



**ACTIVE
VALUE
ADVISORS.**

Considerazioni sul ruolo dei Consigli di Amministrazione alla luce dei FSF Principles for Sound Compensation Practices



Indice

PREMESSA

CONSIDERAZIONI SUL RUOLO DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE ALLA LUCE DEI FSF PRINCIPLES FOR SOUND COMPENSATION PRACTICES

- i. La crisi economica e gli incentivi ai manager
- ii. La soluzione individuata consiste in un maggior utilizzo di sistemi *long term*...
- iii. ...ed in maggiori responsabilità per i Comitati Remunerazione
- iv. Il Comitato di Remunerazione - 1: andare oltre alle mere logiche di *compliance*
- v. Il Comitato di Remunerazione - 2: esprimere un giudizio sul rapporto premio-risultato
- vi. Il Comitato di Remunerazione - 3: supportare le scelte con evidenze indipendenti
- vii. Rafforzare il ruolo del CdA - 1: un *trait d'union* tra azionisti e management
- viii. Rafforzare il ruolo del CdA - 2: mirare i controlli sugli obiettivi dei comportamenti manageriali

ALLEGATO I - TARGET SETTING - OUTSIDE IN

ALLEGATO II - FONTI DOCUMENTALI DI RIFERIMENTO

Premessa

Le recenti linee guida emesse dal *Financial Stability Forum* in merito ai meccanismi d'incentivazione e riprese a livello comunitario e dalle vigilanze bancarie di molti Paesi hanno posto l'accento non solo sugli strumenti d'incentivazione, ma anche sui processi che portano alla loro formulazione e sovrintendono al loro controllo.

Un maggiore ruolo di presidio è richiesto ai Consigli di Amministrazione cui è suggerito, qualora la complessità d'impresa lo richieda, di articolarsi anche in Comitati di Remunerazione.

Active Value Advisors ritiene che le nuove norme possono rappresentare l'occasione per ripensare alcuni aspetti sul ruolo effettivamente svolto dai consiglieri di amministrazione.

L'obiettivo deve essere quello di non essere solo "formalmente *compliance*" alle innumerevoli norme, ma quello di individuare una nuova modali-

tà, il più possibile strutturata, per interpretare il proprio ruolo. Alcune indicazioni che emergono dalle linee guida del *Financial Stability Forum* vanno proprio in questa direzione, richiedendo esplicitamente ai consiglieri (non esecutivi) una maggiore autonomia decisionale rispetto alle proposte del management su temi in cui vi può essere un palese conflitto d'interessi.

Per rendere tale compito conseguibile si suggerisce che sia il CdA ad attivarsi per ricercare supporti esterni al fine di disporre delle informazioni e proposte necessarie all'espletamento dei compiti richiesti.

Il seguente documento vuole esporre alcune considerazioni in materia e indicare alcune possibili strade da perseguire al fine di cogliere appieno lo "spirito" delle raccomandazioni.



i. La crisi Economica e gli incentivi ai manager

Durante la recente crisi si è parlato molto del ruolo esercitato dai sistemi d'incentivazione nel favorire comportamenti manageriali scriteriati, ma coerenti con l'obiettivo di massimizzare i risultati di breve termine.

Il fatto che la crisi sia stata innescata proprio da un settore, quello delle *financial institutions*, che di più in questi anni ha fatto notizia per i bonus milionari riconosciuti ai propri manager, ha ovviamente reso l'adozione di provvedimenti in materia non più procrastinabile. Le linee guida emesse di recente dal *Financial Stability Forum*, riprese anche a livello comunitario e nazionale, sono la risposta a questa necessità. Queste prevedono, in primis, che si riconoscano bonus a fronte di performance corrette per il rischio (performance *risk-adjusted*), concetto che traslato alle *non financial institutions* equivale a considerare come metriche di riferimento, delle misure del valore creato gestionalmente (Profitto Economico). Inoltre, per i top manager e gli altri dipendenti in posizioni chiave, è raccomandabile che una quota sostanziale della remunerazione sia resa variabile e commisurata ai risultati di performance, individuali, di business unit e d'impresa nel suo complesso, che si dimostrino sostenibili.

ii. La soluzione individuata consiste in un maggior utilizzo di sistemi long term...

La modalità tecnica suggerita per variabilizzare maggiormente la retribuzione e responsabilizzare i manager alla sostenibilità delle performance consiste nell'utilizzo di strumenti d'incentivazione *long term*, ovvero meccanismi che prevedano il differimento dei bonus su un determinato numero di anni, legando altresì parte di essi al valore delle azioni.

