell'Osservatorio ha approfondito il tema degli investitori istituzionali nel nostro Paese, con un *focus* specifico al tema dei *proxy advisor*
- Lo strumento adottato per tale analisi è stata una *survey* su un campione di investitori istituzionali italiani ed esteri opportunamente selezionati
- Obiettivo dell'indagine è comprendere se la *corporate governance* sia importante per gli investitori istituzionali e quali elementi orientino le decisioni di investimento
- Nello specifico sono state analizzate le seguenti aree di indagine:
  1. i **criteri di investimento**
  2. le **politiche di voto** con particolare attenzione alla *disclosure* di quest'ultime e alla gestione dei rapporti con i *proxy advisor*
  3. le **politiche di gestione** del rapporto con le società partecipate

Il campione considerato

- Hanno partecipato all'indagine 42 investitori istituzionali, 24 italiani e 18 esteri
- Il campione ha **importante rilevanza statistica**:
  - se si considerano gli investimenti a livello mondiale, la quota rappresentata dai partecipanti all'indagine è circa **€ 4.318 mld**. (2,8 volte il PIL dell'Italia nel 2012), pari al **10,3%** degli *Assets Under Management** nel mondo

Quota AUM nel mondo del campione, 2012



(*) AUM: *Assets Under Management*, volume complessivo del patrimonio gestito dall'investitore

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali e dati EFAMA, 2013

Primi 10 partecipanti all'indagine per patrimonio totale gestito

Azienda	Nazionalità	AUM mondo (mld. €)
BNP Paribas	FR	889,0
Amundi	FR	707,3
Natixis Asset Manament	FR	571,4
Norges Bank Investment Management (NBIM)	NOR	562,7
Generali Group	ITA	463,1
Allianz Global Investors	GER	330,0
Eurizon	ITA	154,7
Florida State Board of Administration	USA	136,6
PGGM Investments	NL	120,0
Dexia Asset Management	BE	86,4
***Top 10* campione**	**-**	**4.021,2**
Altri	-	238,8
Totale campione	-	**4.318**
Totale Mercato	-	**42.000,0**
Quota rappresentata	-	**10,3%**

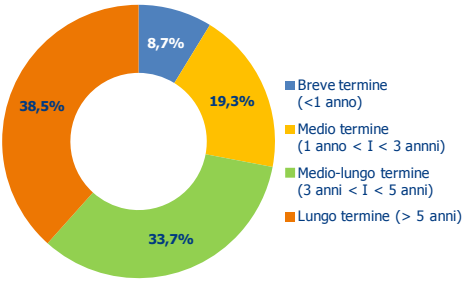
AUM: *Assets Under Management*, volume complessivo del patrimonio gestito dall'investitore

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali e dati Efama, 2013 – ordinamento decrescente per valore del patrimonio gestito

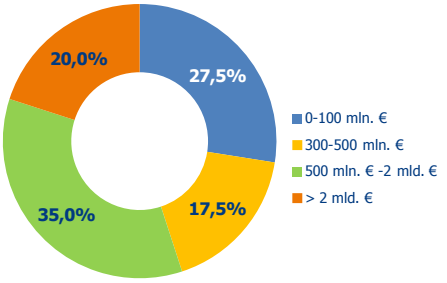
Caratteristiche del campione

- Oltre il 70% del campione è orientato ad investimenti a medio e lungo termine
- Il 55% del campione ha investimenti superiori ai 500 mln. € in Italia

Tipologia dell'investimento in Italia



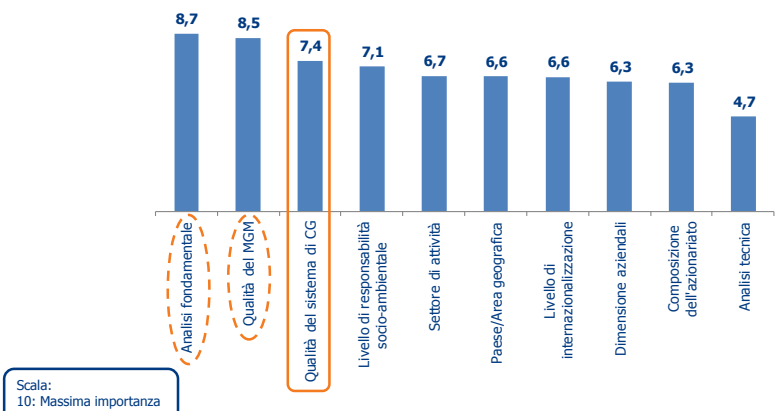
Quota dell'investimento in Italia



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

L'analisi fondamentale e la qualità del *management* sembrano essere tra i criteri più utilizzati: la *corporate governance* è sul podio

Criteri per la selezione dell'investimento

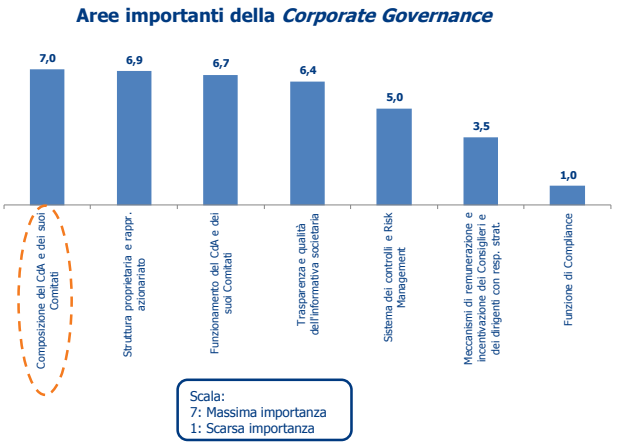


Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

The European House Ambrosetti

CRITERI DI INVESTIMENTO

La composizione del CdA e dei Comitati è l'aspetto più importante



- Nel **51,2%** dei casi non esiste all'interno un *team* di lavoro dedicato al monitoraggio delle prassi di *corporate governance* nelle società partecipate

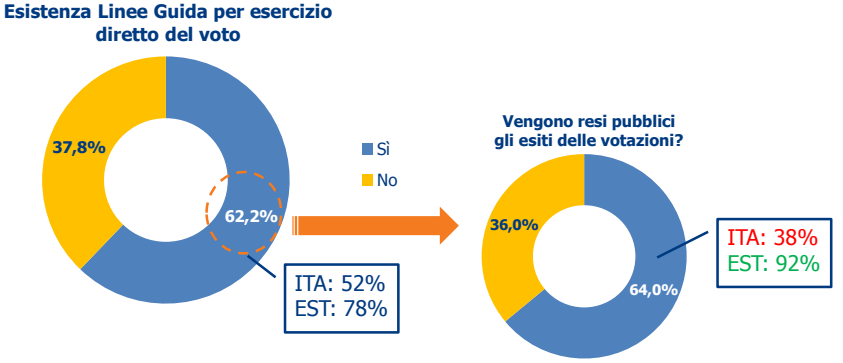
Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

The European House Ambrosetti

POLITICA DI VOTO

Il 62% ha definito delle Linee Guida specifiche per l'esercizio del diritto di voto; di questi il 64% le rende pubbliche

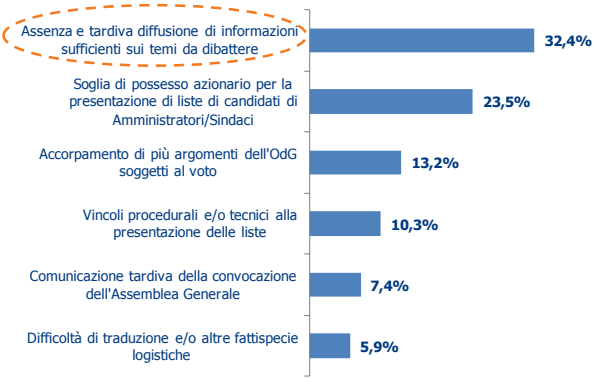
- Fra gli investitori istituzionali esteri prevale la tendenza a prevedere delle linee guida per l'esercizio diretto del voto
- Tra gli investitori esteri che prevedono le linee guida, oltre il 90% ne dà *disclosure* al contrario delle controparti italiane che tendono a non renderle pubbliche



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

L'assenza e la tardiva diffusione delle informazioni sono il maggior ostacolo per l'attivismo degli investitori

Principali ostacoli all'attivismo degli investitori istituzionali nelle società italiane *

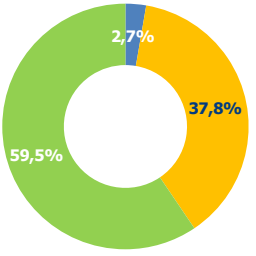


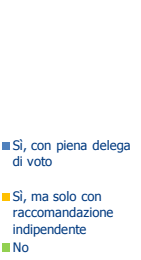
* Da intendersi come percentuale sul totale delle osservazioni raccolte dall'indagine (ad es. il primo ostacolo è stato individuato 22 volte su un totale di 68 osservazioni)

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

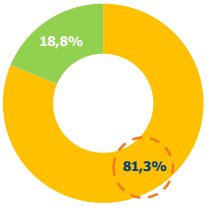
In riferimento al ricorso al *proxy advisor* gli investitori italiani ed esteri mostrano notevoli differenze

Ricorso al *proxy advisor*

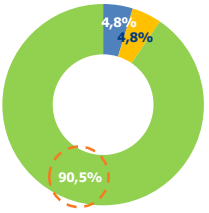




Ricorso al *proxy advisor* per gli investitori esteri



Ricorso al *proxy advisor* per gli investitori italiani

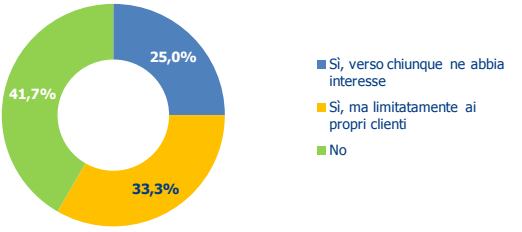


- Nel caso in cui si faccia ricorso al *proxy advisor,* sia per gli investitori italiani che per quelli esteri, **prevale la politica di voto dell'investitore** in caso di mancato allineamento con la politica del *proxy*

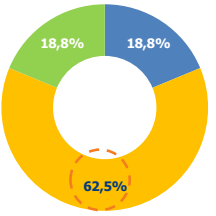
Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

Poco più della metà del campione rende pubbliche le votazioni espresse: investitori italiani meno trasparenti

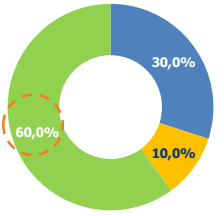
Propensione a rendere pubbliche le votazioni espresse nelle Assemblee



L'opinione degli Investitori esteri



L'opinione degli Investitori italiani

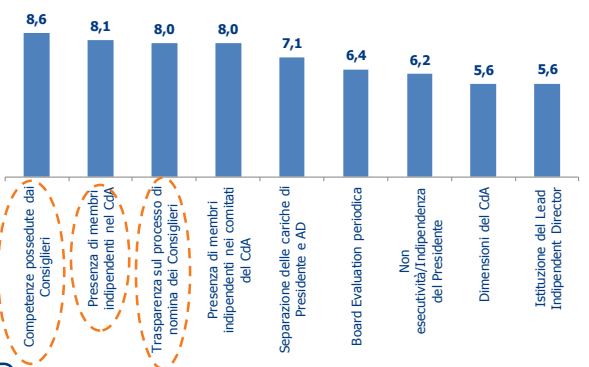


- Nel dibattito in corso sulla obbligatorietà a rendere pubbliche le votazioni espresse in Assemblea Generale gli investitori **si mostrano molto favorevoli** (76%): **gli esteri più degli italiani** (92% vs 61%)

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

Gli investitori attribuiscono rilevanza alla competenza, all'indipendenza e al processo di nomina dei Consiglieri

