

Il say on pay in Italia: alcune riflessioni in vista del recepimento della direttiva SRD II

Antonella Anna Guida*

Ricevuto il 12/09/2019 – Accettato il 25/10/2019

Sommario. Il presente lavoro si concentra sull'analisi degli impatti derivanti dall'introduzione della normativa sul say on pay, sulla governance delle società quotate italiane, attraverso l'esame delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2012 e nel 2019 da un campione di primarie società del FTSE MIB. A distanza di sette anni dall'introduzione di tale normativa, è sembrato utile evidenziare, sia pure su di un piano meramente segnaletico e non statistico, l'evoluzione nell'approccio adottato in reazione al disegno delle politiche di remunerazione e al livello di disclosure offerto al mercato, oltre che nella gestione dei rapporti con gli azionisti sui temi di executive remuneration, senza tralasciare il ruolo assunto dai comitati per la remunerazione. Ciò con l'obiettivo di delineare i passi compiuti e la strada ancora da percorrere in vista dell'attuazione delle misure previste dalla Direttiva (UE) 828/2017, che comporterà rilevanti cambiamenti sui processi di definizione ed approvazione delle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate.

Parole chiave: say on pay, relazione sulla remunerazione, executive compensation, investitori istituzionali, proxy advisor.

* Reward Rules Manager, Compensation & Benefit Eni SpA, antonella.anna.guida@eni.com

Si ringrazia l'ing. Maurizio Cicia, Executive Vice President Compensation & Benefit di Eni SpA, per i preziosi suggerimenti durante la stesura del presente articolo, la cui responsabilità, per eventuali inesattezze o errori, rimane integralmente in capo alla sottoscritta.

*Corporate Governance and Research & Development Studies, supplemento al n. 1-2019
ISSN 2704-8462*

Abstract. Say on pay in Italy: a few reflections in view of the adoption of the SRD II Directive. Our work focuses on the analysis of the impacts deriving from the introduction of the legislation on say on pay, on the governance of Italian listed companies, through the examination of the remuneration reports published in 2012 and 2019 by a sample of leading FTSE MIB companies. Seven years after the introduction of such legislation, it seemed useful to highlight, albeit on a purely illustrative level, the evolution of the approach adopted in designing remuneration policies and disclosing them to the market, in addition to managing relations with shareholders on executive remuneration issues, without neglecting the role assumed by the remuneration committees. This with the aim of outlining the steps taken and the way still to go in view of the implementation of the measures envisaged by Directive (EU) 828/2017, which will entail significant changes to the processes for defining and approving the remuneration policies for the directors of the listed companies.

Key words: say on pay, remuneration report, executive compensation, institutional investors, proxy advisor.

1. Introduzione

Sono passati sette anni dalla prima applicazione in Italia del say on pay, in occasione delle assemblee annuali 2012, a seguito dell'introduzione, nel Testo Unico Finanza, dell'obbligo per le società quotate di pubblicare e sottoporre in assemblea, con cadenza annuale, un report specificamente dedicato alla remunerazione di amministratori e "key manager" (prima linea del vertice esecutivo)¹. L'applicazione di un regime di trasparenza sui compensi pagati agli amministratori non costituiva per la verità una novità assoluta, posto che la regolamentazione Consob già imponeva alle società quotate la pubblicazione, nel bilancio individuale, di specifiche informazioni sui compensi erogati ad amministratori e sindaci nell'esercizio finanziario di riferimento. Per le società del settore bancario, inoltre, analoga riforma era già stata introdotta nel 2008, nell'ambito della nuova disciplina sulla governance². L'introduzione nel nostro ordinamento del say on pay, ovve-

¹ Disciplina introdotta dal D.lgs. n. 259/2010 che, in recepimento delle Raccomandazioni della Commissione Europea 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia di remunerazione degli amministratori delle società quotate ha introdotto nel Testo Unico della Finanza (D.lgs. n. 58/1998), il nuovo art. 123-ter, in tema di "Relazione sulla remunerazione".

² Con riferimento alle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" emanate dalla Banca d'Italia nel 2008, con l'obiettivo di regolamentare i ruoli e le responsabilità degli organi di governo delle banche, anche a seguito della riforma del diritto societario, e di regolamentare i sistemi di remunerazione, in antici-

ro del diritto, per gli azionisti, di esprimersi con un voto non vincolante, sulla politica programmata per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche, accompagnato dal recepimento, nel Codice di Autodisciplina delle società quotate, dei principi e delle indicazioni contenute nelle Raccomandazioni della Commissione Europea del 2004 e del 2009³, unitamente alle ulteriori misure introdotte per potenziare il funzionamento dei meccanismi assembleari⁴, ha rivoluzionato non soltanto, sul piano endosocietario, i meccanismi di governance in tema di executive compensation, ma anche, sul piano esterno, i rapporti tra emittenti e mercato.

In altre parole in un paese, come l'Italia, tradizionalmente caratterizzato da assetti proprietari concentrati e da un ruolo tendenzialmente passivo degli investitori istituzionali, le novità introdotte per promuoverne una maggiore partecipazione all'evento assembleare ed il potenziamento della loro "voice" in una materia estremamente sensibile quale quella della remunerazione degli amministratori, hanno determinato un vero e proprio cambiamento di scenario.

