Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance

Seconda edizione

a cura di
Guido Cutillo
Franco Fontana

Prefazione di
Gabriele Galateri di Genola

FrancoAngeli

ECONOMIA & MANAGEMENT

Ringraziamenti

Ci preme ringraziare tutti coloro che hanno voluto supportarci nella redazione di questa opera, fornendo con i loro contributi, una preziosissima testimonianza dei diversi ruoli agiti all'interno di consigli di amministrazione, università, aziende e società di consulenza.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati
possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page
al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance

Seconda edizione

a cura di
Guido Cutillo
Franco Fontana

Prefazione di
Gabriele Galateri di Genola

FrancoAngeli

2a edizione Copyright © 2012, 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Prefazione, di *Gabriele Galateri di Genola* pag. 11
Premessa e obiettivi del manuale » 15
1. Executive compensation e strategia aziendale, di *Guido Cutillo* e *Franco Fontana* » 17
1.1. L'executive compensation e il governo di impresa » 17
1.2. Oltre il concetto di "retribuzione" » 23
1.3. Il pacchetto remunerativo e la sua struttura » 25
2. Il compenso fisso e la sua determinazione, di *Guido Cutillo* » 28
2.1. Il compenso fisso per i ruoli non esecutivi » 29
2.2. Il Compenso fisso per il Top Management » 31
2.3. Il multiplo retributivo » 36
3. I compensi variabili di breve termine, di *Daniel Thomas Seacombe* » 38
3.1. Introduzione » 38
3.2. La progettazione di un sistema di Performance Management » 41
3.2.1. La scelta degli obiettivi e quindi degli indicatori da utilizzare nel piano » 42
3.2.2. Una guida per l'implementazione di un sistema di performance management: la Balanced Scorecard » 45
3.3. Dal Performance Management all'Incentivazione » 47
3.4. Revisione di un sistema di incentivazione di breve termine: un caso applicativo su segmenti di popolazione dirigenziale omogenei » 48
3.5. Sintesi delle fasi per l'implementazione del sistema di incentivazione » 51
3.6. Le richieste dei Proxy Advisor in relazione agli incentivi di breve termine » 53

3.7. La definizione del campione di riferimento pag. 56
4. I compensi variabili di lungo termine, di *Guido Cutillo* » 58
4.1. Introduzione » 58
4.2. Frequenza di assegnazione » 60
4.3. Diversi strumenti per diversi obiettivi » 61
4.4. La governance dei piani ILT » 72
5. Incentivi all'esodo e limiti ai compensi di amministratori e dirigenti, di *Giuseppe Sigillò Massara* » 75
5.1. Una premessa » 75
5.2. Alcune questioni sul rapporto dirigenziale… » 77
5.2.1. … e su quello di amministrazione » 79
5.2.2. Segue: interferenze e sovrapposizioni tra rapporto di amministrazione e di lavoro dirigenziale » 80
5.3. Risoluzione del rapporto di lavoro dirigenziale ed estinzione del rapporto di amministrazione: il ruolo dell'autonomia collettiva e di quella individuale » 82
5.3.1. Segue: ingiustificatezza del licenziamento ed indennità supplementare » 84
5.3.2. Segue: il ruolo dell'autonomia individuale » 86
5.4. L'estinzione del rapporto di amministrazione » 89
5.4.1. Segue: estinzione del rapporto di amministrazione e autonomia individuale » 92
5.5. I limiti contenuti nelle discipline di settore » 94
5.5.1. Le società pubbliche e a partecipazione pubblica » 94
5.5.2. Segue: il taglio del nodo gordiano » 98
5.5.3. Il settore bancario » 101
5.5.4. Segue: e le società quotate » 104
5.6. Considerazioni conclusive » 106
6. La componente previdenziale nel pacchetto retributivo del top management, di *Claudio Pinna* » 108
6.1. Il contesto pensionistico in Italia » 108
6.1.1. Le ultime riforme del sistema pensionistico pubblico in sintesi » 108
6.1.2. Il calcolo della prestazione finale dall'Inps » 109
6.1.3. Le prestazioni stabilite al pensionamento dall'Inps » 111
6.1.4. Le ultime riforme del sistema pensionistico privato in sintesi » 112
6.1.5. Le altre indennità "previdenziali" » 113
6.2. Il contesto pensionistico per il top management » 114
6.2.1. Gli elementi rilevanti ai fini pensionistici del rapporto di lavoro del top management » 114
6.2.2. La copertura pensionistica per il top management » 116
6.2.3. Il finanziamento del gap previdenziale » 122