Inoltre, al fine di allineare meglio il profilo *risk-reward* a quello degli azionisti, si dovrà prevedere che una parte rilevante dei bonus maturati, ma non ancora pagati, sia legata all'effettiva sostenibilità dei risultati nel tempo.

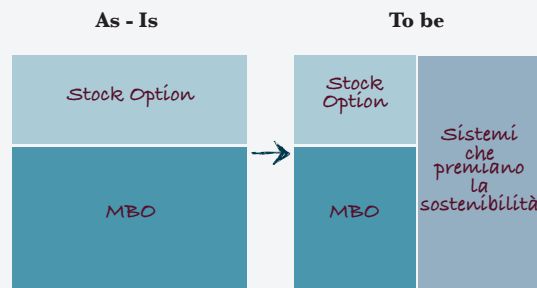
Questo aspetto è il più delicato in quanto richiede una chiara valutazione del livello di sfida degli obiettivi, ovvero di stabilire i limiti oltre i quali la performance è premiata e quelli, sotto i quali, la performance conseguita comporta una perdita dei bonus maturati.

Implementare un simile meccanismo richiede una "rivoluzione copernicana" nel processo di definizione degli obiettivi, in quanto è necessario valutare il livello di difficoltà implicito nel raggiungimento degli obiettivi assegnati, secondo un approccio che deve essere strutturato, coerente nel tempo e declinabile uniformemente rispetto alle diverse posizioni aziendali.

i. La crisi Economica e gli incentivi ai manager

Una delle cause della crisi è riconducibile a meccanismi retributivi incentrati su obiettivi di breve. Non in rari casi i risultati premiati si sono dimostrati non sostenibili nel lungo periodo

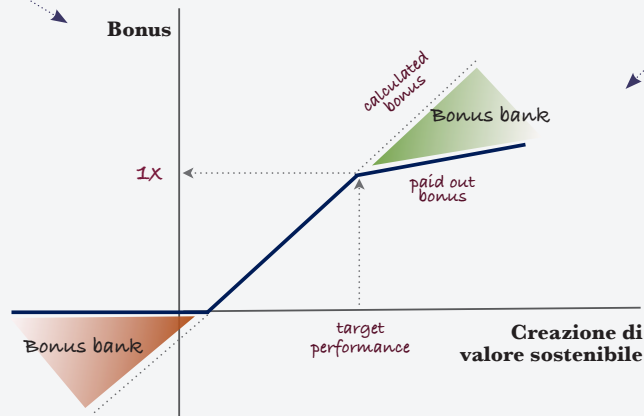
La struttura delle remunerazioni dovrebbe assicurarsi che i bonus corrisposti siano pagati per l'effettiva creazione di valore sostenibile nel tempo e non invece per ottimizzazioni di breve termine



ii. La soluzione individuata consiste in un maggior utilizzo di sistemi long term...

Numerose disposizioni e normative sia nazionali che internazionali, individuando tecniche a premiare la sostenibilità dei risultati, si spendono sulla necessità di adottare meccanismi più orientati al *long term*

La modalità tecnica prevede di trattenere una parte dei bonus, in via temporanea, per convalidare la sostenibilità dei risultati



iii. ...e in maggiori responsabilita' per i Comitati Remunerazione

Inoltre, va accresciuta l'efficacia della governance degli strumenti d'incentivazione, prevedendo un processo che porti all'approvazione degli stessi, secondo un percorso strutturato in cui, organi formati da persone indipendenti, possano monitorare e verificare che il sistema persegua gli obiettivi prefissi.

La presenza quindi di Comitati di Remunerazione non solo diventa imprescindibile per le imprese che presentano maggiore complessità gestionale, ma a questi sono demandati compiti di monitoraggio e verifica particolarmente onerosi, che difficilmente potranno essere espletati senza l'ausilio di supporti esterni, dato il ruolo temporalmente limitato dei consiglieri.

"The firm's board of directors must actively oversee the compensation system's design and operation"
(FSF Principles for Sound Compensation Practices, 2 Aprile 2009)

iv. Il Comitato di Remunerazione 1 - andare oltre alle mere logiche di compliance

Quindi, la principale sfida che le linee guida del *Financial Stability Forum* tracciano riguarda proprio il ruolo del Consiglio di Amministrazione, nella sua componente del Comitato di Remunerazione.