Aspetti sulla composizione del CdA importanti in sede di voto



Scala:
10: Massima importanza
1: Scarsa importanza

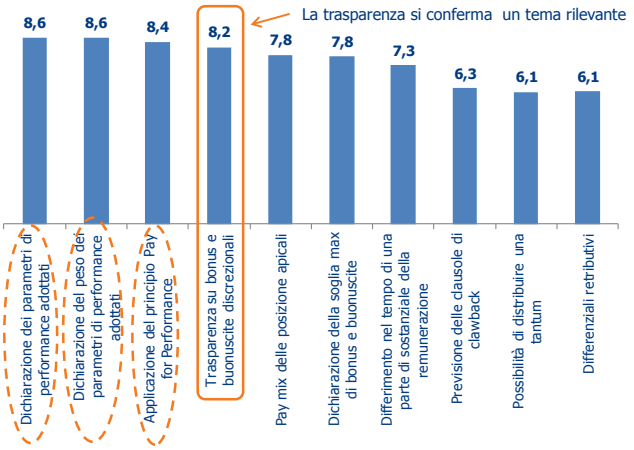
Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

The European House Ambrosetti

POLITICA DI VOTO

La definizione della componente variabile della remunerazione è un tema prioritario per gli investitori

Parametri importanti per l'approvazione della politica di remunerazione dei Consiglieri e dei Dirigenti strategici



- **Investitori esteri e italiani** appaiono **allineati** nel ritenere la dichiarazione dei parametri di *performance* adottati, la definizione del peso dei parametri e l'applicazione del principio *pay for performance* i 3 aspetti più importanti per l'approvazione della politica di remunerazione

Scala:
10: Massima importanza
1: Scarsa importanza

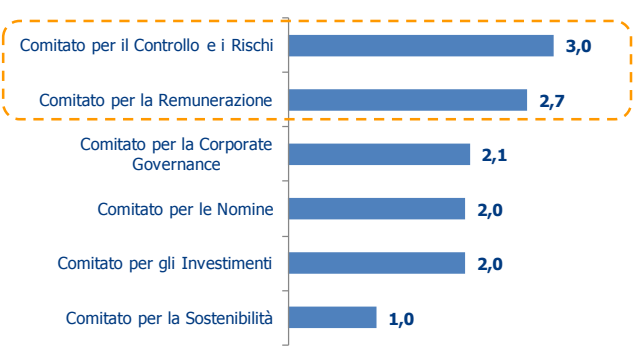
Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

The European House Ambrosetti

POLITICA DI GESTIONE

Rischi e Remunerazione i Comitati da presidiare maggiormente secondo gli investitori

I Comitati ritenuti maggiormente strategici da parte degli Investitori



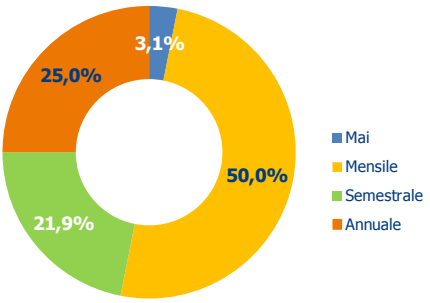
Scala:
3: Massima importanza
1: Scarsa importanza

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

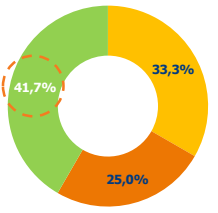
Metà del campione effettua incontri mensili con le partecipate

- Gli investitori italiani tendono a incontrare i vertici aziendali e/o i Consiglieri con maggior frequenza

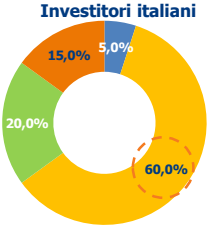
Gli incontri con i vertici aziendali e/o con i Consiglieri



Investitori esteri



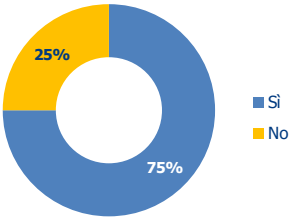
Investitori italiani



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

Gli investitori tendono a confrontarsi con il vertice aziendale prima di manifestare il proprio voto in Assemblea

Confronto con i vertici aziendali in caso di voto negativo o astensione



- Per gli investitori esteri il Sì raggiunge il 70% dei casi, per quelli italiani il 78%

L'**astensionismo** dell'investitore, nel 79% dei casi, **non** è interpretato come **segnale di dissenso** nei confronti della società

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

Altre considerazioni dei partecipanti all'indagine

Quali benefici è in grado di apportare per gli investitori istituzionali il recepimento da parte delle società quotate delle disposizioni della nuova edizione del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana e della normativa CONSOB sulla Relazione sulla Remunerazione?

- "*Complessivamente ha migliorato la corporate governance. Va comunque ricordato che le best practice sono in continua evoluzione: gli standard tendono a diventare sempre più demanding*"

Ritiene che esistano ulteriori punti critici su cui sarebbe necessario intervenire per migliorare il dialogo tra investitori istituzionali e società partecipate e la trasparenza nei rapporti reciproci?

- "*Rafforzare il dialogo tra società e investitori è sicuramente una mossa vincente*"

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

In sintesi

Criteri di investimento

- Osservati speciali: analisi fondamentale, qualità del *management* e della *governance*
- Le aree di *governance* maggiormente monitorate sono la composizione e il funzionamento del C.d.A. e (dei suoi Comitati) e la struttura dell'azionariato

Politica di voto

- Il ricorso ai *proxy advisor* è prassi tipica degli investitori esteri ma appare meno diffusa tra quelli italiani
- In sede di voto particolare considerazione viene attribuita alla competenza e all'indipendenza del C.d.A., rilevante rimane la componente variabile del *pay mix* e la trasparenza

Politica di gestione

- Gli incontri con le partecipate variano fra la cadenza mensile (italiani) e quella semestrale (esteri)
- In caso di dissenso è frequente il confronto preventivo
- Si evidenzia la necessità di rafforzare il dialogo tra investitori e partecipate, assieme alla richiesta di maggiore trasparenza

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

L'ESG Index 2013 – Metodologia dell'analisi

- L'Indice dell'Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index) offre **una visione d'insieme delle principali aree che compongono il sistema di governo aziendale** in senso allargato
- L'Osservatorio ha elaborato tale indicatore a partire dal **2010**
- I dati per l'ESG Index 2013 si riferiscono all'esercizio 2012 e sono tratti da fonti pubbliche quali **Bilanci d'esercizio 2012 e Relazioni sulla *Corporate Governance*** pubblicate nella primavera del 2013

(*) Analisi riferita alle società appartenenti al segmento FTSE MIB al 31 dicembre 2012

La composizione del campione del FTSE MIB 2013

- Nell'aggiornamento dell'indice, ragioni di omogeneità hanno indotto l'Osservatorio a non considerare, come in passato, le banche popolari* per la peculiarità del rispettivo sistema di *corporate governance*: di conseguenza, il campione 2013 del FTSE MIB è composto da **36 società** sulle 40 totali
- In generale, sulle 36 società esaminate:
  - 3 hanno rinnovato totalmente la composizione del C.d.A.
  - 21 hanno effettuato sostituzioni di alcuni Consiglieri e/o delle figure apicali (in 13 casi più di un membro)
- Tale fenomeno deve essere considerato nell'esame dei risultati dell'ESG Index 2012 e delle variazioni relative rispetto al posizionamento ottenuto dalle aziende nel 2011
- Si osserva un aumento della **presenza femminile**: su 95 nuovi Consiglieri "in entrata", 31 sono donne (**33%**; di queste 4 ricoprono più di una carica nei Consigli delle società del FTSE MIB); nel complesso vi sono 53 Consiglieri donne su un totale di 461 profili

(*) Non sono state considerate nell'analisi le seguenti 4 banche popolari: Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banco Popolare e UBI

Le 5 aree-chiave dell'ESG Index e i *Key Performance Indicators* (KPI) utilizzati

ESG Index 2013 — **32 KPI**

STRUTTURA E RAPPRESENTANZA DELL'AZIONARIATO

6 KPI

COMPOSIZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

7 KPI

FUNZIONAMENTO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

7 KPI

MECCANISMI DI REMUNERAZIONE ED INCENTIVAZIONE

5 KPI

SISTEMA DEI CONTROLLI E DI GESTIONE DEI RISCHI

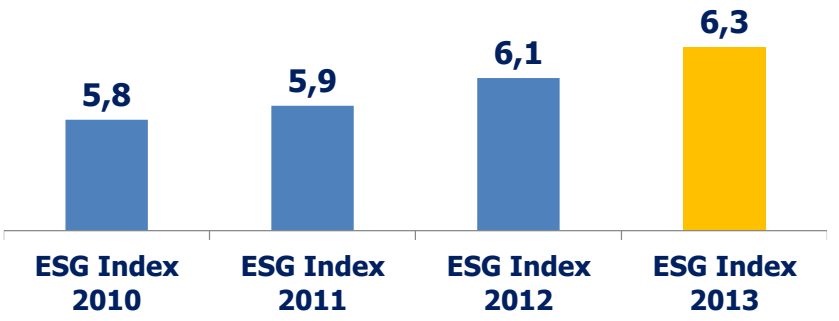
7 KPI

PESO OMOGENEO DI 20% PER CIASCUNA AREA

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

L'evoluzione nel tempo dell'ESG Index evidenzia un graduale miglioramento dei sistemi di governo

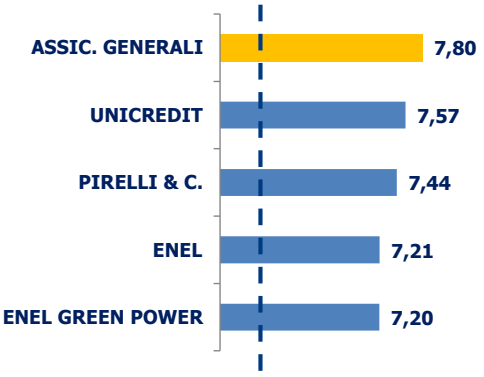
ESG INDEX 2010-2013 per le società del FTSE MIB (scala crescente da 1 a 10)



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

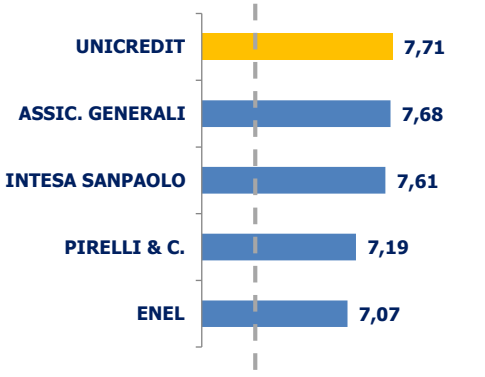
Il posizionamento nell'ESG Index 2013 complessivo

Prime cinque posizioni nell'ESG Index 2013



MEDIA FTSE MIB: 6,3

Prime cinque posizioni nell'ESG Index 2012

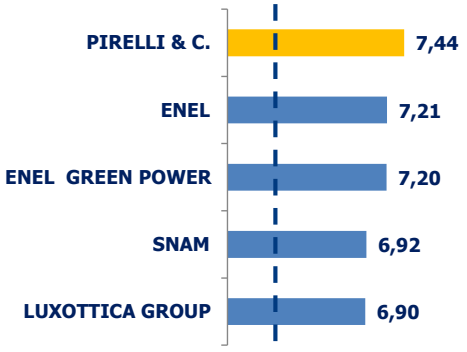


MEDIA FTSE MIB: 6,1

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

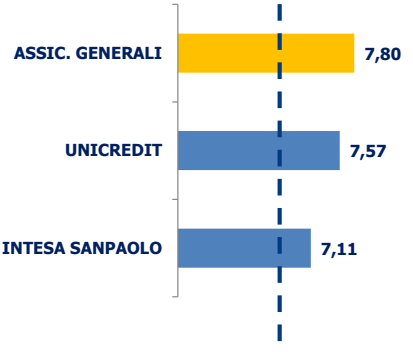
La classifica dell'ESG Index 2013 per settore di appartenenza

ESG Index 2013: Top 5 industriali



MEDIA INDUSTRIALI: 6,2
(vs. 5,9 nel 2012)

ESG Index 2013: Top 3 *banking & finance



MEDIA *BANKING & FINANCE*: 6,9
(vs. 6,5 nel 2012)