6.2.4. Gli strumenti per il finanziamento del gap previdenziale pag. 125
6.3. Conclusioni » 126
7. La gestione dei manager espatriati, di *Claudia Stella Giambanco* e *Carmine Perna* » 128
7.1. Introduzione » 128
7.2. Politiche di mobilità internazionale in linea con le strategie aziendali » 129
7.3. Aspetti giuslavoristici » 133
7.4. Aspetti autorizzativi » 134
7.5. Aspetti fiscali » 135
7.6. Adempimenti fiscali del sostituto di imposta » 140
7.7. Il credito d'imposta » 142
7.8. Aspetti previdenziali » 142
7.9. Return on Investment (ROI) legato alla mobilità internazionale » 144
7.10. Cosa fanno le aziende oggi? » 145
8. La misurazione delle performance: verso la creazione del valore, di *Stefano Bozzi* e *Francesco Pasquale De Mutiis* » 148
8.1. Introduzione » 148
8.2. I criteri che ispirano la scelta del parametro di performance nell'ambito dei piani di retribuzione manageriale » 150
8.3. Le principali misure di performance adottate nei piani di incentivazione delle società italiane » 153
8.4. Le principali misure di performance adottate nei piani di incentivazione: caratteristiche e profili di criticità » 156
8.5. Conclusioni » 163
9. L'organo di controllo e il sistema dei controlli, di *Rosalba Casiraghi* » 165
9.1. Introduzione » 165
9.2. L'organo di controllo nel contesto regolatorio » 166
9.3. Compiti dell'organo di controllo » 168
9.3.1. Vigilanza sulla legalità della gestione sociale » 169
9.3.2. Osservanza dei principi di corretta amministrazione » 170
9.3.3. Adeguatezza dell'assetto organizzativo » 171
9.3.4. Il sistema dei controlli » 172
9.3.5. Osservanza delle regole di governo societario » 173
9.3.6. Adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate » 174
9.3.7. Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate » 174
9.3.8. Organismo di vigilanza 231/01 » 175

9.4. I flussi informativi pag. 175
9.5. Nota conclusiva » 178
10. L'organo di gestione, di *Marina Brogi* » 183
10.1. L'organo di gestione secondo i principle setter » 183
10.2. L'organo di gestione secondo il legislatore: il consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale » 186
10.3. Il consiglio di amministrazione secondo la letteratura economica » 194
10.4. Il Consiglio di Gestione nel sistema dualistico » 199
10.5. Il consiglio di amministrazione nel sistema monistico » 201
11. L'autovalutazione del Board: disciplina e prassi, di *Guido Cutillo* ed *Eliano Russo* » 205
11.1. Dimensione » 208
11.2. La composizione del Board e la diversity » 209
11.3. Il funzionamento » 212
11.3.1. Il ruolo del Presidente » 212
11.3.2. Il flusso informativo » 212
11.3.3. Clima » 213
11.4. Il processo di valutazione » 214
11.5. Il futuro del Board Assessment » 219
12. Il ruolo dei consiglieri indipendenti, di *Rosalba Casiraghi* » 220
12.1. Gli indipendenti nel contesto regolatorio » 220
12.1.1. Disposizioni normative » 220
12.1.2. Requisito di indipendenza nell'autodisciplina » 221
12.1.3. Gli indipendenti per le Autorità di Vigilanza » 222
12.2. Commento » 223
13. Struttura e informazione consiliare nel governo d'impresa: un approccio negoziale, di *Corrado Gatti* e *Barbara Aquilani* » 230
13.1. Introduzione » 230
13.2. Il governo dell'impresa come processo negoziale » 231
13.3. Struttura dell'organo di governo e processo negoziale endoconsiliare » 233
13.3.1. Tipici assetti strutturali del consiglio » 233
13.3.2. Il fenomeno della CEO duality » 238
13.3.3. Informazione e processo negoziale endoconsiliare » 241
13.4. Considerazioni conclusive » 245
14. La difesa delle minoranze e il ruolo degli investitori istituzionali nella corporate governance italiana, di *Massimo Menchini* » 246
14.1. Premessa » 246