Le prassi in uso in Italia, pur essendo avanzate, si estrinsecano spesso in un mero ruolo di supervisione e ratifica di proposte che nascono dal management della società. Il poter esprimere invece un parere motivato non solo sulla struttura del sistema, ma ad esempio anche sulla adeguatezza delle metriche utilizzate per la misura delle performance in funzione delle posizioni ricoperte, o sul livello di sfida degli obiettivi assegnati e la loro coerenza con il valore target della società, richiede un livello tecnico di approfondimento rilevante.

Di sicuro i giudizi di adeguatezza degli incentivi proposti non potranno solamente basarsi su *benchmark* retributivi, come se la dimensione assoluta del bonus fosse l'unico aspetto rilevante, ma si dovrà poter approvare, con cognizione di causa, determinati rapporti "premio-risultato".

iii. ...e in maggiori responsabilita' per i Comitati Remunerazione

Le disposizioni governative e le linee guida insistono sulla presenza di Comitati Remunerazione formati da persone indipendenti e su un loro ruolo più attivo



Comitato Remunerazione

1)...Il comitato dovrà essere costituito in modo da poter esprimere un giudizio competente e indipendente sulle politiche e prassi di remunerazione...

(Fonte: FSF guidelines 04/09)

2)...nell'utilizzo dei servizi di un consulente...deve verificare l'indipendenza...

(Fonte: Raccomandazione CE 30/04/09)

iv. Il Comitato di Remunerazione 1 - andare oltre alle mere logiche di compliance



Comitato Remunerazione

COMPITO	PRASSI
Verificare la <i>compliance</i> alle nuove regole delle modalità di funzionamento dei meccanismi d'incentivazione in essere	Verifica di <i>compliance</i>
Assicurare la coerenza delle decisioni prese [in merito agli incentivi] con la valutazione delle condizioni finanziarie e delle prospettive future*	Valutazione da parte del CdA con l'ausilio di <i>benchmark</i> retributivi

OK!

OK! con...

Valutazione indipendente del rapporto Premio-Risultato
(*Best Practice*)

* Fonte: FSF, guidelines 04/09



v. Il Comitato di Remunerazione 2 - esprimere un giudizio sul rapporto premio-risultato

Rilasciare un giudizio motivato sul rapporto premio-risultato é, in estrema sintesi, l'obiettivo principale del Comitato di Remunerazione e quindi del Consiglio di Amministrazione.

Per rendere tale obiettivo concreto, nell'impresa deve essere operante un sistema di misura delle performance gestionali (*risk adjusted*/di creazione di valore). Queste devono essere declinate in funzione delle responsabilità e corrette da altre misure, in modo da considerare opportunamente la "qualità delle performance".

Con questa espressione intendiamo performance la cui rappresentazione nel breve termine, non contenga elementi di rischio o in generale di perdite che si manifesteranno in modo inaspettato nel lungo termine. Andranno pertanto definiti degli obiettivi, anche declinati all'interno dell'organizzazione, in cui il rapporto premio-risultato sia equilibrato non solo nella fase di riconoscimento dei bonus ma anche nella penalizzazione dei bonus stessi, qualora le performance si dimostrassero non sostenibili.

vi. Il Comitato di Remunerazione 3 - supportare le scelte con evidenze indipendenti

Il Comitato Remunerazione, cui è demandato il ruolo di approvazione e supervisione, deve poter esprimere un giudizio sul rapporto premio-risultato che sia supportato da evidenze quantitative.

Esistono a supporto di ciò delle tecniche di *Target Setting*, denominate "*Outside in*", di cui *Active Value Advisors* è promotrice (vedi allegato), che permettono di legare le aspettative implicite nelle quotazioni di borsa ai risultati gestionali che rappresentano i fondamentali del Valore d'impresa stessa. Queste tecniche legano le metriche gestionali al Valore della società e permettono di calibrare opportunamente il rapporto premio-risultato, anche attraverso opportuni *benchmark* settoriali.

Chi deve richiedere tali analisi? E' opportuno che sia il Comitato di Remunerazione stesso ad ingaggiare supporti esterni affinché conducano tali analisi senza vincoli o tesi preconcepite da sostenere. Un'analisi sviluppata per il Comitato di Remunerazione, in modo indipendente dal management, può favorire la più assoluta indipendenza di giudizio. I prezzi dell'azione esprimono, infatti, se opportunamente letti e confrontati con società comparabili, dei "giudizi" sulla qualità manageriale e sul livello di sfida delle aspettative che il mercato nutre nei confronti dell'impresa. La comprensione di questi giudizi da parte del CdA rappresenta sicuramente un elemento che accresce la consapevolezza sulle performance d'impresa e sulle attese che vi sono legate.