(*) Alla luce dei suggerimenti dell'*Advisory Board*, sono state considerate solo le società con un valore dell'ESG 2013 superiore alla media del comparto *Banking & Finance*

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

I. Struttura e rappresentanza dell'azionariato: KPI selezionati e valori medi

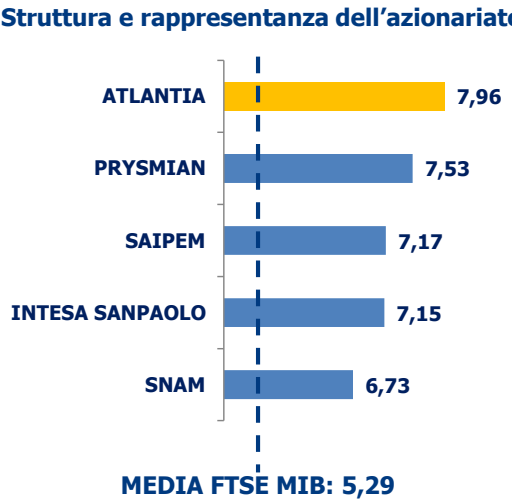
	Indicatore (KPI)	PESO RELATIVO DEL KPI	ESG 2011	ESG 2012	ESG 2013	Impatto su *corporate governance*
1	Numero di investitori istituzionali (n° investitori istituzionali attuali / n° investitori di equilibrio)	**20%**	98%	97%	98%	⇔
2	Quota % di capitale detenuto da investitori istituzionali	**20%**	10,8%	9,7%	12,4%	↑
3	Quota % di capitale detenuta da azionista/i di controllo	**10%**	43,2%	48,2%	45,9%	⇔
4	Quota % di azioni con diritto di voto sul totale azioni	**15%**	97,5%	98,2%	98,3%	⇔
5	Soglia per esercizio del voto di lista per C.d.A.	**15%**	1,50%	1,49%	1,33%	↑
6	% di posti nel C.d.A. occupati da Consiglieri eletti dalla minoranza	**20%**	15,0%	11,3%	14,0%	↑

Situazione rispetto alla rilevazione dell'ESG Index 2012: ⇔

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

Nota metodologica: l'impatto dell'indicatore sulla *corporate governance* è stato considerato "stabile" nel caso in cui il KPI abbia mantenuto una variabilità compresa in un *range* compreso tra +/- 5% rispetto al valore rilevato nell'ESG Index 2012

I. Struttura e rappresentanza dell'azionariato: *Top* 5



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

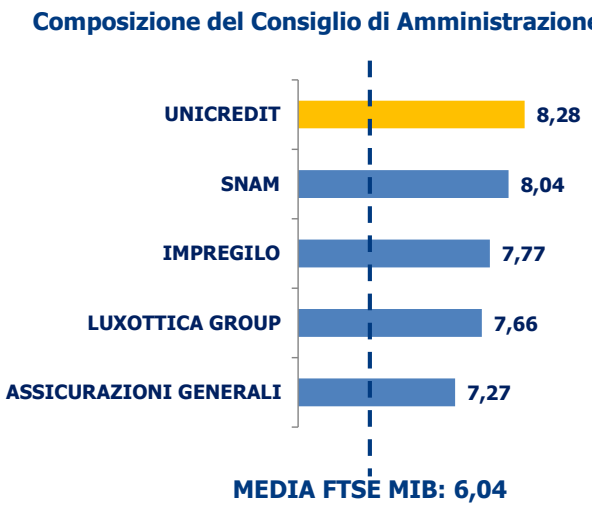
II. Composizione del C.d.A.: KPI selezionati e valori medi

	Indicatore (KPI)	PESO RELATIVO DEL KPI	ESG 2011	ESG 2012	ESG 2013	Impatto su *corporate governance*
1	Numero di Consiglieri indipendenti nel C.d.A. (% sul totale C.d.A./C.d.G.)	**25%**	43%	44%	49%	↑
2	Separazione dei ruoli tra Presidente e AD (punteggio qualitativo su una scala crescente da 1 a 10)	**10%**	6,5	7,0	7,1	⇔
3	Presenza del *Lead Independent Director* (punteggio qualitativo su una scala crescente da 1 a 10)	**10%**	5,2	5,8	5,8	⇔
4	Mix di competenze nel C.d.A. (C.d.G. per società dualistiche) - delta % tra area *Legal* e area *Business*)	**35%**	18%	24%	24%	⇔
5	Presenza di Consiglieri di Amministrazione con esperienza internazionale (internazionalizzazione degli organi di governo vs. presenza su mercati esteri – punt. qualitativo)	**5%**	4,90	5,63	7,33	↑
6	Componente femminile negli organi di governo (% su totale membri C.d.A.)	**10%**	3,6%	5,1%	11,0%	↑
7	Età media dei Consiglieri di Amministrazione – età media	**5%**	59,0	58,8	58,3	⇔

Situazione rispetto alla rilevazione dell'ESG Index 2012: ⇔

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti, 2013
Nota metodologica: l'impatto dell'indicatore sulla *corporate governance* è stato considerato "stabile" nel caso in cui il KPI abbia mantenuto una variabilità compresa in un *range* compreso tra +/- 5% rispetto al valore rilevato nell'ESG Index 2012

II. Composizione del C.d.A.: *Top* 5



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

III. Funzionamento del C.d.A.: KPI selezionati e valori medi

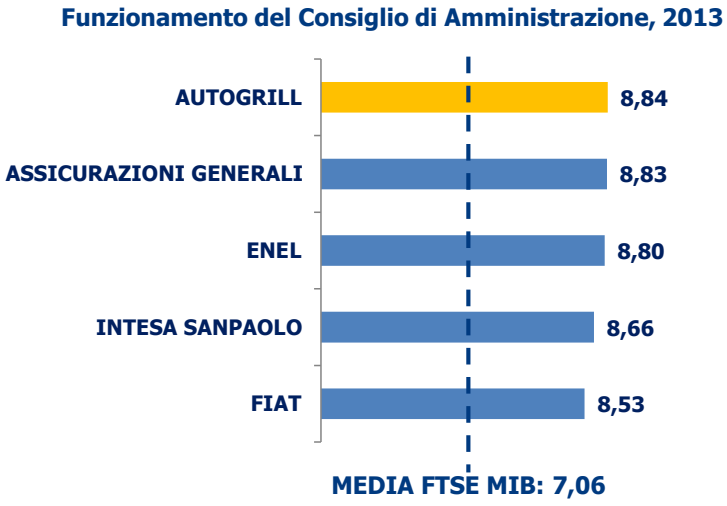
	Indicatore (KPI)	PESO RELATIVO DEL KPI	ESG 2011	ESG 2012	ESG 2013	Impatto su *corporate governance*
1	Numero di riunioni del C.d.A. (C.d.S. per soc. dualistiche)	**5%**	10,4	9,7	10,6	n.a.
2	Tasso di partecipazione dei Consiglieri alle riunioni del C.d.A. (C.d.G. per soc. dualistiche)	**25%**	92%	92%	93%	⇔
3	Tasso di partecipazione dei Consiglieri alle riunioni del Comitato per il Controllo Interno e i Rischi	**15%**	93%	95%	95%	⇔
4	Tasso di partecipazione dei Consiglieri alle riunioni del Comitato per la Remunerazione	**15%**	93%	89%	94%	↑
5	Numero di altri Comitati espressi dal C.d.A. (oltre a Comitato per il Controllo Interno, Comitato per la Remunerazione e Comitato Esecutivo)	**15%**	1,2	1,5	2,1	↑
6	Numero medio di altre cariche assunte dai Consiglieri di Amministrazione (C.d.G. per soc. dualistiche)	**10%**	3,10	3,32	3,05	↑
7	Processo di *Board Evaluation* (punteggio composto, scala crescente da 1 a 10)	**15%**	6,6	7,4	7,6	⇔

Situazione rispetto alla rilevazione dell'ESG Index 2012: ⇔

NB: il giudizio espresso sul miglioramento/peggioramento dei singoli indicatori (KPI) in alcuni casi non è stato espresso a causa dell'impossibilità di definire un valore di riferimento (es. numero "ottimale" di riunioni dell'organo collegiale)

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti, 2013
Nota metodologica: l'impatto dell'indicatore sulla *corporate governance* è stato considerato "stabile" nel caso in cui il KPI abbia mantenuto una variabilità compresa in un *range* compreso tra +/- 5% rispetto al valore rilevato nell'ESG Index 2012

III. Funzionamento del C.d.A.: *Top* 5



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

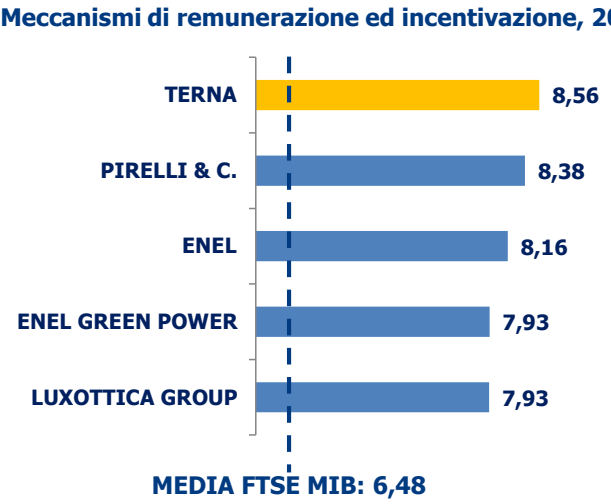
IV. Meccanismi di remunerazione ed incentivazione: KPI selezionati e valori medi

	Indicatore (KPI)	PESO RELATIVO DEL KPI	ESG 2011	ESG 2012	ESG 2013	Impatti sulla *corporate governance*
1	Numero di riunioni del Comitato per la Remunerazione	**5%**	5,0	5,2	5,2	n.a.
2	Presenza di Consiglieri indipendenti nel Comitato per la Remunerazione (% su totale membri)	**25%**	74%	80%	86%	↑
3	Correlazione su 5 anni tra andamento remunerazione variabile AD e *performance* aziendale (correlazione tra delta performance e delta *bonus*)	**35%**	6%	8%	8%	⇔
4	Attenzione al medio-lungo termine (punteggio qualitativo crescente da 1 a 10 su presenza di meccanismi *long term*)	**15%**	5,7	5,6	5,6	⇔
5	Livello di *disclosure* sul sistema di incentivazione (punteggio qualitativo da 1 a 10 su visibilità a strategia, pay mix AD, parametri, indennità di fine rapporto)	**20%**	4,0	5,1	6,6	↑

Situazione rispetto alla rilevazione dell'ESG Index 2012: ↑

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti, 2013
Nota metodologica: l'impatto dell'indicatore sulla *corporate governance* è stato considerato "stabile" nel caso in cui il KPI abbia mantenuto una variabilità compresa in un *range* compreso tra +/- 5% rispetto al valore rilevato nell'ESG Index 2012

IV. Meccanismi di remunerazione ed incentivazione: *Top* 5



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

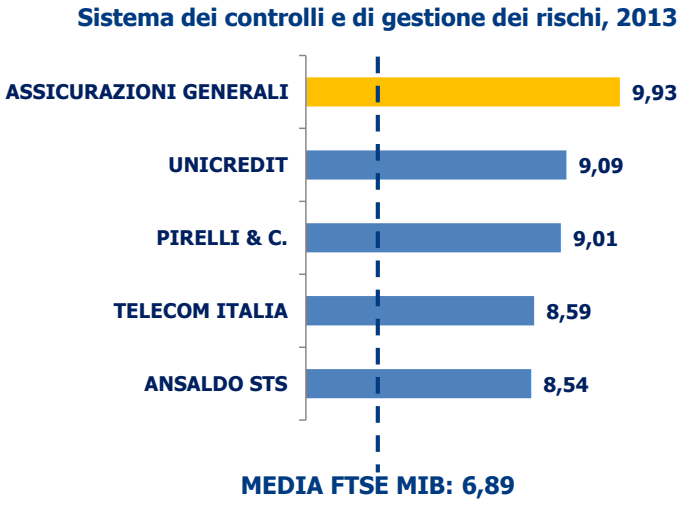
V. Sistema dei controlli e di gestione dei rischi: KPI selezionati e valori medi