14.2. La situazione italiana: proprietà concentrata; i fondi comuni quali unici investitori istituzionali nazionali; gli amministratori e i sindaci di minoranza pag. 247
14.3. Una risposta sia all'estrazione dei benefici privati del controllo sia all'agenzia: gli amministratori e i sindaci di minoranza eletti da investitori istituzionali » 251
14.4. L'esperienza degli investitori istituzionali in Italia: la realizzazione della stewardship anche attraverso gli amministratori e i sindaci eletti dai fondi comuni di investimento » 253
14.5. Conclusioni » 260
15. Il cambiamento nella struttura dei sistemi retributivi delle banche, di *Teresa Colarossi* e *Stefano De Polis* » 262
15.1. Introduzione » 262
15.2. Le specificità del settore bancario » 263
15.3. Il dibattito sul ruolo delle autorità di supervisione » 265
15.4. Evoluzione degli orientamenti e del quadro regolamentare internazionale » 267
15.5. Il quadro normativo nazionale » 276
15.6. L'evoluzione dei sistemi retributivi e incentivanti nel settore bancario. Le sfide aperte » 280
16. La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate, di *Carmine Di Noia, Valentina Lanfranchi* e *Mateja Milič* » 285
16.1. L'autodisciplina e le remunerazioni » 285
16.2. Le remunerazioni e l'evoluzione del Codice di autodisciplina » 286
16.3. Alcuni dati sull'attuale applicazione del Codice di autodisciplina » 291
16.4. L'art. 6 del Codice di autodisciplina » 295
16.4.1. La struttura della remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche » 296
16.4.2. Il ruolo del comitato per la remunerazione » 308
17. Il processo di selezione degli amministratori e dei top executive, di *Enzo De Angelis* » 312
17.1. Introduzione » 312
17.2. Il mercato dell'executive search » 313
17.3. La metodologia » 315
17.3.1. Comprensione delle esigenze del cliente » 316
17.3.2. Definizione della Target List » 321
17.3.3. Validazione e valutazione dei candidati » 324
17.3.4. Rosa dei candidati finali e presentazione » 325
17.3.5. Negoziazione e assunzione » 327
17.3.6. Follow-up post ricerca » 328

18. Il ruolo dei Proxy Advisor e dei Proxy Solicitor, di *Stefano Marini* pag. 330
18.1. Introduzione » 330
18.2. Il ruolo storico dei Proxy Solicitor » 334
18.2.1. La Disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto in Italia: il caso Salini-Impregilo » 335
18.3. Il ruolo dei Proxy Advisor » 338
18.4. Executive Compensation » 340
18.4.1. Executive Compensation in Italia » 342
18.5. Conclusioni » 346
19. Teoria e prassi dei golden parachute, di *Marcello Bianchi*, *Angela Ciavarella* e *Rossella Signoretti* » 347
19.1. Introduzione » 347
19.2. Motivazioni dei golden parachute alla luce della teoria economica » 349
19.3. I golden parachute nelle società italiane quotate » 353
19.4. Golden parachute e corporate governance delle società italiane » 357
19.5. La prassi dei golden parachute oltre la teoria e il contratto » 365

Il caso aziendale

20. Il caso UniCredit, di *Ivan Tardivo* e *Andrea Vintani* » 371
20.1. Introduzione » 371
20.2. Il contesto di mercato » 372
20.3. La nostra struttura di governance » 375
20.4. La nostra politica retributiva » 377
20.5. L'evoluzione della remunerazione: il nostro nuovo approccio » 379
20.6. Sistema Incentivante 2014 » 380
20.7. Valutazione della Prestazione » 381
20.8. Condizioni di Accesso » 381
20.9. Pagamenti differiti » 383
20.10. Popolazione target: il personale più rilevante e le funzioni aziendali di controllo » 384
20.11. Misurazione complessiva della performance » 387
20.12. Comunicazione e Implementazione » 390
20.13. Quali sfide future per la Remunerazione degli Executive? » 392
Conclusioni » 395
Glossario » 399
Curatori e autori » 407
Autori » 408
Bibliografia » 415

Prefazione

La recente crisi finanziaria ha riacceso il dibattito sul tema delle remunerazioni, sul rapporto tra incentivi e obiettivi di breve termine, nonché sulla necessità di nuove regole per le società quotate. Il tema delle remunerazioni nelle società, e, in particolare dei componenti del consiglio di amministrazione, esecutivi e non, è stato oggetto di profonde riflessioni a livello internazionale, europeo e italiano. Sono state introdotte nuove e stringenti regolamentazioni in particolare per i soggetti vigilati.