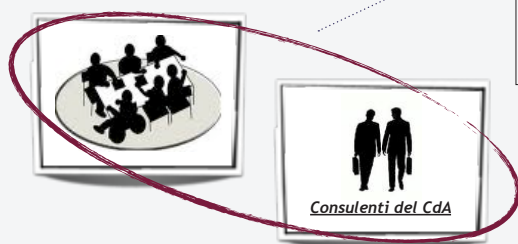
v. Il Comitato di Remunerazione 2 - esprimere un giudizio sul rapporto premio-risultato

Attribuire bonus calcolati sulla base di RAL e desunti da *benchmark* retributivi può portare a definire pacchetti d'incentivazione poco equilibrati in termini di rapporto Premio-Risultato

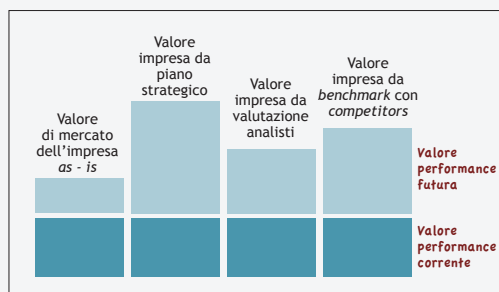
Va misurata la "qualità della performance" affinché i risultati a breve non contengano eccessivi elementi di rischio o possibili perdite nel lungo periodo



vi. Il Comitato di Remunerazione 3 - supportare le scelte con evidenze indipendenti



Parere indipendente e strutturato sul livello di sfida degli obiettivi



vii. Rafforzare il ruolo del CdA 1 - un *trait d'union* tra azionisti e management

Ai CdA sono demandate molte responsabilità.

Il gap che si può creare tra il ruolo atteso e quello effettivamente espletato, dato il limitato tempo dedicato, rischia di paralizzare l'effettivo contributo e può spingere lo stesso CdA a preoccuparsi maggiormente della compliance legale piuttosto che svolgere un ruolo fattivo. Ma in che modo il ruolo atteso dal CdA può estrinsecarsi?

Active Value Advisors ritiene che in molte realtà aziendali la distanza tra le specificità di business e il profilo dei consiglieri rende velleitario pensare che questi possano contribuire attivamente alle scelte aziendali. Il top management presente in CdA dispone spesso di un bagaglio di conoscenze e informazioni, frutto anche del proprio impegno full time nella gestione, che lo pone in una posizione di evidente disparità rispetto agli altri membri. A nostro avviso i consiglieri non esecutivi dovrebbero invece cercare di concentrare i propri sforzi nel creare un *trait d'union* tra aspettative dei mercati dei capitali/azionisti e management. Le tecniche di *Target Setting*, prima ricordate, possono offrire una cornice quantitativa, solida e completa entro cui svolgere il proprio ruolo e ricondurre il confronto con il management, costituendo di fatto un linguaggio comune tra Valore dell'azione e metriche gestionali.

viii. Rafforzare il ruolo del CdA 2 - mirare i controlli sugli obiettivi dei comportamenti manageriali

I meccanismi d'incentivazione soprattutto quando sviluppati secondo approcci di MBO (gestione per obiettivi), offrono una serie d'informazioni utilissime nell'attività di supervisione d'impresa.