	Indicatore (KPI)	PESO RELATIVO DEL KPI	ESG 2011	ESG 2012	ESG 2013	Impatti sulla *corporate governance*
1	Numero di riunioni del Comitato i Controlli e i Rischi	**5%**	10,7	10,1	11,3	n.a.
2	Presenza di Consiglieri indipendenti nel Comitato per i Controlli e i Rischi	**20%**	87%	84%	89%	↑
3	Numero di riunioni del Collegio Sindacale	**10%**	17	16	19	n.a.
4	Tasso di partecipazione dei Sindaci (C.d.S. per società dualistiche)	**20%**	93%	94%	96%	⇔
5	Numero medio di cariche assunte dai Sindaci (Consiglieri di Sorveglianza per società dualistiche)	**10%**	7,8	7,4	6,3	↑
6	*Risk Management* (esistenza di Comitato e/o Funzione dedicati - punteggio qualitativo crescente da 1 a 10)	**15%**	6,0	5,9	8,3	↑
7	Definizione di Piani di Successione per il *Top Management* (punteggio crescente da 1 a 10)	**20%**	1,0	2,5	2,7	↑

Situazione rispetto alla rilevazione dell'ESG Index 2012: ↑

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti, 2013
Nota metodologica: l'impatto dell'indicatore sulla *corporate governance* è stato considerato "stabile" nel caso in cui il KPI abbia mantenuto una variabilità compresa in un *range* compreso tra +/- 5% rispetto al valore rilevato nell'ESG Index 2012

V. Sistema dei controlli e di gestione dei rischi: *Top* 5



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2013

Migliorano molte aree dell'ESG Index

- Per la prima volta dall'inizio delle rilevazioni si osserva un miglioramento (o la relativa stabilità) su tutti i KPI considerati, a conferma dei positivi effetti indotti dalla nuova autodisciplina e dalle norme imposte da CONSOB e Banca d'Italia
- Si osservano infatti alcuni significativi miglioramenti indotti dai **nuovi requisiti del Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana** (in vigore da inizio 2012) con riferimento al funzionamento dell'attività del C.d.A. e al sistema dei controlli e rischi (ad es., rafforzamento del ruolo del Comitato per il Controllo Interno con l'aggiunta del presidio dei Rischi)
- Migliora la composizione del C.d.A., con un incremento delle "**quote rosa**" (passate, in media, dal 5% del totale nel 2011 all'11% nel 2012) per effetto della relativa legge sulla rappresentanza di genere nei C.d.A.*
- Si conferma il punteggio (tendenzialmente elevato rispetto alla media del campione FTSE MIB) di **banche e assicurazioni**, che hanno "beneficiato" dalle novità introdotte **a livello normativo** prima che per le società industriali in materia di remunerazione ed incentivazione

(*) Legge 120/2011 sulla rappresentanza per almeno il 20% negli organi di amministrazione e controllo al genere meno rappresentato, a partire dal primo rinnovo degli organi, e delibera CONSOB n. 18098/2012 per le società quotate

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

La *governance* come fattore competitivo nelle diverse fasi dell'operazione Salini - Impregilo*

La *corporate governance* ha giocato un ruolo-chiave prima, durante e dopo l'acquisizione di Impregilo da parte di Salini:

1. Nell'**acquisizione del controllo del C.d.A.** di Impregilo
2. Nella gestione di Impregilo **dopo l'acquisizione del controllo del suo C.d.A.**
3. Nella gestione di Impregilo **dopo l'acquisizione del controllo di diritto di Impregilo** da parte di Salini all'esito dell'OPA

(*) La parte che segue è stata sviluppata su richiesta dell'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia dall'Avv. **Sergio Erede** (*Senior Partner* dello Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo) e dall'Avv. **Silvia Romanelli** (Socio dello Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo)

1. L'acquisizione del controllo del C.d.A. di Impregilo: le critiche mosse alla precedente gestione (1/2)

- **Mancanza di una strategia di crescita e sviluppo** con errate decisioni gestionali che hanno portato, nel periodo 2006-2011 a:
  - perdita di redditività
  - perdita del primario posizionamento nazionale a internazionale nel mercato delle costruzioni
  - un "ritorno" per gli azionisti molto inferiore a quello prodotto da altri operatori comparabili

  → Il C.d.A. in carica, **a dimostrazione della fondatezza delle critiche sollevate da Salini**, ha predisposto e comunicato al mercato (1° volta nella storia della società) un **piano industriale** (di cui, peraltro, Salini ha evidenziato l'inadeguatezza)
- **Gestione al di fuori dell'oggetto sociale** in violazione dello statuto stesso e, quindi, della legge

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

1. L'acquisizione del controllo del C.d.A. di Impregilo: le critiche mosse alla precedente gestione (2/2)

- **Carenze e difformità dalle *best practice* internazionali del sistema di governo** e della **composizione del C.d.A.** in termini di:
  - Numero di Consiglieri Indipendenti
  - Assenza di un *Lead Independent Director*
  - Esperienza e competenza nel settore delle costruzioni ed *expertise* internazionale
  - Rappresentanza delle minoranze
  - Numero/composizione dei Comitati e scarsa partecipazione dei suoi componenti

  → **Azioni immediate** del C.d.A. di Impregilo (a conferma della fondatezza delle critiche mosse da Salini):
  1. Annuncio al mercato dell'avvio di una profonda revisione di alcuni aspetti della *governance*
  2. Convocazione di un'Assemblea straordinaria (maggio 2012), in cui è stata **proposta una modifica delle regole di nomina degli Consiglieri → proposta bocciata**, con il voto contrario determinante (e motivato) di Salini
  3. Cooptazione **di 3 nuovi componenti indipendenti e di profilo internazionale** (peraltro non scevri da critiche)

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

1. L'acquisizione del controllo del C.d.A. di Impregilo: argomenti a sostegno della lista proposta da Salini

- Maggioranza nel C.d.A. di **componenti indipendenti (9 su 15)**[*]
- Presenza di ***manager* molto esperti**, con adeguate competenze nel **settore costruzioni** e nelle tecniche di gestione e valutazione dei rischi
- Presenza di profili con esperienza manageriale e imprenditoriale in **altri settori di attività** (apporto di un contributo in termini di visione dei mercati internazionali e delle possibili evoluzioni del *business*, con un approccio innovativo)
- **Esposizione ed esperienza internazionale**, conoscenza delle realtà socio-politiche e dei meccanismi di mercato dei Paesi strategici per l'azienda, acquisite attraverso lo svolgimento di attività imprenditoriali e professionali **pluriennali** svolte presso istituzioni estere, imprese e gruppi a vocazione globale
- **Mix e complementarietà delle provenienze e competenze professionali** (imprenditorialità, *management*, studi professionali, università)
- Partecipazione attiva alla definizione e gestione di società complesse e/o quotate
- Disponibilità effettiva del **tempo necessario** per partecipare attivamente alle sedute consiliari e per svolgere tutta la necessaria attività preparatoria
- **Presenza femminile** (3 su 15), anticipando quanto previsto dalle disposizioni di legge

(*) A settembre 2013, nell'ambito della riorganizzazione in vista della fusione, si sono dimessi 3 Consiglieri e sono stati nominati al loro posto 3 Consiglieri indipendenti (di cui 2 con efficacia immediata). Attualmente i Consiglieri indipendenti sono, quindi, 11 su 15.

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

2. La gestione di Impregilo dopo l'acquisizione del controllo del suo C.d.A.: nomina di un *Corporate Governance Advisory Board*

- ***Unicum* nel panorama italiano**
- Compito di **analizzare la struttura di *governance* esistente e formulare proposte e pareri** a beneficio del C.d.A. e dei suoi Comitati **per allineare le regole di *governance* alle *best practice***, con particolare riferimento a:
  - Previsioni statutarie e alle procedure (ad es., procedura in materia di Operazioni con Parti Correlate)
  - Gestione di situazioni di potenziale conflitto di interessi e alla tutela delle minoranze
- Aggiunta di **altre funzioni** nel corso dell'attività (ad es. nell'ambito della Procedura in materia di OPC)
- **Terzietà** del *Corporate Governance Advisory Board*:
  - 2 Consiglieri Indipendenti
  - 2 componenti esterni a Impregilo

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

2. La gestione di Impregilo dopo l'acquisizione del controllo del suo C.d.A.: altre misure

- Adozione di **procedure d'istruttoria e approvazione di operazioni significative** caratterizzate da presidi volti alla:
  - gestione di situazioni di potenziale conflitto di interessi
  - tutela delle minoranze
- Particolare attenzione a:
  - **dialettica tra C.d.A. e Comitati**
  - **flusso informativo** verso i Consiglieri Indipendenti

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

3. La gestione di Impregilo dopo l'acquisizione del controllo di diritto di Impregilo da parte di Salini all'esito dell'OPA

- **Conferma della "squadra" Salini** nonostante l'acquisizione del controllo dell'Assemblea e i vantaggi che un eventuale rinnovo dell'organo amministrativo avrebbe consentito in termini di caducazione dei giudizi in corso aventi a oggetto la delibera di nomina del 17 luglio 2012
- Conferma del perseguimento di regole di *governance* in linea con le *best practice* come **strumento per una più efficiente** ed **efficace gestione** della società

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

Andamento del titolo Impregilo dall'ingresso di Salini ad oggi

- Andamento del titolo dall'ingresso di Salini nella compagine azionaria a oggi (il primo CS è stato diffuso da Salini il 4 ottobre 2011)
  - Da tale data a oggi il prezzo è passato da **1,232** a **5,065 € ***
- Andamento del titolo dalla nomina del Consiglio espressione di Salini (17 luglio 2012) a oggi
  - Da tale data a oggi il prezzo è passato da **2,141** a **5,065 € ***
- Apprezzamento del titolo anche considerato:
  - il prezzo dell'OPA conclusasi il 2 maggio 2013 (pari a **4,000 €**)
  - la distribuzione del *jumbo dividend* (pari a 1,490 € per azione ordinaria e a 1,594€ per azione di risparmio) messo in pagamento il 23 maggio 2013

(*) Fonte: dati di Borsa Italiana aggiornati al 18 novembre 2013

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti e Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo, 2013

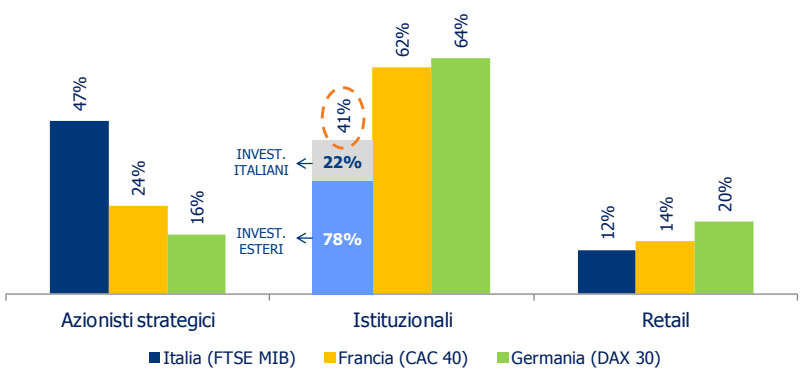
Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

Le proposte dell'Osservatorio intendono contribuire a **migliorare la qualità della *corporate governance*** nelle società italiane (quotate e non), anche nell'ottica di **aumentare** (o quantomeno non ridurre) **l'attrattività per gli investitori**, anche istituzionali

La presenza di investitori istituzionali nel capitale sociale delle maggiori società quotate italiane è contenuta rispetto ad altri mercati

Assetti proprietari delle maggiori società quotate: confronto tra Italia, Francia e Germania (valore medio in % del capitale sociale)