Gli effetti sull'andamento dell'impresa delle politiche retributive, fisse e variabili, monetarie e in natura, sono senza dubbio importanti e positivi ma solo se le remunerazioni e le modalità di effettiva erogazione dei compensi sono accuratamente predisposte, utilizzate e monitorate nell'ambito delle procedure aziendali.

Il volume, a cura di Cutillo e Fontana, appena aggiornato, affronta i temi teorici e applicativi in modo completo, grazie alla collaborazione degli autori dei diversi capitoli che sono in prima linea nel mondo accademico, regolatorio e professionale in queste materie.

Come anche sottolineato in vari saggi del volume, alla luce delle best practices internazionali e delle numerose raccomandazioni della Commissione europea, l'Italia ha dimostrato da tempo un elevato livello di compliance, sia a livello legislativo, fin dall'emanazione del Testo Unico della Finanza nel 1998 con le modifiche apportate nel 2010, che a livello di autodisciplina, con la revisione del Codice relativo nel dicembre 2010 e, da ultimo, nel 2014.

Già nel 1998, il Tuf ha richiesto la trasparenza completa dei compensi di ciascun amministratore e sindaco di società quotata, distinguendo le diverse componenti della remunerazione. Con le novità apportate nel 2010, le so-

cietà quotate italiane devono, poi, adempiere ad obblighi informativi permeanti e specifici, sia in ottemperanza della normativa primaria (art. 123-ter Tuf) che di quella secondaria (Delibera Consob n. 18049/2011). In particolare, le società quotate italiane sono tenute alla redazione e alla diffusione della c.d. relazione sulla remunerazione che fornisce un elevatissimo livello di trasparenza, anche se comparata alle best practices europee e internazionali. Le società devono, infatti, pubblicare prima dell'assemblea annuale, la relazione sulla remunerazione che contiene, nella prima sezione la politica che la società adotta in materia di remunerazioni con riferimento ai criteri utilizzati per la determinazione della remunerazione nonché alle procedure utilizzate per l'attuazione della politica in questione, e, nella seconda parte, i compensi effettivamente corrisposti a ciascun componente degli organi di amministrazione e controllo e dei direttori generali. Sulla politica di remunerazione è previsto un voto non vincolante da parte dell'assemblea degli azionisti.

Anche il Codice di autodisciplina, redatto dal Comitato di corporate governance, che ho l'onore di presiedere, si è dimostrato da tempo in linea con le best practices europee e internazionali. Già nel 2010, in osservanza delle raccomandazioni espresse dalla Commissione europea, si era proceduto a una prima revisione sistematica del solo articolo dedicato alle remunerazioni, ispirata al principio delle remunerazioni long-term oriented. In particolare, la revisione 2010 del Codice aveva introdotto alcune importanti raccomandazioni in merito ai criteri che le società dovrebbero adottare per la redazione della politica per la remunerazione degli amministratori, sia al fine di realizzare una migliore strutturazione di tali remunerazioni (bilanciamento della componente fissa e quella variabile, introduzione di un cap alla remunerazione variabile, differimento di parte della remunerazione, durata triennale dei piani di incentivazione ecc.) che al fine di raggiungere una migliore trasparenza in materia.