Ciò ha a sua volta comportato una progressiva revisione delle prassi applicate dalle società nel disegno delle politiche (ovvero le linee guida) previste per la remunerazione dei vertici societari e della prima linea manageriale, in risposta alle istanze degli azionisti, ovvero degli investitori istituzionali, prevalentemente esteri, che, su questi temi come su altri rilevanti temi di governance elaborano e diffondono proprie indicazioni sotto

po rispetto alle specifiche indicazioni fornite dal Financial Stability Forum in risposta alla crisi finanziaria iniziata nel 2007 ("Principles for Sound Compensation Practices" del 2 aprile 2009).

³ Per una accurata ed efficace ricostruzione dell'evoluzione della disciplina in materia, si rinvia a Campobasso, "I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana", *Rivista delle Società*, 2011, pp. 702 ss. Per quanto riguarda, in particolare l'introduzione del say on pay, si rinvia inoltre a Bruno e Bianconi, "Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive", *Rivista delle Società*, 2014, pp. 1264-1307.

⁴ Con riferimento, in particolare, all'introduzione nel nostro ordinamento della c.d. record date da parte del D.lgs. 27/01/2010, n. 27, in recepimento della direttiva SDHR (2007/36/CE), che ha consentito ai fini della partecipazione in assemblea di attestare la titolarità delle azioni e legittimazione al voto ad una certa data, fissata dal Testo Unico della Finanza (di seguito Tuf, D.lgs. n. 58/1998) nel settimo giorno di mercato aperto antecedente l'evento assembleare, attraverso le certificazioni a tal fine rilasciate dagli intermediari abilitati. Ciò ha determinato il superamento del precedente meccanismo che prevedeva il blocco delle azioni, soggette a deposito tra la data della comunicazione della partecipazione e quella dell'evento assembleare, incentivando, conseguentemente, una maggiore partecipazione delle minoranze in assemblea.

forma di voting policy, raccomandazioni e codici di best practice (anche attraverso forme associative, quali ad esempio, ICGN).

Tali considerazioni, frutto di una prospettiva empirica, basata sull'esperienza maturata sul piano operativo, sono state verificate attraverso il confronto tra le relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2012, nell'anno di prima applicazione del say on pay per le società quotate italiane, e nel 2019, allo scopo di monitorare l'evoluzione medio tempore occorsa tanto nelle prassi di remunerazione che in relazione ad ulteriori aspetti connessi, in maniera più ampia, ai sistemi di governance implementati.

A tal fine sono state analizzate e messe a confronto le relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2012 e nel 2019 delle prime 15 società per capitalizzazione del FTSE MIB (dati a fine dicembre 2018)⁵, ovvero Enel, Eni, IntesaSanpaolo, Generali, Unicredit, Atlantia, Snam, Leonardo, Terna, Campari, Telecom Italia, Mediobanca, Pirelli, A2A, Prysmian, per verificare, sulla base dei dati e delle informazioni rese disponibili da tali società, l'evoluzione riscontrabile nei seguenti ambiti:

- il progressivo ampliamento della disclosure sulla struttura ed i razionali delle remunerazioni previste per i vertici societari, oltre che sui compensi effettivamente erogati in corso d'anno;
- l'enfaticizzazione del potere di monitoraggio degli azionisti in tema di compensi, con un duplice effetto: la progressiva rilevanza degli orientamenti di minoranze qualificate (i.e. investitori istituzionali) e proxy advisor su temi in precedenza riservati unicamente alle decisioni degli organi societari e, in ultima analisi del management, con la conseguente necessità di approntare forme organizzate di dialogo con gli stessi, attraverso l'attuazione di pratiche e/o l'organizzazione di forme più strutturate di dialogo ed engagement;
- il rafforzamento dei profili di governance, attraverso una maggiore responsabilizzazione, a rilevanza anche "esterna", del ruolo dei comitati di remunerazione, unici, tra i comitati endoconsiliari, per i quali il Codice di Autodisciplina prevede una formale rendicontazione in assemblea sul proprio operato.

Rispetto a tali ambiti sono state individuate, all'interno delle relazioni pubblicate dalle società considerate, le indicazioni derivanti da una serie di indicatori predeterminati, allo scopo di agevolare il confronto tra i due esercizi presi in considerazione e verificare l'evoluzione delle prassi esaminate.

⁵ Con esclusione delle società aventi sede legale all'estero e di quelle che, nel 2012, non risultavano quotate (es. Poste Italiane).

L'analisi svolta riguarda peraltro un campione limitato di società, individuate tra quelle a maggiore capitalizzazione, e riveste peraltro un valore meramente "segnalatico", non pretendendo di assumere una valenza statisticamente o scientificamente apprezzabile, ma perseguendo il più limitato scopo di offrire qualche ulteriore spunto ad un filone di ricerca ampiamente dibattuto.