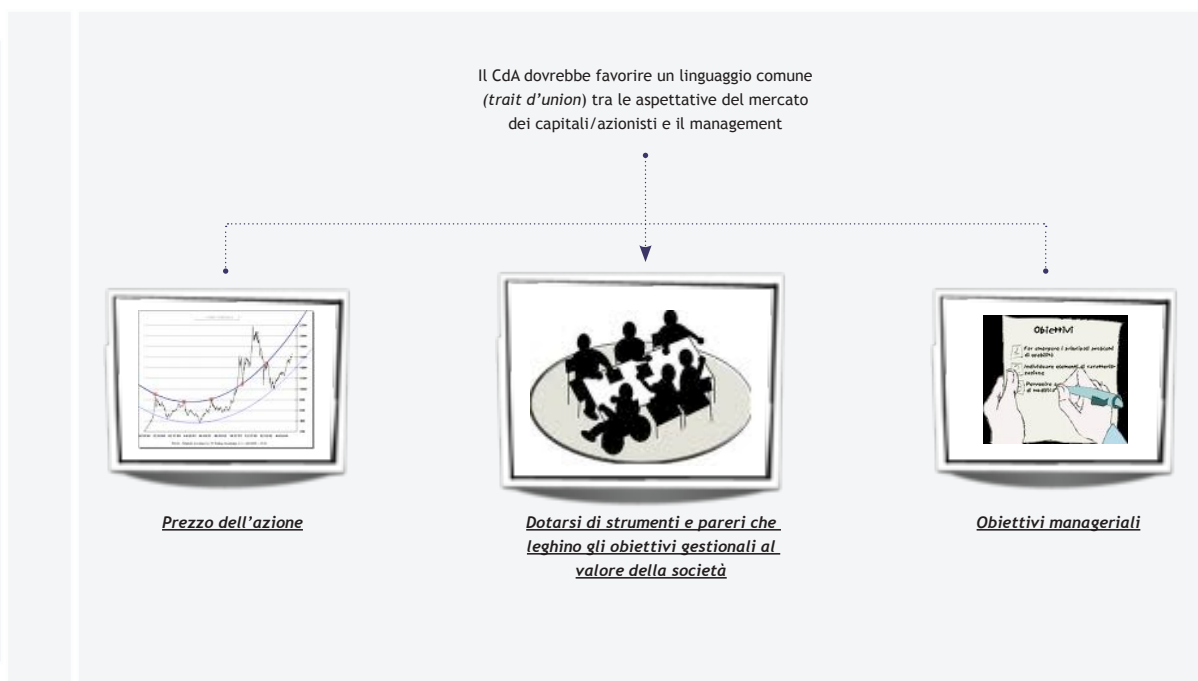
Porsi la domanda delle possibili conseguenze secondarie nell'attribuire determinati obiettivi, rappresenta uno degli esercizi a cui i Consiglieri non esecutivi potrebbero esercitare la loro esperienza, offrendo considerazioni e caveat a cui il management spesso non è portato a prestare attenzione.

La relazione tra "obiettivo-comportamento-risultato" difficilmente è univoca.

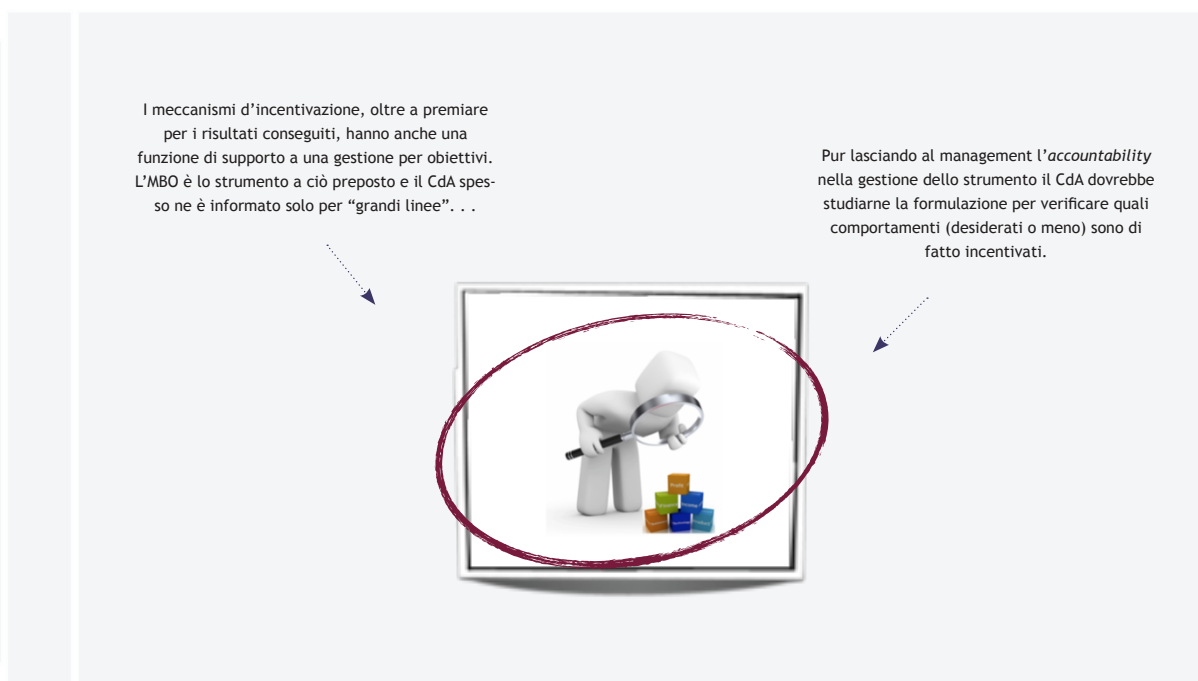
Se il CdA vuole esercitare un ruolo fattivo nell'indirizzo dei controlli, i sistemi di MBO vanno analizzati nell'ottica di indagare quali sono i possibili comportamenti manageriali indesiderati che da essi possono scaturire.