Ed è con particolare orgoglio che segnalo le ultime revisioni apportate al Codice di autodisciplina durante la riunione del Comitato per la corporate governance, tenutasi il 14 luglio scorso. Tra le recenti modifiche ve ne sono, infatti, anche alcune in materia di remunerazioni. Le novità introdotte sono, in parte, dettate da un opportuno allineamento alle raccomandazioni espresse dalla Consob in materia di indennità e/o altri benefici riconosciuti agli amministratori esecutivi e/o direttori generali in occasione della cessazione dalla carica, e, in parte, dovute alla volontà del Comitato di allineare il testo del Codice di autodisciplina anche all'indicazione della Commissione europea, contenuta nella Raccomandazione UE 385/2009, relativa alla c.d. clausola di clawback. Il nuovo criterio applicativo del Codice intro-

duce, infatti, una nuova lett. f) che fa riferimento alla previsione di intese contrattuali che consentono alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

In conclusione, il volume a cura di Cutillo e Fontana, che ripercorre i tratti salienti dell'evoluzione autoregolamentare e normativa in materia di remunerazioni, con frequenti collegamenti con l'esperienza applicativa, italiana ed estera, rappresenta un contributo originale al tema in questione e mostra come l'adozione di un buon sistema di remunerazioni possa rappresentare un segnale positivo da trasmettere al mercato finanziario per evitare compensi oggettivamente non giustificati da adeguate performance ma anche eccessi di populismo che non sono nell'interesse delle società, dei loro soci, degli stakeholder tutti, e in definitiva dell'intero sistema economico.

Le migliori leggi sono condizioni necessarie ma non sufficienti per un buon funzionamento del sistema in mancanza di autodisciplina e comportamenti effettivi: è importante quindi che tutti gli attori del sistema delle remunerazioni si muovano in modo sinergico, nell'ambito di un disegno chiaro, unico e integrato, evitando ridondanze, sovrapposizioni o, paradossalmente, aree non presidiate: solo così si può favorire un'efficiente azione di governo dell'impresa nonché la diffusione e il consolidamento di una cultura aziendale che coniughi l'etica con gli obiettivi di business.

Gabriele Galateri di Genola

Premessa e obiettivi del manuale

La presente è la seconda edizione rinnovata, arricchita e speriamo migliorata di un lavoro pubblicato la prima volta con la FrancoAngeli nel 2012. La struttura, i contenuti e anche la selezione degli autori dei singoli capitoli, sono il frutto della ultra decennale esperienza da noi maturata di supporto ai comitati remunerazione e alle direzioni di alcune delle principali aziende italiane, ma anche di quanto discusso e approfondito nell'ambito dell'Osservatorio Luiss su Executive Compensation e Corporate Governance del quale ci onoriamo di essere stati i promotori in tempi ormai lontani.

Il Manuale ha per oggetto di analisi la remunerazione degli amministratori e dei massimi dirigenti d'impresa, anche con riguardo alla sua relazione con le performance aziendali, e nasce con l'obiettivo di diventare strumento di lavoro per chi tratta le materie analizzate.

Il tema affrontato, sebbene sia stato da tempo oggetto specifico di analisi da parte delle discipline giuridiche, della scienza economica generale, dell'economia aziendale e degli studi organizzativi, rimane ancora oggi al centro di un acceso dibattito tra coloro che ne difendono il fondamento dottrinale e coloro che avvertono la necessità di un profondo ripensamento dei paradigmi utilizzati sinora a supporto della teoria.

È chiaro che in questa prospettiva, l'executive compensation si lega in modo sempre più stretto al tema della corporate governance sia a livello operativo sia anche a livello normativo.

La nuova edizione, sebbene debba essere considerata un opera unitaria e con argomenti fortemente interconnessi, può essere in astratto concettualmente suddivisa in tre parti.

La prima è interamente dedicata a delineare e presentare i principali profili concettuali e teorici in tema di sistemi di remunerazione, anche facendo cenno alle connesse prospettive giuridiche, economiche, psicologiche e or-

ganizzative, per poi approfondire l'analisi delle singole componenti del pacchetto remunerativo.

La seconda strutturata per affrontare tematiche più assimilabili alla corporate governance, con capitoli dedicati al tema del rinnovato ruolo del Board (inteso come somma di organo di gestione e controllo) nel governo societario, trattando dei possibili miglioramenti opportuni per completare la trasformazione da organo essenzialmente "passivo" nella vita aziendale ad organo protagonista della stessa. Il ruolo dei consiglieri indipendenti e non esecutivi, e la gestione corretta delle negoziazioni interne all'azienda. Viene poi affrontato il tema del sistema di regole oggetto, negli ultimi anni, di profondo cambiamento con particolare attenzione al mondo finanziario e al codice di autodisciplina delle società quotate in Italia. In questa sezione sono inoltre stati aggiunti nuovi capitoli dedicati tra gli altri al ruolo degli investitori istituzionali e del processo di selezione degli amministratori e dei top executive.