Si noti infatti come la letteratura internazionale si è a lungo soffermata tanto sugli antecedenti (Cucari, 2019) quanto sugli effetti del voto derivante dal say on pay evidenziando come tale meccanismo possa portare ad una maggiore pressione degli azionisti, a miglioramenti nelle performance finanziarie e a cambiamenti nella retribuzione dei dirigenti.

Nei successivi paragrafi l'articolo offrirà pertanto una breve rassegna della letteratura sul tema per poi presentare i risultati dell'analisi e la relativa discussione, con alcune conclusioni e implicazioni finali dello studio.

2. Lo stato dell'arte

Il say on pay, inteso in senso ampio come la facoltà riconosciuta agli azionisti di esprimere la loro opinione sui programmi per la remunerazione dei manager, costituisce un meccanismo di governance di recente introduzione negli ordinamenti dei paesi ad economia avanzata: specifiche normative in merito sono state introdotte per la prima volta in UK nel 2002 e sono state a vario titolo e con diverse modalità replicate in altri paesi europei, oltre che in Australia (2005) e negli Stati Uniti (2011), per effetto della riforma attuata dal "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act".

La letteratura economica in argomento, è nondimeno piuttosto vasta (si vedano gli ampi riferimenti citati da Lozano-Reina e Sánchez-Marín, 2019), essendosi occupata, in prima battuta, degli aspetti definitivi e concettuali connessi ai diversi modelli di "say on pay" in concreto implementati (cfr. Larcker, McCall, Ormazabal e Tayan 2012, e Stathopoulos e Voulgaris, 2016) e alla conseguente necessità di adottare una definizione ampia di tale strumento, ancorata alla facoltà riconosciuta agli azionisti di esprimere la loro "voice" sulle politiche di remunerazione del management⁶.

⁶ Per una rassegna aggiornata dei diversi modelli di say on pay applicabili (in considerazione della volontarietà od obbligatorietà del coinvolgimento degli azionisti, della natura consultiva o vincolante del voto, della materia sottoposta all'esame degli azionisti), sono molto utili le informazioni contenute nel "Corporate Governance Factbook" pubblicato dall'OCSE nel 2019, alle pp. 164-165.

Il riconoscimento di tale facoltà sarebbe sorto in risposta alla riscontrata incapacità dei tradizionali strumenti di governance, imperniati sul ruolo dei board e dei comitati di remunerazione, di neutralizzare i rischi di opportunismo manageriale e disallineamento con le performance aziendali connessi alla definizione della remunerazione degli executive della società.

È stato infatti da più parti rilevato come le decisioni sulla remunerazione degli executive affidate al board e, per esso, a comitati di remunerazione i quali «routinely lack the information, expertise and negotiation skills necessary for hard – nosed contract negotiation with incumbent and incoming executives» (Jensen e Murphy 2004) possano non risultare ottimali, rischiando di enfatizzare i costi inerenti alla relazione principal-agent, nell'ambito del paradigma dell'agency theory (Jensen e Meckling, 1976). Il potere manageriale giocherebbe pertanto un ruolo chiave nel modellare gli accordi retributivi dei manager, i cui problemi troverebbero radici nel fallimento dei board a contrattare “a condizioni di mercato” con gli executive (Bebchuk e Fried, 2004).

Specifici ambiti di indagine hanno pertanto riguardato gli elementi condizionanti *ex ante* (c.d. “determinant” o “antecedent”) l'esercizio del voto da parte degli azionisti, nonché gli effetti (c.d. “outcome”) derivanti dal giudizio espresso dagli stessi.

Dal primo punto di vista assumono rilievo, tipicamente: i) le caratteristiche dei sistemi di incentivazione esaminati (con esiti del voto negativo più frequentemente riscontrati in presenza di remunerazioni eccessivamente elevate o comunque “non allineate”); ii) le performance realizzate (essendosi rilevata una correlazione positiva tra la presenza di indicatori economico-finanziari positivi e l'esito favorevole del voto sulla remunerazione); iii) le caratteristiche collegate alla governance delle società (con particolare riferimento agli assetti proprietari, riscontrandosi livelli di dissenso inferiore in presenza di assetti particolarmente concentrati).

Fattori condizionanti “esterni” risulterebbero, ovviamente, le raccomandazioni emesse dai proxy advisor, il cui peso in relazione all'efficacia e ai risultati dei meccanismi di say on pay è considerato determinante (Barr, 2018), oltre che le posizioni espresse dai media.

Un dato interessante riguarda infine l'esame dei fattori di mitigazione dei potenziali condizionamenti negativi del voto, essendosi evidenziato tra questi, in particolare, «the shareholders' perception of fairness, which mediates the relationship between some internal factors and the likelihood of approving the compensation» (Kaplan *et al.*, 2015).

Per quanto riguarda gli effetti derivanti dall'attuazione dei meccanismi di say on pay e quindi in ultima analisi gli impatti del voto degli azionisti sul

livello della remunerazione degli executive, sulla performance aziendale e sui connessi profili di governance, le evidenze disponibili in letteratura producono esiti non univoci (Lozano-Reina e Sánchez-Marin, 2019, p. 7).