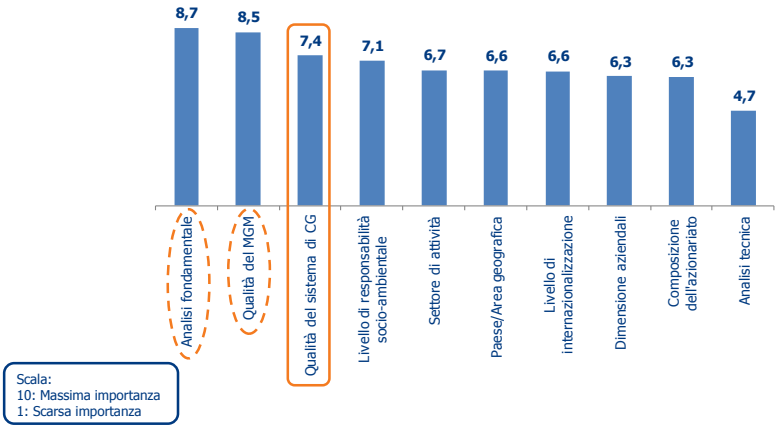
Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati CONSOB, Borsa Italiana e Georgeson, 2013

The European House Ambrosetti

CRITERI DI INVESTIMENTO

La *corporate governance* è sul podio dei criteri per la selezione dell'investimento d parte degli investitori istituzionali

Criteri per la selezione dell'investimento



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

The European House Ambrosetti

Per allinearsi ai Paesi "virtuosi", all'Italia servirebbe un aumento degli investimenti in *equity* in società quotate per 110 mld €

- Per arrivare ai medesimi risultati di Paesi più "virtuosi" e simili all'Italia (Francia e Germania), sarebbe necessario un **investimento da parte di soggetti istituzionali** pari a **110 mld €***

Valore di mercato attuale FTSE MIB (mld €)	**343**
Quota % istituzionali attuale	41%
Controvalore quota istituzionali (mld €)	141
Media quota istituzionali (FRA-GER)	**63%**
Investimento Istituzionali (mld €)	**110**
di cui: aumento di capitale (hp: 50%)	*55*
di cui: sostituzione azionariato	*55*
Controvalore quota istituzionali (post-investimento, mld €)	251
Valore di mercato post-investimento istituzionali (mld €)	398
Quota istituzionali prospettica in Italia	**63%**

*di cui 85,8 dall'estero***

(*) In parte per aumento di capitale e in parte per sostituzione dell'azionariato
(**) Assumendo che venga mantenuto l'attuale *mix* degli investitori istituzionali (italiani vs. esteri)

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su dati Borsa Italiana, Georgeson, fine ottobre 2013

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. *Focus* sul *mix* di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

L'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia
The European House Ambrosetti

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. ***Focus sul mix di competenze dei Consiglieri***
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

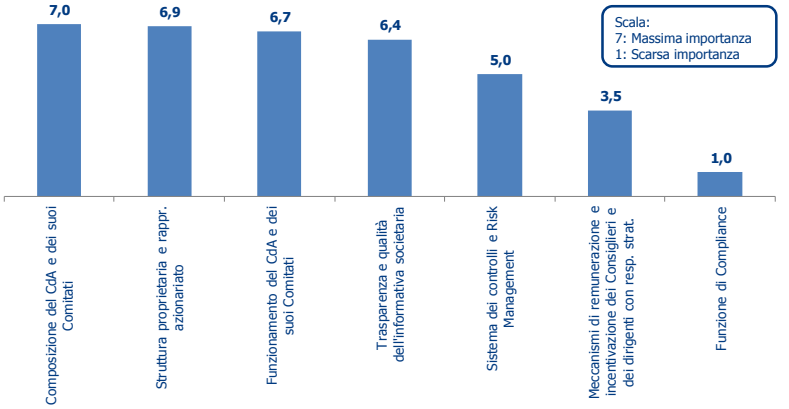
5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

La professionalità del C.d.A. è centrale per gli investitori

- La *survey* evidenzia che la **composizione del C.d.A. e dei Comitati** è il principale aspetto esaminato dagli investitori istituzionali nel sistema di governo



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su indagine Investitori Istituzionali, 2013

Le competenze del C.d.A.: un esempio

- Si riporta l'esempio della "***skill matrix***" messa a punto dal C.d.A. e dal Comitato per la *Corporate Governance* della società canadese ENMAX (settore dell'energia), che identifica le **competenze-chiave** da presidiare costantemente nel *Board*

BUSINESS CASE: ENMAX CORPORATION

SKILL	EXPERIENCE DESCRIPTION
Energy Sector Expertise	Senior Executive or consulting experience in the energy industry, combined with a strong knowledge of ENMAX's strategy, markets, competitors, financials, operational issues, regulatory concerns and technology. May have technical training and formal education in this regard (e.g. Engineering degree).
Financially Literate	Individual having the ability to read and understand a set of financial statements that present a breadth and level of complexity of accounting issues that are generally comparable to the breadth and complexity of the issues that can reasonably be expected to be raised by ENMAX's financial statements.
Successful Corporate Leadership Experience	Senior Executive experience driving strategic insight and direction to encourage innovation and conceptualize key trends to continuously challenge the organization to sharpen its vision while achieving significant organic growth.
Committee/Board Chair Experience	Prior or current experience as a board member of a major organization (public, private or non-profit sectors).
Corporate Governance Expertise	Senior Executive experience relating to corporate governance, including acting as the Chair of a Corporate Governance and/or Nominating Committee of a board of directors (public, private or non-profit sectors) or serving in a senior role as either General Counsel and/or Corporate Secretary, including accumulating expertise in this regard as a result of a role in a law firm. May include formal education (e.g. ICD.D or Chartered Directors Course designations) or other academic training relating to the corporate governance profession.
Financial Expertise	Senior Executive experience or consulting in financial accounting and reporting and corporate finance, especially with respect to debt and equity markets. Comprehensive knowledge of internal financial controls and GAAP. Expertise in auditing, evaluating or analyzing financial statements. May have formal education in this regard.
Electricity Industry Expertise	Senior executive experience in electric utility transmission, distribution and generation operations.
Engineering/Construction Expertise	Senior executive experience in construction and engineering, major infrastructure and project review. May include formal education in this regard.

Fonte: ENMAX Corporation, "*Report on Board Governance Practices as at December 31, 2012*"

La rappresentazione delle competenze dei candidati al C.d.A.

- Gli emittenti dovrebbero anche indicare, nei documenti presentati all'**Assemblea**, quali competenze sono presidiate dai **candidati** al ruolo di Consigliere di Amministra-zione

BUSINESS CASE: MCCORMIK & COMPANY

	John P. Bilbrey	James T. Brady	J. Michael Fitzpatrick	Freeman A. Hrabowski, III	Patricia Little	Michael D. Mangan	Margaret M. V. Preston	George A. Roche	Gordon M. Stetz, Jr.	William E. Stevens	Alan D. Wilson
Senior executive experience (e.g., CEO, COO, CFO) at a publicly traded multinational company	X		X		X	X	X	X	X	X	X
Consumer marketing experience, or a particular knowledge of the food industry	X			X		X		X	X	X	X
General management experience in international operations	X		X		X	X	X			X	X
Enhances the diversity of the Board (e.g., gender, race, ethnicity, & culture)				X	X		X				
Strategic leadership at a large, complex, organization	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
High level of financial literacy	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
Governmental experience; regulatory expertise	X	X	X	X		X			X		X
Merger, acquisition and/ or joint venture expertise	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
Experience in aligning compensation with organizational strategy and performance	X	X	X			X		X	X	X	X

Fonte: Mccormick & Company, Inc. (USA), "*Notice of Annual Meeting of Stockholders*", 2011

1 Proposta: definire il mix di competenze necessarie all'interno del C.d.A.

- Integrare le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina con la richiesta per gli emittenti di definire i **criteri** e le **linee guida per i profili dei membri del C.d.A.** (*background* professionale, competenze, ecc.) per il rinnovo dell'organo di gestione, sull'esempio di quanto già stabilito da Banca d'Italia per il settore bancario*:
  - Tale ruolo dovrebbe spettare al **Comitato per le Nomine e/o la *Corporate Governance*** interno al C.d.A.
  - Alcuni spunti potrebbero provenire dall'annuale processo di ***Board Review*** cui sono soggetti i Consiglieri

(*) Banca d'Italia, "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" e "Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" inerente, in particolare, la valutazione quali/quantitativa ottimale degli organi di supervisione e gestione (gennaio 2011)

Le competenze del C.d.A.: la descrizione *ex-ante*

MODELLO ESEMPLIFICATIVO

	ex-ante		*ex-post*				
Competenze richieste (totale membri C.d.A. = 9)	Breve descrizione	Numero di Consiglieri (*target*)	Cons. 1	Cons. 2	Cons. 3	Cons. …	**Totale**
Esperienza di settore	.....	**6**			**X**		**6**
Strategia	.....	**6**	**X**				**5**
Finanza	.....	**7**		**X**			**7**
Marketing	.....	**5**			**X**		**5**
Legale	.....	**3**				**X**	**5**
Esperienza internazionale	.....	**8**	**X**	**X**			**5**
Risorse Umane	.....	**4**	**X**				**4**
Innovazione e Ricerca	.....	**6**	**X**		**X**		**6**
Relazioni pubbliche	.....	**3**			**X**	**X**	**3**
…							

Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti, 2013

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. ***Standardizzazione dei curricula dei candidati***
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

La mancanza della standardizzazione dei *curricula* dei Consiglieri

- In Italia, si riscontra una discreta *disclosure* sui profili professionali dei Consiglieri di Amministrazione ma **non ancora una sufficiente omogeneità** nella presentazione delle informazioni
- Ciò rende difficile una **corretta valutazione delle competenze** dei membri del C.d.A. e dei Comitati
- In alcuni Paesi sono stati adottati degli schemi standardizzati per rappresentare in modo **chiaro e trasparente** tali informazioni

Il profilo dei Consiglieri: l'esempio canadese

- La maggior parte delle aziende canadesi quotate adotta una standardizzazione del *curriculum* di ogni membro del *Board*: le informazioni offerte sono schematiche e sintetiche
- Si riporta a fianco l'esempio del CV di uno dei Consiglieri di Amministrazione di **Air Canada**

BUSINESS CASE: AIR CANADA

DAVID I. RICHARDSON
Grafton, Ontario, Canada
Age: 71

Air Canada
Director since September 30, 2004
and Chairman since January 1, 2008

Independent

Areas of Expertise:

Accounting	Finance
Mergers and acquisitions	Banking
Credit restructuring	Investments
Business management	Governance
Strategy	

David I. Richardson is a corporate director. Mr. Richardson is the former Chairman of Ernst & Young Inc. (Canada) and a former Executive Partner of Ernst & Young LLP. Mr. Richardson joined its predecessor Clarkson, Gordon & Co. in 1963 and was appointed President of The Clarkson Company Limited in 1982. Mr. Richardson was also a member of the Management and Ex... ...ational managing par... ...e and the senior par... ...ring practice until ... Richardson is also a ... Canada College.

Mr. ... ...ard of directors of No... ...works Limited, a director of ACE Aviation Holdings Inc., Husky Injection Molding Systems Ltd. and Jazz Air Holding GP Inc. (Chorus Aviation Inc.), and a trustee of Aeroplan Income Fund (Aimia Inc.).

Mr. Richardson holds a Bachelor of Commerce from the University of Toronto and is a member and a Fellow of the Institute of Chartered Accountants of Ontario.

Fotografia, informazioni anagrafiche, anzianità della carica, ruolo e competenze possedute

CV sintetico

Board/Committee Memberships at the Date Hereof:	2012 Attendance	Attendance (Total):		Public Board Membership:
Member of the Board Nominating Committee (Chair)	14 of 14 6 of 6	20 of 20	100%	None.