Nell'ultima parte riportiamo la testimonianza relativa al sistema dei compensi di UniCredit, che ha tutte le complessità derivanti dall'essere un gruppo finanziario, quotato e internazionale.

Ovviamente, come si avrà modo di sottolineare nel corso della trattazione, la vastità degli argomenti affrontati, la dinamicità del contesto normativo e la complessità delle variabili considerate non consentono ad un lavoro come il presente di esaurire la trattazione di tutti gli argomenti affrontati. Anche perché per completezza di analisi la presente versione è stata ulteriormente arricchita di nuovi contenuti.

Nondimeno, la trattazione è stata condotta per offrire al lettore una visione di insieme delle principali interdipendenze tra executive compensation, governo di impresa e ruolo degli organi societari, dando al contempo una rappresentazione del quadro normativo di riferimento in cui deve muoversi chi oggi si occupa di retribuzioni del management, lasciando poi all'interesse del singolo l'eventuale approfondimento di argomenti specifici.

Lo studio e l'approfondimento delle tematiche affrontate, con particolare riferimento ai contenuti statistico-quantitativi, è stato soprattutto reso possibile da un rapporto di collaborazione che l'Osservatorio intrattiene con alcuni importanti partner.

A tale proposito ci preme ringraziare tutti coloro che hanno voluto supportarci nella redazione di questa opera, fornendo con i loro contributi, una preziosissima testimonianza dei diversi ruoli agiti all'interno di Consigli di Amministrazione, Università, Aziende e Società di Consulenza.

A tutti loro il più sentito dei ringraziamenti.

Guido Cutillo
Franco Fontana

1. Executive compensation e strategia aziendale

di *Guido Cutillo* e *Franco Fontana*

1.1. L'executive compensation e il governo di impresa

Quando si parla di executive compensation si fa generalmente riferimento alla politica retributiva per il top management aziendale e per i membri dell'organo di amministrazione e/o gestione con particolare attenzione all'Amministratore Delegato e in generale ai Consiglieri dotati di particolari deleghe[1].

Dato il perimetro di interesse, è ormai acclarato che tale tematica non può che essere strettamente legata al tema della corporate governance tanto da poterne essere considerata parte integrante e sostanziale. Infatti la remunerazione degli organi gestori e dei dirigenti con responsabilità strategica è materia in vario modo collegata ad aspetti fondamentali del funzionamento di impresa, quali:

- i rapporti tra impresa e stakeholder (ed in particolare con gli apportatori del capitale di rischio);
- i rapporti tra le varie componenti della compagine proprietaria (maggioranza e minoranze azionarie; soci investitori ecc.);
- il funzionamento del Consiglio di Amministrazione e i suoi rapporti con gli azionisti e i manager;
- il funzionamento dei meccanismi di pianificazione strategica, controllo di gestione, implementazione operativa e più in generale dei principali processi gestori dell'entità impresa.

La consapevolezza crescente dell'esistenza di tale legame, ha portato ultimamente profondi cambiamenti nel quadro normativo di riferimento, con

[1] Tale perimetro oltre ad essere coerente con il quadro teorico appena descritto è anche in linea con le varie norme sulla materia che ad esempio nel caso del Codice di Autodisciplina parlano «*di amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche*». In funzione del modello di governance aziendale faranno parte del perimetro i membri del CdA nel modello tradizionale e monistico e i membri del CdS e del CdG in quello duale.

l'intensione di controllare la materia restituendo importanza a presidi di governance che si erano andati affievolendo con il tempo ed in particolare rafforzando il ruolo dell'Assemblea e del Consiglio di Amministrazione nel processo decisionale. Oggi l'approvazione di una politica retributiva chiama in causa in modo sostanziale una molteplicità di attori decisamente diversa rispetto a qualche anno fa.

Nelle imprese di interesse pubblico[2], la progettazione e l'implementazione della politica retributiva è diventata nel tempo, un processo strutturato su vari livelli decisionali, formalizzato ed esplicitato, a causa della pressione esercitata dal contesto – in primis dei mercati finanziari e delle autorità di regolazione degli stessi – e della conseguente esigenza di visibilità e trasparenza nei confronti degli stakeholder.