Secondo la prospettiva prevalente, il say on pay si porrebbe quale strumento di mitigazione dei conflitti e rischi derivanti dal rapporto di agenzia, consentendo, attraverso la riduzione delle asimmetrie informative e l'esercizio di un monitoraggio costante degli azionisti sugli amministratori, il disegno di politiche di remunerazione più efficienti (i.e. maggiormente allineate alla performance), e, conseguentemente, un maggiore allineamento tra gli interessi del management e quelli degli azionisti.

Il say on pay, quale strumento di influenza basato su una accresciuta disclosure (e auspicabilmente di una maggiore trasparenza)⁷, consentirebbe in particolare, attraverso l'esercizio reiterato del voto, di promuovere, nel tempo, una maggiore collegamento tra i livelli di remunerazione del CEO e la performance aziendale.

Tale ricostruzione è stata nondimeno sottoposta a revisione critica sulla base di considerazioni legate tanto al comportamento degli azionisti, ritenuti da alcuni autori non in possesso delle informazioni e degli incentivi necessari a determinarli verso deliberazioni consapevoli su di un tema tecnicamente complesso quale quello dei sistemi retributivi, quanto al comportamento delle aziende, la cui reazione, a fronte di un esito negativo del voto, potrebbe limitarsi all'adozione di misure di compliance simboliche, più che effettive (Brunarski *et al.*, 2015), senza incidere in termini sostanziali né sui livelli né sulla struttura delle remunerazioni.

Teorie più recenti hanno inoltre evidenziato come i meccanismi di say on pay, potrebbero in taluni casi condurre, attraverso il voto favorevole di azionisti poco consapevoli, alla legittimazione (e conseguente "istituzionalizzazione") di programmi retributivi sub-ottimali, con ciò producendo un effetto opposto a quello evidentemente perseguito dai regolatori (Mangen e Magnan, 2012)⁸.

Le analisi svolte anche sulla base dei riscontri desumibili dalle prassi implementate nei mercati più "maturi" nella sperimentazione dei meccani-

⁷ La differenza tra disclosure, intesa con riferimento a un requisito di diffusione delle informazioni, e trasparenza, intesa con riferimento alla completezza ed comprensibilità delle medesime informazioni, è messa bene in evidenza da Bebchuk e Fried, *Pagare senza risultati*, 2010, Giappichelli, Torino, pp. 229 s.

⁸ Tale effetto si verificherebbe soprattutto nei casi di "overcompensation", posto che «a high level of support in companies with overpaid CEOs will legitimate board of directors pay setting process, aggravating the subsequent misalignment of CEO compensation with firm performance» (Sanchez-Marin e Lozano-Reina *et al.*, p. 229).

smi di say on pay, sembrerebbero comunque segnalare alcune preliminari conclusioni:

- è stata riscontrata, in diversi studi, una correlazione positiva tra i meccanismi di monitoraggio sulla remunerazione degli executive, la riduzione dei livelli dei compensi e il loro collegamento con le performance aziendali (*ex multis*, Ferri e Maber, 2013), pur essendosi rilevato che il dissenso degli azionisti sulle politiche di remunerazione del management non indurrebbe automaticamente le società a ridefinire o modificare le politiche implementate, posto che, secondo quanto empiricamente verificato, soltanto elevati livelli di dissenso produrrebbero effetti in tal senso (Gregory-Smith *et al.*, 2014);
- la costante attività di monitoring condotta dagli investitori istituzionali e dai proxy advisor indurrebbe comunque le società ad una maggiore attenzione al disegno delle politiche, aumentandone la “sensibilità” ai profili di allineamento con le performance⁹, ma anche alla rappresentazione al mercato delle politiche e dei relativi razionali, attenzione sia pure mediata dal filtro costituito dalla compliance ad indicazioni di best practice standardizzate elaborate dagli investitori istituzionali e dai proxy advisor (in tal senso il voto annuale rischierebbe di risolversi in un test di “comply or explain” rispetto a tali indicazioni, cfr. Gordon, 2009);
- il say on pay contribuirebbe, infine, a promuovere il rafforzamento della conoscenza e del dialogo tra le imprese e i propri azionisti, stimolando l’emergere di nuove forme di attivismo da parte degli stessi e, per altro verso, il rafforzamento del ruolo svolto, in tale contesto, anche dai proxy advisor (Lozano-Reina e Sanchez-Marin, 2019).

3. Risultati dell’analisi

Ciò premesso, in termini di inquadramento concettuale della materia, nel più limitato ambito di indagine affrontato dal presente articolo, ci si so-

⁹ È interessante quanto rilevato dalla società di consulenza Equilar, che ha analizzato gli effetti di un SOP negativo per le società US del Russel 2000 nel 2018: «It appears that Say on Pay remains effective in incentivizing companies to disclose evident changes to their compensation plans. The principal finding is that these changes do have a direct effect on shareholder voting behavior. Companies that failed Say on Pay in 2018 most frequently stated their intent to increase the proportion of long-term incentive plan grants strictly tied to performance. The second – and third-most commonly disclosed changes were a reduction in overall pay and changes in metrics or weighting, respectively» (<https://www.equilar.com/blogs/428-the-effects-of-say-on-pay-failures.html>).

fermerà sulla valutazione di alcuni dei principali impatti derivanti dall'introduzione del say on pay in Italia per gli emittenti quotati. A tal fine saranno in particolare esaminate le evidenze riscontrate sul piano del miglioramento della disclosure e trasparenza, sull'evoluzione di alcune prassi in tema di executive compensation, sul ruolo progressivamente assunto dai comitati per la remunerazione.