Partecipazione alle riunioni di C.d.A.e Comitati

Securities Held or Controlled:

As at	Total Securities	Total Market Value of Securities	Value of Securities for the Purpose of Minimum Shareholding Requirements	Minimum Shareholding Requirements[1]	Meets Requirements
May 17, 2013	30,000 Class B voting shares 83,750.01 deferred share units	$251,388[2]	$445,838[3]	$180,000	Yes
April 23, 2012	30,000 Class B voting shares	$25,200[4]	$260,750[5]	$120,000	Yes

Value of Total Compensation Received

Year	$
2012	$333,956[6]
2011	$325,000

(1) The Board has revised the director share ownership requirements effective July 1, 2013. See "Share Ownership Requirements for Directors"

(2) Class B voting shares and deferred share units are calculated on a market value of $2.21 per share and unit (based on the May 17, 2013 Toronto Stock Exchange closing price of the Class B voting shares)

(3) This amount represents the greater of: (i) the market value of the shares and deferred share units as at May 17 2013 (described above), and (ii) the purchase price of the shares and deferred share units

(4) Class B voting shares calculated on a market value of $0.84 per share (based on the April 23, 2012 Toronto Stock Exchange closing price of the Class B voting shares)

(5) [illegible] and (ii) the purchase price of the shares

(6) For further details on director remuneration, see "Rec...

Remunerazione ricevuta nell'ultimo biennio

AIR CANADA

Fonte: Air Canada, "*Notice of 2013 annual meeting of shareholders and management proxy circular*", 2013

2 Proposta: standardizzazione dei *curricula* dei candidati

- Si suggerisce alle società di adottare una **rappresentazione standardizzata dei *curricula*** presenti nelle liste di voto, al fine di:
  - Rendere **omogenea, sintetica e completa** la presentazione delle caratteristiche dei potenziali Consiglieri, focalizzando l'attenzione sulle informazioni **rilevanti** per la scelta
  - **Semplificare l'attività di scrutinio** richiesta agli investitori nell'analisi dei candidati presentati
- Tale *layout* dovrebbe indicare in modo omogeneo per ogni candidato:
  - Età (non sempre riportata)
  - Nazionalità e residenza (non sempre riportata)
  - Formazione scolastica/universitaria
  - Incarichi in altre società, quotate e non (anche estere)
  - Chiara indicazione di collaborazioni e/o consulenze con l'emittente (almeno negli ultimi 2 esercizi)
  - Capacità linguistiche

Un'ipotesi di *curriculum* standardizzato

MODELLO ESEMPLIFICATIVO

Fotografia del Consigliere di Amministrazione	Data di nascita Breve **profilo professionale e formativo** del Consigliere di Amministrazione
Incarichi attualmente ricoperti in società quotate/non quotate/enti (in Italia e all'estero)	Competenze di **settore**: ▪ ..... ▪ ..... ▪ ..... Specifiche **competenze professionali** (legali, finanziarie, ecc.): ▪ ..... ▪ ..... ▪ ..... **Esperienza internazionale**: ▪ Ruolo, azienda, numero di anni ▪ Ruolo, azienda, numero di anni ▪ .....

Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti, 2013

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. ***Staggered board***
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

Nei principali mercati esteri è in vigore il meccanismo degli "*staggered board*"

- Problema in Italia della scadenza "in blocco" del mandato dei C.d.A.
- Prassi diffusa nel **sistema statunitense** e in alcuni Paesi europei (es. **UK** e **Francia**)* che prevede, in occasione del rinnovo, la nomina a cadenza annuale di una parte dei Consiglieri (~1/3 del *Board*), così che rimangano in carica alcuni membri già dotati di esperienza nel settore e a conoscenza della specifica situazione della società
- Inoltre, il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana suggerisce agli azionisti di tenere conto dell'esigenza di **assicurare continuità** nella gestione, in particolare in relazione all'attività dei comitati interni al C.d.A., eventualmente attraverso la previsione di una **scadenza differenziata di tutti o parte dei componenti del Consiglio**, purché ciò non pregiudichi le prerogative dei diversi azionisti**

(*) Normalmente nelle società statunitensi e inglesi circa 1/3 del *Board* viene rinnovato ogni anno

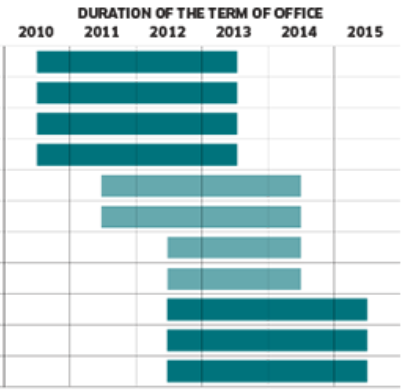
(**) Borsa Italiana, Codice di Autodisciplina delle società quotate, commento art. 2, dicembre 2011

Staggered board: il caso Alcatel-Lucent

BUSINESS CASE: ALCATEL-LUCENT

- La durata del mandato degli 11 Consiglieri della società è di 3 anni ed il rinnovo dei mandati dei Consiglieri è scaglionato al fine di evitare di sostituire *in toto* l'intero C.d.A.: 1/3 dei membri sarà rinnovato ogni anno a partire dal 2013

DIRECTORS	OFFICE	AGE	INDEPENDENCE	NATIONALITY
Mr. Camus	Chairman	64	No	French
Mr. Verwaayen	CEO	61	No	Dutch
Ms. Cico	Director	52	Yes	Italian
Mr. Monty	Director	65	Yes	Canadian
Mr. Bernard	Director	67	Yes	French
Ms. Goodman*	Director	47	Yes	American
Lady Jay	Director	66	Yes	British
Mr. Spinetta	Director	69	Yes	French
Mr. Elzenstat	Director	70	Yes	American
Mr. Hughes	Director	64	Yes	American
Mr. Plou	Director	54	Yes	French



Fonte: Alcatel Lucent, 2013

3 Proposta: superamento del vincolo del mandato triennale

- Promuovere anche in Italia, soprattutto nel caso di Consigli numerosi, la prassi degli *staggered board*, ovvero la possibilità che alcuni membri del C.d.A. ricoprano in **intervalli temporali differenti** il proprio mandato, cosicché la scadenza del C.d.A. nel suo complesso non avvenga nello stesso momento

VANTAGGI

- Rinnovo del C.d.A. garantendo allo stesso tempo una maggior **continuità alla gestione**
- Trasmissione ai nuovi componenti del C.d.A. del ***know-how*** e dell'esperienza maturate nel tempo
- Disincentivo verso **acquisizioni ostili** (perché il potenziale acquirente può sostituire solo alcuni Consiglieri alla volta)
- Maggiore puntualità dell'indicazione degli azionisti di minoranza sulle liste di voto (superando il c.d. principio del "*take all or leave all*")

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. ***Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società***

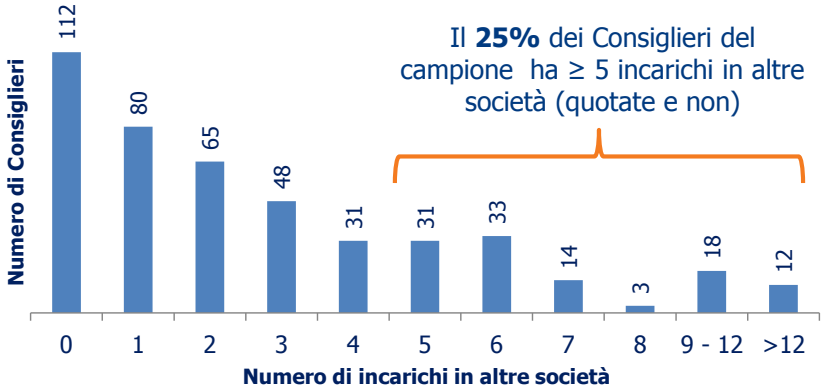
B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

Troppe cariche aggiuntive dei Consiglieri del FTSE MIB negli organi di amministrazione e controllo di altre società



- Ad oggi un limitato numero di società del FTSE MIB esprime un orientamento del C.d.A. sul numero massimo di cariche

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti, 2013 – Nota: sono state considerate le cariche dichiarate nelle Relazioni sulla *Corporate Governance*

Un esempio: l'orientamento di ENI sul cumulo di cariche

BUSINESS CASE: ENI

Un **amministratore esecutivo** non dovrebbe ricoprire la carica di:

- consigliere esecutivo in altra società quotata, italiana o estera, ovvero in una società finanziaria , bancaria o assicurativa o con un patrimonio netto superiore a 10 miliardi di euro;
- consigliere non esecutivo o sindaco (o componente di altro organo di controllo) in più di tre delle predette società;
- consigliere non esecutivo di un altro emittente di cui sia consigliere esecutivo un amministratore di Eni.

Un **amministratore non esecutivo**, oltre alla carica ricoperta nella Società, non dovrebbe ricoprire la carica di:

- consigliere esecutivo in più di una delle predette società e la carica di consigliere non esecutivo o di sindaco (o membro di altro organo di controllo) in più di tre delle società indicate;
- consigliere non esecutivo o di sindaco in più di sei delle predette società;
- consigliere esecutivo di un altro emittente di cui sia consigliere non esecutivo un amministratore esecutivo di Eni.

Fonte: ENI, 2013

Un esempio: l'orientamento di Enel sul cumulo di cariche

BUSINESS CASE: ENEL

	Peso degli incarichi in società di rilevanti dimensioni						
Enel	A Incarico rivestito in società quotate di amministratore delegato	B Incarico rivestito in società quotate di amministratore esecutivo diverso dall'amministratore delegato	C Incarico rivestito in società non quotate di amministratore esecutivo che comporti un impegno medio superiore a 6 giorni al mese	D Incarico rivestito in società quotate di amministratore non esecutivo e/o sindaco che comporti un impegno medio superiore a 3 giorni al mese	E Incarico rivestito in società quotate di amministratore non esecutivo e/o sindaco che comporti un impegno medio fino a 3 giorni al mese	F - G Incarico rivestito in società non quotate di: (i) amministratore non esecutivo e/o sindaco che comporti un impegno medio superiore a 3 giorni al mese; ovvero (ii) amministratore esecutivo che comporti un impegno medio superiore a 3 giorni al mese e fino a 6 giorni al mese	H Incarico rivestito in società non quotate di amministratore (esecutivo o non esecutivo) e/o sindaco che comporti un impegno medio fino a 3 giorni al mese
Amministratore Delegato di Enel S.p.A.	N.A.	peso 12	peso 8	peso 6	peso 4	peso 4	peso 2
Altri Amministratori esecutivi di Enel S.p.A.	peso 12	Peso 10	peso 6	peso 4,5	peso 3	peso 3	peso 1,5
Amministratori non esecutivi di Enel S.p.A.	peso 6	peso 5	peso 4	peso 3	peso 2	peso 2	peso 1

L'orientamento - per gli Amministratori sia esecutivi che non esecutivi di Enel S.p.A. - è quello di consentire l'assunzione di incarichi in altre società di rilevanti dimensioni che abbiano complessivamente **un peso non superiore a 12**

Fonte: Enel, "Orientamenti in merito al numero massimo di incarichi che possono essere rivestiti dagli amministratori di Enel S.p.A.", dicembre 2012

4 Proposta: limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo di altre società

- Si raccomanda di integrare le previsioni del Codice di Autodisciplina con l'identificazione di:
  - un **limite agli incarichi** detenuti da Consiglieri di Amministrazione degli emittenti in organi di amministrazione e controllo di altre società, ossia un **valore "pesato"** per la complessità del ruolo ricoperto (e non solo un generico orientamento sul numero massimo di incarichi)
  - **criteri per la loro pesatura**: dimensione, società quotata o non quotata, ruolo ricoperto, ecc.