Al primo macro livello decisionale vengono stabilite le linee guida generali del sistema di compensation avendo particolare cura che queste riflettano le scelte strategiche di business che l'azienda è tenuta a compiere. I soggetti incaricati della definizione della strategia retributiva infatti sono coautori della strategia nel suo complesso, in particolare per le società quotate, le finanziarie e in generale le aziende che si vogliano ispirare alle best practices; facciamo riferimento al Comitato Remunerazione composto da consiglieri di amministrazione non esecutivi e per la maggioranza indipendenti al quale spetta il compito di fissare le priorità e gli obiettivi che l'azienda intende perseguire con i sistemi di remunerazione e che dovranno trovare coerenza con la cultura, l'organizzazione e la gestione delle risorse umane dell'azienda nel suo complesso.

Tali Comitati che dovrebbero disporre di competenze e risorse adeguate, in passato hanno avuto a volte una funzione più "di facciata", mentre oggi sono sempre più investiti di responsabilità e capacità decisionale superiori e consistenti[3]. Il loro ruolo è quello di restituire centralità al CdA (o al Consiglio di Sorveglianza nel caso del duale) in capo al quale resta comunque il

[2] Per imprese di interesse pubblico facciamo riferimento ad esempio a banche, assicurazioni, società emittenti titoli diffusi presso il pubblico ed in generale imprese la cui attività abbia una rilevanza pubblica.

[3] Ad esempio secondo il Codice di Autodisciplina delle società quotate, il Comitato «*valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche; presenta proposte o esprime pareri al consiglio di amministrazione sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione; monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal consiglio stesso verificando, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance*».

potere deliberante, svolgendo i lavori preparatori e presentando al Consiglio le proposte elaborate.

Al secondo macro livello invece vengono recepite le decisioni strategiche dando forma a quelle che possono essere definite propriamente "Politiche di Remunerazione". In questo caso il numero degli attori coinvolti aumenta sensibilmente, abbracciando la maggior parte degli organi di staff aziendali: Direzione Risorse Umane, Direzione Risk Management, Direzione Audit e Compliance e la Pianificazione Strategica ed ovviamente i responsabili delle principali linee di business che devono condividere e apprezzare la politica adottata.

Spetta alla Direzione R.U. l'implementazione concreta delle politiche nonché la revisione nel tempo degli obiettivi e la consuntivazione dei risultati (comunque poi rivisti e approvati dal Comitato Remunerazioni).

In ultimo intervengono i vari livelli di controllo previsti quali l'assemblea dei soci e le autorità di vigilanza. Per quanto concerne questi ultimi, a parere di chi scrive, è corretto considerarli come soggetti deputati al controllo in ultima istanza delle decisioni prese all'interno dell'azienda. Tuttavia anche il loro ruolo si è notevolmente ampliato nel tempo tanto che l'assemblea ha oggi nell'ordinamento italiano un voto vincolante sulle politiche retributive delle società finanziarie e un'influenza notevolissima sulle politiche delle società quotate. Va infine ricordato che le stesse autorità di vigilanza del mondo finanziario hanno oggi una capacità decisoria sulle politiche retributive delle banche europee talmente consistente da far affermare a qualcuno che si sta seriamente mettendo a rischio la libertà di impresa.

È chiaro quindi che, sebbene l'executive compensation sia come detto una delle principali leve gestionali a disposizione delle imprese, nella progettazione e approvazione della stessa dovremo oggi tenere in considerazione una molteplicità di fattori e vincoli tutt'altro che banali.

Ma torniamo ai fondamenti teorici classici che nel tempo sono stati alla base della materia. Le impostazioni teoriche che possiamo sinteticamente richiamare sono sostanzialmente due:

1. da un lato, la teoria della residualità del profitto o logica "*residual claimant*";
2. dall'altro lato, la teoria delle asimmetrie informative, nella particolare impostazione "contrattualista" nota come teoria dell'agenzia (*agency relationship theory*).

Con riferimento alla prima impostazione, i soci capitalisti sono soggetti interessati all'attività gestoria aziendale (stakeholder o portatori d'interesse) del tutto peculiari, in quanto dotati di una significativa esposizione al ri-