3.1. Disclosure e trasparenza

Dalla lettura delle relazioni sulla remunerazione pubblicate dalle imprese del campione considerato, si può agevolmente riscontrare che, dal 2012 ad oggi, il panorama è cambiato in maniera tangibile: il grado di trasparenza è andato progressivamente aumentando, in una logica di competizione virtuosa tra emittenti e di risposta alle sempre maggiori richieste di proxy advisor e investitori e le relazioni, che nella prima fase fornivano informazioni di mera compliance alle richieste della normativa, si sono progressivamente trasformate in un vero e proprio strumento di comunicazione al mercato.

L'analisi evidenzia che nel 2012: i) la lunghezza media delle Relazioni considerate era di 38 pagine; ii) il format, articolato nelle due sezioni prescritte dalla normativa, era piuttosto semplice, con scarso uso di forme di rappresentazione grafiche; iii) il linguaggio utilizzato di tipo giuridico più che tecnico; iv) i contenuti rispondevano in modo standardizzato e pressoché compilativo alle indicazioni contenute nel Codice di Autodisciplina e nella regolamentazione Consob, con qualche maggiore incertezza sulla seconda sezione. Nonostante la compliance alle dettagliate richieste di disclosure previste nella normativa, il livello effettivo di trasparenza fornito sulle meccaniche (in termini di caratteristiche) e dinamiche (in termini di assegnazione degli obiettivi e consuntivazione dei risultati) dei sistemi di remunerazione e incentivazione, risultava pertanto ancora molto embrionale. Anche per quanto riguarda i profili di attenzione al mercato, il 2012 costituisce l'inizio di un percorso, con pochissime Relazioni (in tutto 4) che prevedono, nel 2012, una lettera introduttiva del presidente del Comitato Remunerazione agli azionisti, sull'esempio degli "annual statement" previsti in particolare dalla regolamentazione UK e ampiamente diffusi nella prassi internazionale.

Nel corso degli anni, la struttura e i format delle relazioni si sono evoluti significativamente, anche grazie al confronto con le relazioni pubblicate dai peers in ambito internazionale, e i contenuti sono andati progressivamente allineandosi agli elevati livelli di trasparenza richiesti dagli investitori internazionali e dai loro consulenti di voto, i proxy advisor, il cui ruolo,

determinante per ciascun emittente al momento dell'emissione della raccomandazione di voto, è stato in realtà ancora più determinante per il mercato, facilitando, nei primi anni di implementazione della nuova normativa, il raggiungimento di standard di comunicazione più sofisticati ed efficaci di quelli autonomamente adottati, in prima battuta, dagli emittenti.

Se si guarda alle Relazioni pubblicate nel 2019 dalle società del campione considerato, si noterà che la lunghezza media è salita a 46 pagine e il format dei documenti ha, generalmente, superato i confini della rigida compliance alla normativa, per arricchirsi di elementi mutuati dalle migliori prassi internazionali quali, oltre alla già citata lettera agli azionisti, la previsione di sezioni introduttive di riepilogo delle informazioni principali e l'inserimento di tabelle di sintesi sugli elementi chiave della politica sottoposta al giudizio degli azionisti. Una maggiore attenzione al mercato è testimoniata inoltre, nella descrizione delle prassi di governance implementate, con particolare riferimento alla descrizione del ciclo di attività dei comitati di remunerazione e, in particolare, delle attività di engagement svolte nel corso dell'esercizio con gli investitori istituzionali.

Nel complesso, si può quindi ritenere che gli emittenti italiani abbiano migliorato, negli anni, l'efficacia della comunicazione sui temi di remunerazione, pur registrandosi ancora un sensibile divario con le prassi internazionali, soprattutto in relazione al livello di trasparenza assicurato sugli elementi di concreta applicazione dei sistemi di incentivazione, al fine di consentire al mercato di verificare l'effettivo allineamento tra remunerazioni e performance, in ossequio a un principio ormai costantemente richiamato sia nei codici di autodisciplina e di best practice che nelle politiche di voto di proxy advisor e investitori istituzionali. Nel corso degli anni si registra comunque una crescente attenzione alla descrizione, nella seconda sezione della Relazione, della consuntivazione dei risultati di performance, con indicazione, se non dei risultati effettivamente conseguiti, almeno dei livelli di performance raggiunti rispetto ai target assegnati.