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

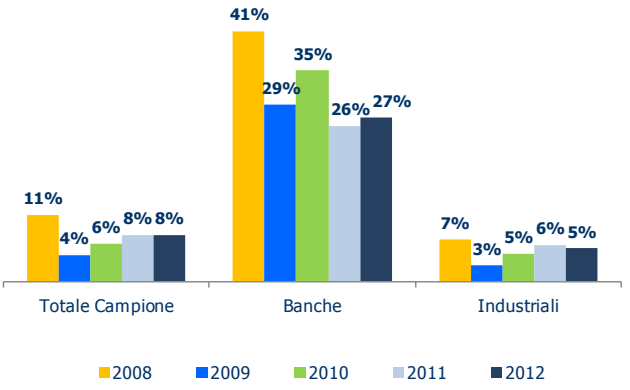
Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.	B. Sistema di remunerazione	C. Gestione dei rischi
1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri	***5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del Pay for Performance***	9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati	6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P	10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*
3. Staggered board	7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti	
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società	*8. Disclosure* sulle votazioni assembleari	

Si deve rafforzare la trasparenza del *Pay for Performance* (P4P)

- Il principio del P4P viene dichiarato praticamente da tutte le imprese quotate italiane: più difficile è capire se esso sia **effettivamente messo in pratica**

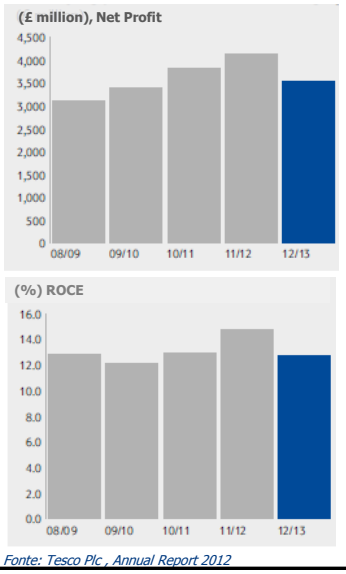
Percentuale della variazione dei *bonus* spiegata dalla variazione del miglior parametro esplicativo (2008-2012)



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da bilanci societari (esercizi 2006-2012) e dati Bloomberg, 2013

L'esempio TESCO: allineamento *performance* – remunerazione CEO

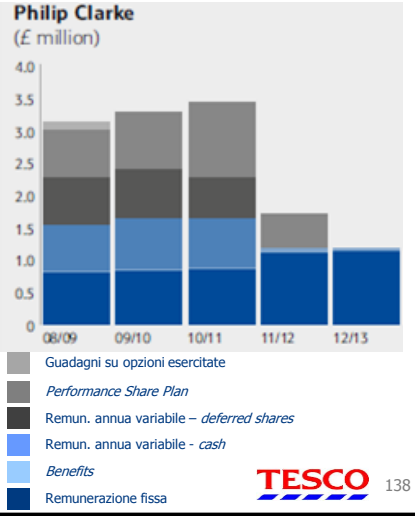
***Performance* (su un orizzonte temporale significativo)**



Fonte: Tesco Plc , Annual Report 2012

BUSINESS CASE: TESCO

Remunerazione complessiva del CEO

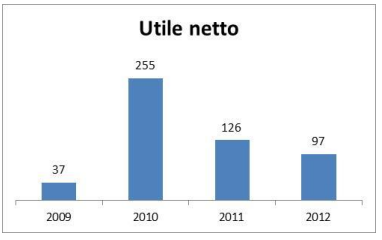


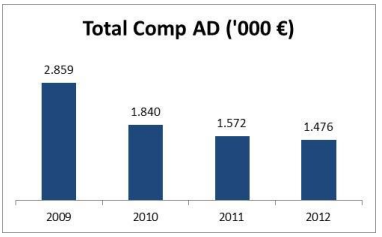
5 Proposta: rafforzare la trasparenza del P4P

- Si suggerisce agli emittenti di includere nella relazione sulla remunerazione alcuni grafici che rappresentino i **principali parametri di *performance*** della società (quelli in funzione dei quali i *bonus* vengono attribuiti) accanto ai compensi complessivi percepiti dal CEO
- Tali rappresentazioni dovrebbero essere relative ad un **orizzonte temporale significativo (3 / 5 anni)**, tenuto conto degli eventuali rinnovi del C.d.A. o dei suoi componenti intervenuti durante il periodo considerato
- I compensi totali potrebbero essere **declinati rispetto ai veicoli di remunerazione illustrati** dall'emittente nella *policy* (fisso, sistema di breve, sistema di lungo termine, ecc.) in modo da apprezzarne l'evoluzione

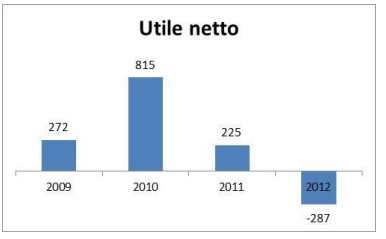
Esempi di applicazione in Italia: evidenze dal segmento FTSE MIB

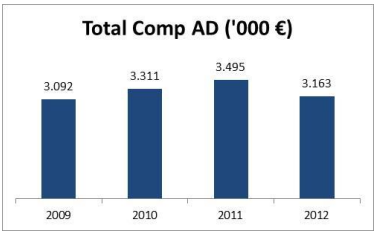
Autogrill (mio €)





Mediaset (mio €)





Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati di bilancio e relazioni sulla remunerazione, 2013

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. ***Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P***
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

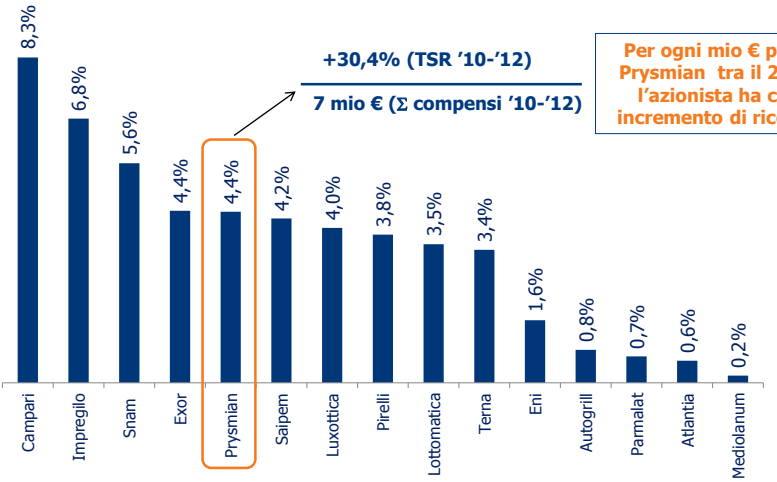
9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

Un approccio innovativo per rappresentare il *Pay for Performance*: gli indici CEV e RAV

- Il riferimento principale sono state le *performance* "contabili" delle società. Tuttavia, in molti casi, l'incrocio tra *performance* e compensi risulta un **esercizio di difficile lettura**
- Al fine di una più semplice interpretazione ed individuazione del legame fra compensi e *performance* aziendali, quest'anno l'Osservatorio propone due nuovi indicatori:
  - il ***Chief Executive Value Index*** (CEV): il rapporto fra la variazione della ricchezza per l'azionista in percentuale (*Total Shareholders' Return, TSR*) e il compenso corrisposto al capo azienda, entrambi calcolati su un arco temporale di tre anni
  - il ***Remuneration Added Value Index*** (RAV): il rapporto fra la variazione della ricchezza per l'azionista in valore assoluto e il compenso corrisposto al capo azienda, entrambi calcolati su un arco temporale di tre anni

Un esempio di applicazione dell'indice CEV

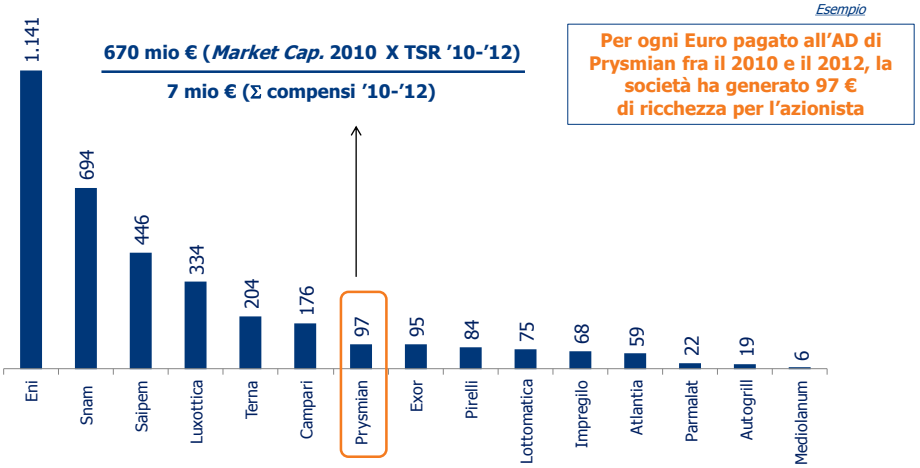
Rapporto fra la variazione della ricchezza dell'azionista espressa in % e il totale compensi del capo azienda espresso in mio €, 2010-2012



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012) e dati Bloomberg, 2013

Un esempio di applicazione dell'indice RAV

Rapporto fra la variazione della ricchezza dell'azionista espressa e il totale compensi del capo azienda, 2010-2012



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Relazioni sulla Remunerazione (esercizio 2012) e dati Bloomberg, 2013

6 Proposta: Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul *Pay for Performance*

- Si invitano le imprese ad utilizzare almeno uno dei due **indicatori innovativi** qui suggeriti (CEV e RAV)* e di comunicarli all'interno della Relazione sulla Remunerazione
- Tali indicatori potrebbero diventare una ***best practice*** per la misurazione dell'allineamento tra compenso percepito dai capi azienda e valore generato dall'azienda per i suoi azionisti
- Sarebbe altresì opportuno comunicare queste informazioni su un **adeguato orizzonte temporale** (minimo 3 anni)
- Dato che la variazione della capitalizzazione di Borsa risente in modo significativo delle dinamiche settoriali, si suggerisce un **confronto tra società comparabili**
- Si auspica che i *media* ne diano monitoraggio e copertura anche per indurre comportamenti virtuosi

(*) *CEV: Chief Executive Value Index ;* RAV: *Remuneration Added Value Index*

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. ***Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti***
8. *Disclosure* sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

Spesso i voti negativi degli istituzionali riguardano l'opacità del trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi

- Nelle società italiane si riscontra frequentemente la coesistenza della carica di Consigliere Esecutivo e di Dirigente (spesso l'AD è anche DG): ad es., nel FTSE MIB, ciò avviene nel **60% dei casi**
- Questa situazione contribuisce ad alimentare l'opacità, in particolare con riferimento all'**erogazione e all'ammontare dei trattamenti economici**, sia nel corso del mandato che alla sua cessazione
- Inoltre, le modalità di determinazione dei trattamenti di fine mandato spesso **non sono trasparenti**, e – laddove comunicate nella Relazione sulla Remunerazione – sono espresse secondo **formule molto variegate** e spesso di **non immediata comprensione**
- La mancanza di *disclosure* e/o politiche per *severance* superiori a 2 annualità hanno determinato nel 2013 il **voto negativo del 40%** degli istituzionali su un totale di 185 eventi assembleari in Italia*

(*) Fonte: Georgeson, 2013

7 Proposta: maggiore trasparenza sui trattamenti economici dei Consiglieri Esecutivi / Dirigenti

- La disciplina CONSOB dovrebbe imporre agli emittenti di fornire maggiore chiarezza rispetto ai **compensi in relazione ai due mestieri** svolti contestualmente: Amministratore e Dipendente
- È necessario rafforzare la *compliance* rispetto alla normativa CONSOB* sulle **modalità di definizione dell'indennità** di fine mandato / scioglimento anticipato
- Si auspica che a **livello normativo** si faccia maggior chiarezza sui contratti di lavoro per l'Alta Direzione

(*) Con particolare riferimento agli accordi che prevedono indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto, la CONSOB richiede alle società di indicare anche i criteri di determinazione dell'indennità spettante a ogni singolo soggetto. Nel caso l'indennità sia espressa in funzione dell'annualità, indicare in modo dettagliato le componenti di tale annualità

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. ***Disclosure sulle votazioni assembleari***