Secondo quest'ottica essi rappresentano un'utilissima *check list* da cui partire per chiedersi quali sono i possibili comportamenti opportunistici che tali obiettivi possono involontariamente favorire.

vii. Rafforzare il ruolo del CdA 1 - un trait d'union tra azionisti e management



viii. Rafforzare il ruolo del CdA 2 - mirare i controlli sugli obiettivi dei comportamenti manageriali



Allegato I - Target Setting-Outside In

Dove e come nascono gli obiettivi manageriali?

Nella maggioranza delle imprese gli obiettivi manageriali (usati anche ai fini dei sistemi d'incentivazione) sono il frutto di un processo di pianificazione *bottom up*. Infatti, la prassi per lo sviluppo di un piano pluriennale prevede il rilascio di linee guida generali (le c.d. lettere di pianificazione) a cui fanno seguito le varie attività svolte dalla struttura manageriale al fine di formulare le previsioni e le iniziative progettuali che sono alla base del piano stesso.

In alcune aziende però, in cui sono presenti sistemi evoluti di *Value Based Management*, esistono dei processi che definiscono *ex ante* gli obiettivi *target* cui i piani industriali devono poter essere in grado di dare risposta. Questi approcci permettono di desumere gli obiettivi attraverso metodologie che definiscono le performance gestionali *target* in funzione del Valore d'impresa che si vuole sostenere.

Ogni Valore d'impresa dipende, infatti, da determinate aspettative di performance future. Attraverso opportuni modelli è possibile definire e declinare gli obiettivi gestionali in rapporto a specifici Valori (corrente o *target*) d'Impresa. Potremmo definire quest'attività come un "rewind del processo valutativo".

Mentre con l'attività di valutazione si giunge ad un Valore d'impresa attualizzando e sommando dei flussi di cassa futuri, con questi modelli, partendo da un determinato Valore, si estrapolano i flussi di cassa che lo determinano. Non solo, al fine di disporre di una lettura maggiormente efficace da un punto di vista gestionale, invece che usare, come grandezze equivalenti, i flussi di cassa, questi modelli utilizzano il concetto di profitto economico, misura del risultato periodale di creazione di Valore.

L'espressione *Outside-In* per questo approccio alla pianificazione nasce dal fatto che, così procedendo, gli obiettivi manageriali finali oggetto d'incentivazione

non sono il semplice risultato di un approccio *bottom up* frutto di estrapolazioni di trend storici (*backward looking*) e costruiti attraverso un confronto prevalentemente interno all'impresa, ma derivano da una sintesi strutturata tra piani manageriali *bottom up* e obiettivi *target* desunti dalle indicazioni (esterne) ottenibili dai mercati dei capitali (Tav. 1).

Quali sono i vantaggi?

Sono sostanzialmente di due tipi:

- Il governo del Valore d'impresa (che, è giusto ricordare, rappresenta la principale ragion d'essere di ogni attività economica) acquista una centralità empirica nell'attività di pianificazione e un elemento con cui i manager si possono confrontare usando evidenze quantitative;
- Si ottengono informazioni *forward looking* sulle potenzialità/aspettative nei confronti delle diverse aree di business.

Questo secondo aspetto è il più tecnico, ma anche il più rilevante. I prezzi delle azioni racchiudono molte informazioni sulle effettive potenzialità di una società. La qualità di queste "aspettative" è tanto maggiore quanto più sono efficienti i mercati dei capitali che le determinano. Le variazioni dei prezzi delle azioni, anche se possono essere motivo di sconcerto, rappresentano nella maggioranza dei casi proprio un indicatore della sensibilità di questo strumento alle diverse notizie e accadimenti che marginalmente possono avere un impatto sulle possibilità di business future.

Quindi, attraverso appropriati modelli, è possibile costruire un raffronto tra:

- Piani Industriali sviluppati *bottom up* dal management;
- Aspettative presenti nel prezzo dell'azione dell'impresa (qualora quotata) o nel Valore obiettivo che si vuole sostenere;
- Aspettative del settore di riferimento (costruite analizzando opportunamente i Valori di mercato di società comparabili).