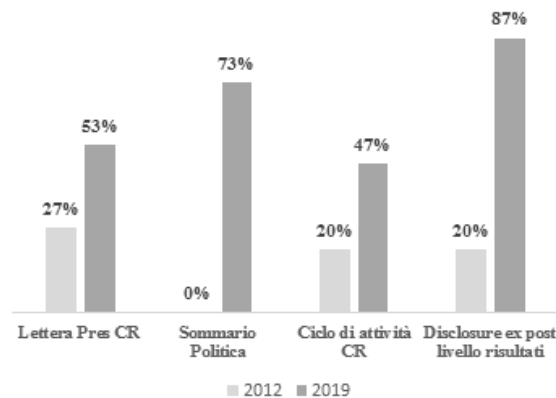
Una rapida verifica su tale aspetto evidenzia che, nell'ambito delle 15 società considerate, la disclosure *ex post* sul livello di raggiungimento dei risultati collegati all'implementazione dei piani di incentivazione di breve e/o di lungo termine è assicurata nel 2019 nell'87% dei casi contro il 20% del 2012, con indicazione puntuale degli obiettivi conseguiti nel 40% dei casi¹⁰ ed evidenza, in termini più limitati, anche *ex ante*, degli specifici

¹⁰ Si vedano, ad esempio, le informazioni riportate nelle Relazioni di Eni, pp. 32 ss., ed. Enel, pp. 21 ss.

obiettivi di performance assegnati (in prevalenza con riferimento ai piani di incentivazione di lungo termine)¹¹.

Dal confronto effettuato, in particolare in relazione agli indici riportati nel grafico seguente, emerge quindi una significativa evoluzione dal 2012 al 2019 tanto nel format delle relazioni (per quanto riguarda la previsione di elementi aggiuntivi, non prescritti dalla normativa, quali la lettera del presidente del comitato remunerazione e il sommario di politica) che nel loro contenuto informativo (in merito sia a profili di governance che ad alcuni elementi chiave delle politiche proposte e implementate).

Graf. 1 – Trasparenza vs disclosure (2019 vs. 2012)



3.2. Attività di monitoring di proxy advisor e investitori istituzionali ed evoluzione delle prassi in tema di executive remuneration

Secondo le ultime rilevazioni Consob disponibili¹², la stagione assembleare 2018 delle 100 società quotate a più elevata capitalizzazione ha registrato i valori massimi di partecipazione alle assemblee negli ultimi sette anni, con intervento, in media, di oltre il 72% del capitale sociale e con una presenza degli investitori istituzionali pari in media al 21% del capitale, in aumento di circa 2% rispetto all'anno precedente. Sempre Consob ci informa che, tra questi, la presenza più significativa è quella degli investitori istituzionali esteri, con una media del 19,7% di capitale, in costante incre-

¹¹ Si vedano, ancora, Enel, pp. 14 ss., e Prysmian, p. 12.

¹² Dati tratti dal Rapporto sulla Corporate Governance delle Società Italiane nel 2018, presentato a Roma il 18/3/2019.

mento dal 2012 (10,4%). La presenza crescente degli investitori in assemblea, unitamente al rilievo oggettivamente assunto dalla possibilità di esprimere un giudizio sulle politiche del management, hanno di fatto promosso forme di progressiva apertura al dialogo tra emittenti ed azionisti attraverso la prima effettiva sperimentazione, da parte delle società italiane, dell'efficacia dell'engagement nel promuovere la migliore comprensione e supporto alle scelte e proposte del management in assemblea. Gli emittenti italiani hanno progressivamente compreso la rilevanza di un dialogo condotto su base continuativa con i loro principali investitori istituzionali e con i proxy advisor, al fine di illustrare le linee guida delle politiche programmate, riceverne i feedback, monitorarne gli orientamenti. D'altra parte, l'engagement degli investitori istituzionali, attraverso l'interazione e il dialogo con le società partecipate, costituisce una delle principali modalità di esercizio dell'impegno (c.d. "stewardship") ai quali tali investitori sono chiamati in un contesto di progressiva "istituzionalizzazione"¹³ degli assetti proprietari delle società quotate nelle economie avanzate. Dall'analisi emerge come, mentre, nelle Relazioni del 2012 non si riscontra pressoché nessuna traccia di tale attività, in quelle del 2019 si trovano diversi indizi di una più consapevole attenzione alle istanze del mercato, attraverso le lettere introduttive indirizzate agli azionisti, la descrizione, nell'ambito del capitolo sulle procedure seguite per la definizione delle politiche di remunerazione, delle attività di engagement svolte, l'illustrazione in qualche caso, dei risultati del voto assembleare.

In chiave evolutiva, tale attività andrebbe gestita attraverso un programma strutturato, che preveda l'organizzazione, a valle di periodiche attività di analisi e di segmentazione dell'azionariato, di almeno due cicli di incontri annuali con i principali investitori istituzionali, individuati sulla base di criteri che tengano conto della posizione detenuta nella società, della presenza in assemblea e degli orientamenti assunti sulle politiche di remunerazione del management. Andrebbe inoltre mantenuto aperto un canale di comunicazione con i principali proxy advisor, in considerazione del ruolo da questi svolto e della loro significativa influenza sul comportamento di voto degli investitori istituzionali, per quanto riguarda in particolare quelli con portafogli molto diversificati e con numerose partecipazioni