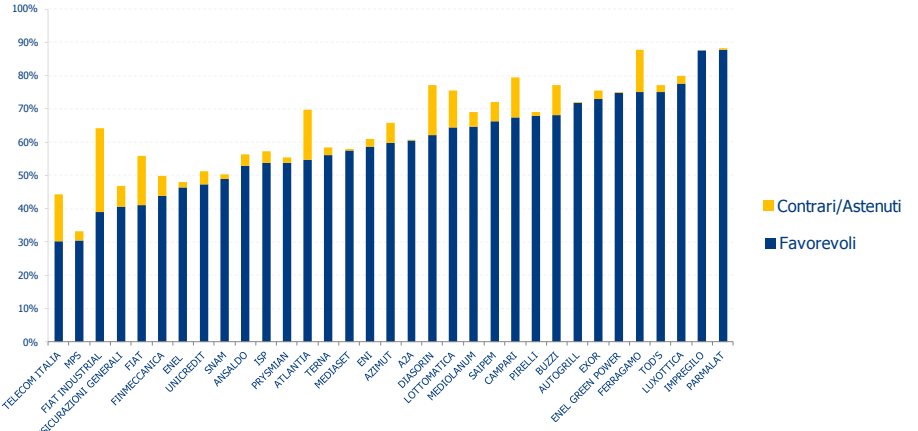
C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

Relazioni sulla remunerazione approvate a larghissima maggioranza

- L'esito delle votazioni è stato "plebiscitario": il **91%** del capitale votante presente è risultato **favorevole**

Esito delle votazioni sulle Relazioni della Remunerazione, esercizio 2012



Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati da Rendiconti Assemblee, 2013

8 Proposta: aumentare la *disclosure* sulle votazioni assembleari

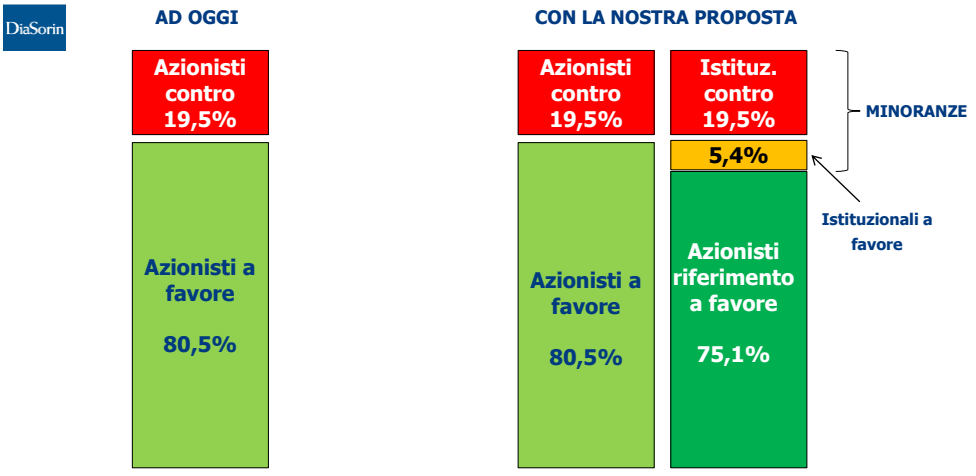
- Ad oggi, gli **emittenti** sono chiamati a riportare il **rendiconto sintetico** delle votazioni in cui si registrano gli esiti del voto (favorevole, contrario, astenuto) del capitale presente in Assemblea
- Si propone una integrazione a quanto disposto dall'art. 125-*quater*, comma 2 del D. Lgs. 58/1998 affinché nel rendiconto sintetico delle votazioni sia **riportato l'esito del voto declinato sulle seguenti tipologie di azionisti**:
  - di riferimento
  - istituzionali (estero o Italia)
  - *retail*
- In questo modo sarebbe possibile per la generalità degli *stakeholder* avere un'informazione più puntuale sull'esito del voto (un sostanziale *whitewash*)
- In parallelo, si auspica una maggior trasparenza da parte degli **investitori istituzionali**, pubblicando le **votazioni espresse in relazione ai singoli punti dell'Ordine del Giorno**

Un esempio di applicazione al voto sulla Relazione sulla Remunerazione: il caso Diasorin*

(% su capitale presente)

ESEMPIO APPLICATIVO

DiaSorin



(*) Nessun astenuto; sostanzialmente nessun azionista *retail* intervenuto in Assemblea

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. Disclosure sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. ***Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi***
10. Istituzionalizzazione del *Risk Report*

I rischi di sovrapposizioni e duplicazioni nel sistema dei controlli sono elevati

Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti

Possibili suggerimenti per la semplificazione del sistema dei controlli

- Molto dibattuto è il ruolo del **Collegio Sindacale**
- Due ipotesi agli antipodi:
  - **Eliminazione** del Collegio Sindacale e ridistribuzione dei suoi poteri ad altri organi (ad es., Comitato interni al C.d.A.)
  - **Rafforzamento dei poteri e dell'organizzazione del Collegio Sindacale**, quale unico organo cui riferire l'attività di controllo in senso proprio

Fonte: rielaborazione The European House - Ambrosetti su dati CONSOB e ASSONIME, 2013

9 Proposta: razionalizzazione del sistema dei controlli e gestione dei rischi

- Anche alla luce delle novità introdotte dall'ultima edizione del Codice di Autodisciplina*, si raccomanda alle società di avviare un processo di **mappatura dei costi** di sovrapposizione nel sistema dei controlli e rischi e di promuoverne una revisione complessiva ispirata ad un principio di **maggiore semplificazione**

(*) Borsa Italiana, Codice di Autodisciplina per le Società Quotate, "Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi", dicembre 2011: "*Nell'ambito di una razionalizzazione del sistema dei controlli, gli emittenti vantano l'opportunità di attribuire al collegio le funzioni dell'OdV*"

Governance come leva competitiva: le proposte dell'Osservatorio

Semplificazione e trasparenza del sistema di governo

A. Composizione del C.d.A.

1. Focus sul mix di competenze dei Consiglieri
2. Standardizzazione dei *curricula* dei candidati
3. *Staggered board*
4. Limite agli incarichi negli organi di amministrazione e controllo in altre società

B. Sistema di remunerazione

5. Maggior trasparenza sul rispetto del principio del *Pay for Performance*
6. Adozione e comunicazione di nuovi indicatori sul P4P
7. Maggiore trasparenza sui trattamenti di fine mandato dei Consiglieri Esecutivi/ Dirigenti
8. Disclosure sulle votazioni assembleari

C. Gestione dei rischi

9. Razionalizzazione del sistema dei controlli e rischi
10. ***Istituzionalizzazione del Risk Report***

Scarsa trasparenza nella comunicazione dei rischi

- Nonostante le novità introdotte dall'art. 7 del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana (rafforzamento degli organi a presidio del processo), sono poche le aziende quotate che "comunicano" in modo sintetico e trasparente il sistema di gestione dei rischi
- La maggioranza si limita a citare le **generiche categorie di rischio** (ad es., tasso d'interesse, tasso di cambio, credito, ecc.)
- Ciò non consente la piena comprensione del processo di gestione dei rischi per un generico *stakeholder* che ne volesse valutare la qualità

10 Proposta: istituzionalizzare il *Risk Report*

- Si raccomanda di integrare il Codice di Autodisciplina richiedendo agli emittenti la redazione di un ***Risk Report*** contenente la definizione di determinati contenuti informativi (es. funzionamento dell'*Enterprise Risk Management*, definizione del *risk appetite*, descrizione dei rischi aziendali, frequenza e importanza del rischio, modalità di gestione/mitigazione, ecc.) per favorire la comprensione da parte degli *stakeholder* di tali aspetti

Indice

- Obiettivi, contenuti e composizione dell'Osservatorio 2013
- L'*executive compensation* nelle maggiori società italiane quotate
- La trasparenza nelle Relazioni sulla Remunerazione 2013
- Le votazioni assembleari e il "*Say-On-Pay*"
- La *corporate governance* secondo gli investitori istituzionali: evidenze dalla *survey*
- Lo stato di salute della *governance* delle società del FTSE MIB: l'Indice di Eccellenza del Sistema di Governo (ESG Index 2013)
- Il ruolo della *corporate governance* nel caso Salini – Impregilo
- Le proposte dell'Osservatorio: la *corporate governance* come leva di competitività ed attrattività
- Principali fonti documentali di riferimento

Principali fonti documentali di riferimento (1/4)

- AFEP – MEDEP, "*Corporate governance code of listed corporations*", giugno 2013
- ASSONIME, "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate - Anno 2009", febbraio 2010
- ASSONIME, "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate - Anno 2010", marzo 2011
- ASSONIME, "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate - Anno 2009", febbraio 2010
- ASSONIME, "La *Corporate Governance* in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate - Anno 2011", febbraio 2012
- ASSONIME, "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate - Anno 2011", febbraio 2012
- ASSONIME, "La *corporate governance* in Italia: autodisciplina e remunerazioni (Anno 2013)", 18 novembre 2013
- Banca d'Italia, "Comunicazione del 28 ottobre 2009. Sistemi di remunerazione e incentivazione"
- Banca d'Italia, "Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari", 30 marzo 2011
- Borsa Italiana, Comitato per la *Corporate Governance*, "Codice di Autodisciplina delle società quotate", dicembre 2011

Principali fonti documentali di riferimento (2/4)

- Banca d'Italia, "Analisi delle modifiche statutarie delle banche di recepimento delle disposizioni di vigilanza in materia di *corporate governance*: tendenze di sistema e *best practices* osservate", 2 gennaio 2012
- Banca d'Italia, "Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", 11 gennaio 2012
- Borsa Italiana - Comitato per la *Corporate Governance*, "Relazione annuale", 29 novembre 2012
- CG100 and Investor Group, "Directors' remuneration reporting guidance", settembre 2013
- Commissione Europea, "Raccomandazione della Commissione che integra le Raccomandazioni 2004/913 e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli Amministratori delle società quotate"
- Commissione Europea, "Raccomandazione della Commissione sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari", C(2009) 3159, 30 aprile 2009
- Commissione Europea, "Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009 sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (2009/384/CE)", 15 maggio 2009
- Commissione Europea, "Libro Verde - Il Quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario", aprile 2011
- CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Comunicazione in materia di remunerazioni e piani di successione del 24 febbraio 2011. Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione"

Principali fonti documentali di riferimento (3/4)

- CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, "Attuazione dell'art. 123-*ter* del D.Lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate - Documento di consultazione"
- CONSOB, "Rapporto 2012 sulla *corporate governance* delle società quotate italiane", dicembre 2012
- CONSOB (a cura di S. Alvaro e B. Lupini), "Le linee di azione della Commissione Europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano", aprile 2013
- CONSOB (a cura di G. Gasparri), "I controlli interni nelle società quotate. gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti", settembre 2013
- European Fund and Asset Management Association, "*EFAMA code for external governance principles for the exercise of ownership rights in investee companies*", aprile 2011
- Financial Reporting Council, "*The UK Stewardship Code*", settembre 2012
- Georgeson, "FTSE MIB *proxy season* 2013. Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze", luglio 2013
- ISVAP – Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo, "Regolamento relativo alle politiche di remunerazione nelle imprese di assicurazione", Regolamento n. 39 del 9 giugno 2011
- London Stock Exchange, "*Corporate governance for main market and aim companies*", settembre 2012

Principali fonti documentali di riferimento (4/4)

- OECD Steering Group on Corporate Governance, "*Corporate governance and the financial crisis: conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the principles*", febbraio 2010
- Parlamento Europeo, "Risoluzione del Parlamento Europeo sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate e le politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (2010/2009/INI)", 7 luglio 2010
- The European House - Ambrosetti, "Criteri e metodologie per la valutazione dei Consigli di Amministrazione", dicembre 2006
- The European House - Ambrosetti, "Opportunità e criticità dell'adozione del sistema dualistico in Italia", novembre 2007
- The European House - Ambrosetti, "Le aree di frontiera della *corporate governance*: i sistemi di governo nei Gruppi", dicembre 2008
- The European House - Ambrosetti, "Nuovi paradigmi nei sistemi di remunerazione e incentivazione dei Consiglieri di Amministrazione e dell'Alta Direzione", dicembre 2009
- The European House - Ambrosetti, "Come orientare processi e comportamenti a supporto del *business*: la *corporate governance* per competere", dicembre 2010
- The European House - Ambrosetti, "L'Osservatorio sull'Eccellenza della *Corporate Governance* in Italia", novembre 2011
- The European House - Ambrosetti, "L'Osservatorio sull'Eccellenza della *Corporate Governance* in Italia – Edizione 2012", novembre 2012