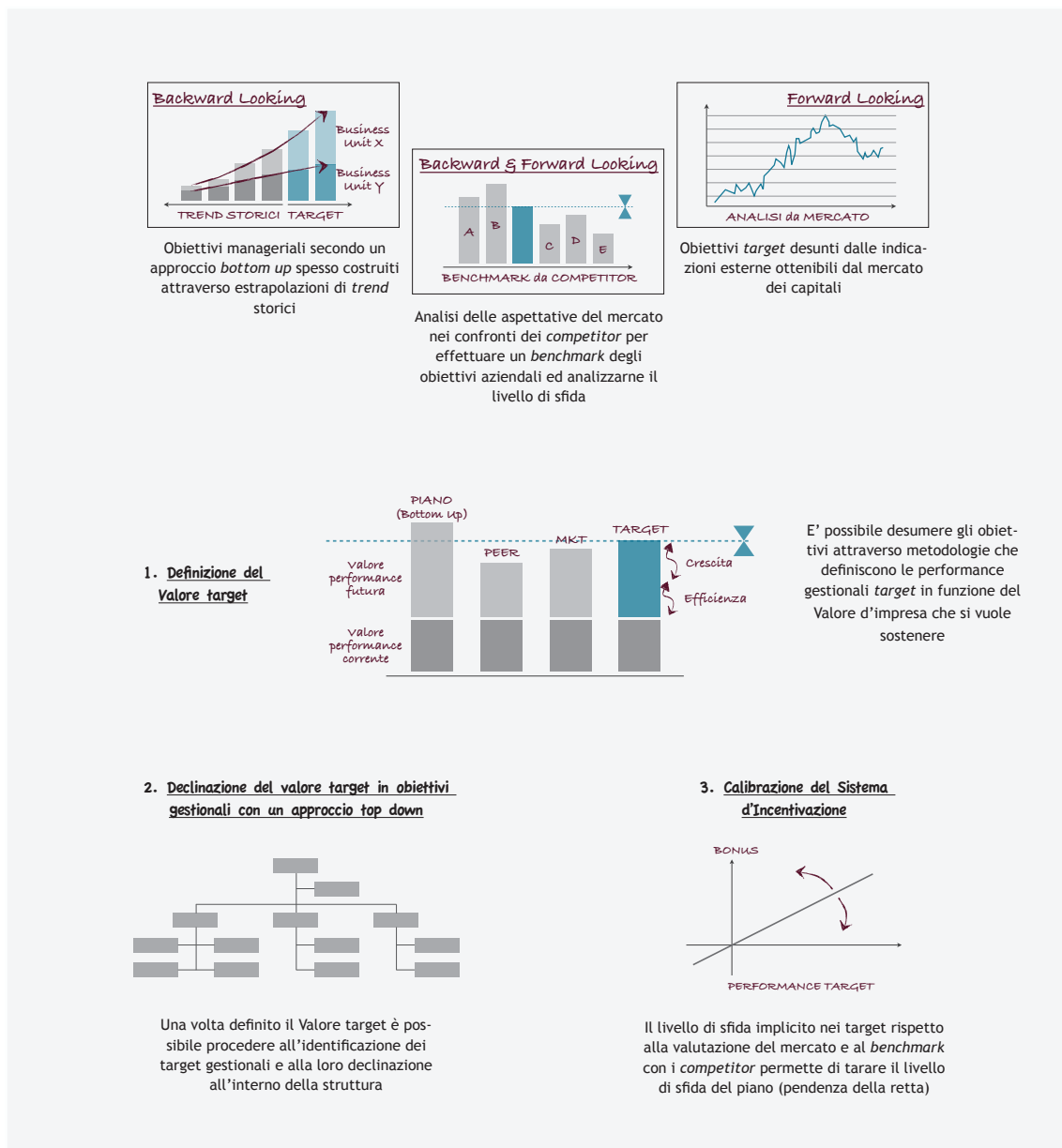
Questi raffronti rendono possibili dei sistemi di governance innovativi, poiché permettono di calibrare i premi per il conseguimento di determinati obiettivi

gestionali in funzione dell'impatto che questi potranno avere sul Valore complessivo dell'impresa.

Non solo, è possibile esprimere anche un giudizio sul livello di sfida implicito in un determinato piano industriale: *“Un piano che batte non solo le aspettative implicite nel Valore corrente d'impresa, ma anche le aspettative medie di settore è ovviamente molto sfidante e come tale va considerato, verificato (ed incentivato!)”*.

In alcuni casi di sistemi di *governance* particolarmente evoluti, gli obiettivi manageriali *target* e gli associati meccanismi d'incentivazione sono definiti e rilasciati prima della costruzione del Piano industriale, liberando quindi questo strumento dai condizionamenti che si possono formare quando vi è, nel management, la consapevolezza che la probabilità di conseguire i propri bonus dipende dal livello di sfida degli obiettivi che loro stessi contribuiscono a definire.