¹³ Fenomeno relativo alla concentrazione della proprietà azionaria in capo agli investitori istituzionali e al loro coinvolgimento nella governance delle società partecipate, cfr. OECD – "The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance", 2011. Secondo i dati OECD, in Italia gli asset detenuti nel 2017 dagli "investment funds" risultano pari al 16,4% del PIL (12,3% nel 2010), quella delle società assicurative al 50,2% (32% nel 2010), quella dei fondi pensione al 5% (1,9% nel 2010).

estere, secondo quanto rilevato anche dal legislatore comunitario nella Direttiva SRD II. I comitati per la remunerazione dovrebbero essere infine costantemente informati sulle attività di definizione ed implementazione del Piano di engagement, per consentire il monitoraggio degli esiti degli incontri effettuati e l'analisi dei riscontri e delle indicazioni ricevute, per poter elaborare le risposte ritenute più adeguate e verificare il superamento di potenziali criticità.

L'engagement non può infatti limitarsi ad un mero esercizio di stile, ma deve essere continuativo (Esposito De Falco *et al.*, 2018) e riuscire a promuovere, attraverso l'interazione e il confronto costanti, l'attuazione di buone prassi, il superamento di eventuali criticità, la realizzazione di obiettivi, ove possibile, condivisi, in un equilibrato temperamento tra le legittime esigenze di valorizzazione e fidelizzazione del management e quelle relative alla creazione di valore, per gli azionisti e gli altri stakeholder, in un orizzonte di medio/lungo termine¹⁴.

Costituisce in larga misura frutto di tale dialogo e del recepimento delle istanze degli investitori istituzionali, l'evoluzione della remunerazione dei ruoli esecutivi verso modelli sempre più orientati alla valorizzazione delle componenti variabili di medio lungo-termine ancorate alle performance aziendali, la crescente importanza riconosciuta alla correlazione dei sistemi di incentivazione anche a parametri di sostenibilità sociale e ambientale, l'inserimento, nel disegno complessivo delle politiche di fattori di mitigazione del rischio quali le clausole di malus e claw-back. Il tutto ovviamente con accenti diversificati in relazione agli assetti proprietari e alla dimensione operativa delle società interessate, al loro settore di riferimento, alla proiezione, domestica o internazionale, del business esercitato.

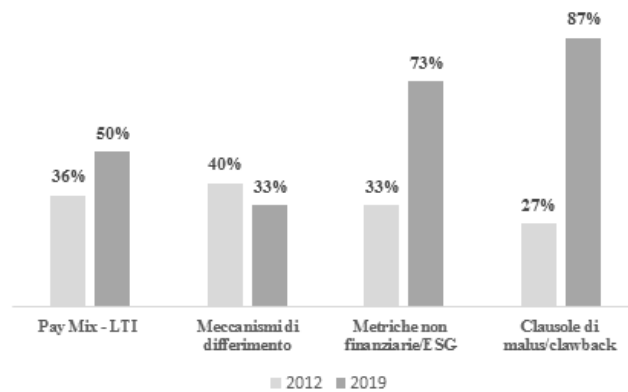
Per quanto riguarda in particolare la struttura dei sistemi di incentivazione, i dati del benchmark svolto sulla base delle relazioni esaminate¹⁵, evidenziano che, nel 2019, il pay-mix dei CEO delle imprese considerate, prevede componenti di lungo termine pari in media al 50% della remunerazione complessiva, i sistemi di incentivazione prevedono l'inserimento di parametri ESG nel 73% dei casi, le politiche di remunerazione prevedono la possibilità al ricorso a clausole di malus-clawback nell'87% dei casi. Il

¹⁴ Studi recenti confermano come lo shareholder engagement costituisca uno strumento di co-creazione del valore, «riducendo, se adottato come misura continuativa, la percentuale di dissenso verso le misure proposte dal Board e favorendo l'instaurarsi di un clima condiviso più ampio e diffuso» (Esposito De Falco *et al.*, 2018).

¹⁵ L'analisi risente pertanto delle limitazioni derivanti dalla disponibilità di talune informazioni, ad esempio il dato sulla componente di lungo termine nel pay-mix è presente in 10 relazioni su 15 nel 2019 e in sole 5 relazioni nel 2012.

clawback, ovvero la possibilità di richiedere la restituzione degli incentivi erogati e/o attribuiti, risulterebbe inoltre applicabile sia in relazione ai casi di dati “manifestamente errati” secondo quanto previsto dal Codice di Autodisciplina (Art. 6, C1, lett. f), anche, in percentuale significativa (67%) nei casi di gravi violazioni della legge, dei codici etici aziendali, di danni arrecati alla reputazione e/o al patrimonio della società. In controtendenza invece il dato relativo alla previsione di meccanismi di differimento dell’incentivo annuale (con o senza parametri di performance) che risulta maggiormente implementato nel 2012, in prevalenza dalle società del settore bancario e assicurativo.