Tav. 1 - Target Setting/Outside In



Allegato II - Fonti documentali di riferimento

- **Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche (04/03/2008)**

Nell'ambito delle disposizioni sull'organizzazione e il governo societario delle banche, Banca d'Italia ha introdotto principi e linee guida riguardanti il processo di elaborazione ed approvazione delle politiche di remunerazione, la struttura dei compensi, la trasparenza.
- **Nota di chiarimenti - Area vigilanza bancaria e finanziaria - Servizio normativa e politiche di vigilanza (19/02/2009)**

Nel 2009 è stata diffusa una nota di chiarimenti volta da una parte ad agevolare l'omogenea e corretta applicazione delle disposizioni di cui sopra e dall'altra a richiedere alle banche di trasmettere la documentazione sulle politiche di remunerazione sottoposta per l'approvazione alle assemblee.
- **Sistemi di remunerazione e incentivazione (28/10/2009)**

Con la presente lettera Banca d'Italia richiama le banche italiane e le società capogruppo ad allinearsi agli indirizzi forniti nelle varie sedi internazionali in modo coerente con le proprie caratteristiche (dimensione, complessità, tipologia di attività, assetti operativi ed organizzativi, etc.). A tale riguardo distingue:

 - i. Linee di indirizzo riguardanti tutte le banche,
 - ii. Standard elaborati per intermediari di maggiori dimensioni.
- **Financial Stability Forum - Principles for Sound Compensation Practices (02/04/2009)**

Il Financial Stability Board ha emanato un rapporto contenente alcuni principi in tema di variabilità/discrezionalità delle remunerazioni riguardanti principalmente tre ambiti di analisi:

 - i. Effective governance of compensation,
 - ii. Effective alignment of compensation with prudent risk taking,
 - iii. Effective supervisory oversight and engagement by stakeholders.
- **Financial Stability Forum - Principles for Sound Compensation Practices - Implementation Standards (25/09/2009)**

Il Financial Stability Board ha emanato, in seguito al rapporto contenente alcuni *principles* in tema di remunerazioni, alcuni standard applicativi dei principi stessi. Le *guidelines* disciplinate riguardano:

 - i. Governance,
 - ii. Compensation & Capital, Pay structure and risk alignment,
 - iii. Disclosure,
 - iv. Supervisory oversight.

- **Committee of European Banking Supervisors - High level Principles for Remuneration Policies (20/04/2009)**

Il CEBS ha recentemente elaborato alcuni principi sulle politiche di remunerazione riguardanti in particolare:

- i. Governance,
- ii. Measurement of performance as a basis for Remuneration,
- iii. Form of Remuneration.

E' attualmente in corso di revisione la direttiva 2006/48 per includere espressamente i sistemi di remunerazione nell'ambito delle regole sull'organizzazione delle banche e nell'attività di supervisione delle autorità di vigilanza.

Il CEBS sarà chiamato a dettare guidelines applicative dei criteri che saranno contenuti nella direttiva stessa.

- **Raccomandazione Commissione Europea sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (30/04/2009)**

Con la presente la Commissione Europea invita gli Stati membri a garantire che le politiche in materia di retribuzione applicate dalle istituzioni finanziarie al personale che assume rischi finanziari siano compatibili con una sana ed efficace gestione del rischio e promuovano questo tipo di gestione. La Raccomandazione, in particolare, invita gli stati membri ad adottare misure in quattro settori:

- i. Struttura degli stipendi,
- ii. Governance,
- iii. Informazione,
- iv. Vigilanza.

- **Raccomandazione Commissione Europea 2009/385/CE (30/04/2009)**

Raccomandazione relativa al regime concernente la remunerazione degli amministratori di società quotate.

- **Raccomandazione Commissione Europea 2004/913/CE (14/12/2004)**

Raccomandazione relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori di società quotate.

- **Raccomandazione Commissione Europea 2005/162/CE (15/02/2005)**

Raccomandazione sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del Consiglio d'Amministrazione o di sorveglianza.

- **Financial Stability Forum - Thematic Review on Compensation (22/12/2009)**

Modello utile alle autorità nazionali nell'attività di *compliance* ai principi e agli standard applicativi emessi dal FSB.



Active Value Advisors.

T +39 02 36697100

F +39 02 36697101

E info@activevalue.eu

I www.activevalue.eu