Graf. 2 – Evoluzione delle prassi di remunerazione (2019 vs. 2012)



Le indicazioni emerse durante le ultime stagioni assembleari, inoltre, confermano una forte attenzione all’equilibrio complessivo delle politiche e al mantenimento di un forte allineamento tra remunerazioni e performance – attenzione confermata anche dai modelli di analisi utilizzati, a supporto delle raccomandazioni di voto, dai proxy advisor¹⁶ – una costante richiesta di trasparenza sugli elementi chiave della politica e della sua effettiva implementazione, anche in rapporto ai risultati conseguiti, una esigenza di mitigazione di quelle prassi ritenute non ancora del tutto in linea con i

¹⁶ Si fa riferimento, in particolare, al modello quantitativo di analisi “pay for performance”, elaborato da ISS ed adottato dapprima nel mercato US e poi anche, con alcuni adattamenti, a quello europeo (cfr. il documento “Evaluating Pay for Performance Alignment”, aggiornato a febbraio 2019 e disponibile sul sito web della società: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/European-Pay-for-Performance-Methodology-Overview.pdf>).

migliori standard internazionali (con riferimento, ad esempio, al tema dei “severance payment”)¹⁷.

3.3. Evoluzione del ruolo dei Comitati Remunerazione

Un ruolo centrale nella interpretazione ed effettiva implementazione della normativa in tema di say on pay è stato naturalmente assunto dai comitati per le remunerazioni, ai quali, sin dal 2005, il legislatore comunitario assegna il compito di supportare i consigli di amministrazione o di sorveglianza, nel processo di elaborazione della politica sulla remunerazione degli amministratori con incarichi esecutivi e nella definizione delle relative remunerazioni individuali e assetti contrattuali, oltre che “nella sorveglianza del processo” con cui la società adempie agli inerenti obblighi di disclosure¹⁸.

Mentre, tuttavia, anteriormente all’introduzione della disciplina in tema di “say on pay”, il ruolo dei comitati si svolgeva in un ambito puramente endosocietario, è indubbio che, a partire da tale rilevante mutamento di scenario, i comitati e le attività da questi svolte hanno iniziato ad assumere una crescente rilevanza esterna, esposta al giudizio degli investitori e del mercato, come pare indirettamente confermato dall’evoluzione della loro composizione, caratterizzata dal progressivo aumento degli amministratori indipendenti, il cui peso è passato dal 34,7% del 2012 al 48% del 2018, secondo i dati pubblicati nei rapporti sulla Corporate Governance in Italia elaborati ogni anno da Assonime ed Emittenti Titoli¹⁹.

¹⁷ Nel rapporto sulla Corporate Governance in Italia (2018) di Assonime ed Emittenti Titoli, si rileva che, in termini generali, il livello di trasparenza su tale aspetto della politica di remunerazione è ancora piuttosto basso. Le società del FTSE MIB prevedono con più frequenza la fissazione di regole *ex-ante* per la definizione dell’entità di tali pagamenti, ancorandoli, nella maggior parte dei casi (56% del totale), ad un certo numero di annualità della remunerazione complessiva, con la fissazione, nei casi più frequenti, di un cap pari a due anni di retribuzione (fissa o complessiva), in tendenziale adesione all’indicazione contenuta nella Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE (art. 3.5).

¹⁸ Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE del 15 febbraio 2005, sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, art. 3.2, comma 1 (*ultimo allinea*).

¹⁹ Con riferimento, in particolare, ai comitati costituiti da soli amministratori indipendenti. Risultano in aumento anche i comitati costituiti in prevalenza da amministratori indipendenti, con presidente scelto tra questi ultimi (42,4% nel 2018 vs il 25,3% nel 2012), diminuendo invece, in modo drastico, i comitati con composizione non in linea con le prescrizioni del Codice di Autodisciplina (9,6% nel 2018 vs il 40% del 2012).

I comitati per la remunerazione si rivelano pertanto nel tempo sempre più indipendenti, oltre che sempre più attivi (sempre i rapporti di Assonime ed Emittenti Titoli certificano, per le società del FTSE MIB, una media di 8,2 riunioni nel 2018, *vs* le 5,4 riunioni del 2012). La loro composizione deve inoltre rispettare gli specifici requisiti di professionalità previsti dal Codice di Autodisciplina, relativamente alla presenza di almeno un amministratore in possesso di «una adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal consiglio di amministrazione al momento della nomina», in ottemperanza ad una indicazione prevista dal legislatore comunitario nella Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE.

Anche i compiti assegnati ai comitati per le remunerazioni hanno subito evoluzioni per effetto del recepimento, in via di autodisciplina, delle indicazioni della citata Raccomandazione comunitaria, essendo coinvolti nell'elaborazione della proposta da sottoporre all'approvazione del consiglio sulla politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche, oltre che nella valutazione periodica dell'adeguatezza, coerenza complessiva e concreta applicazione della stessa. Tali attività si affiancano, preordinandole da un punto di vista "logico" oltre che temporale (in quanto ne definiscono la cornice di riferimento), alle più tradizionali attività istruttorie inerenti la presentazione di proposte al consiglio sulle remunerazione degli amministratori esecutivi o con particolari cariche, oltre che alla definizione degli obiettivi di performance correlati alla remunerazione variabile nonché, a chiusura del processo, alla consuntivazione dei risultati effettivamente conseguiti.

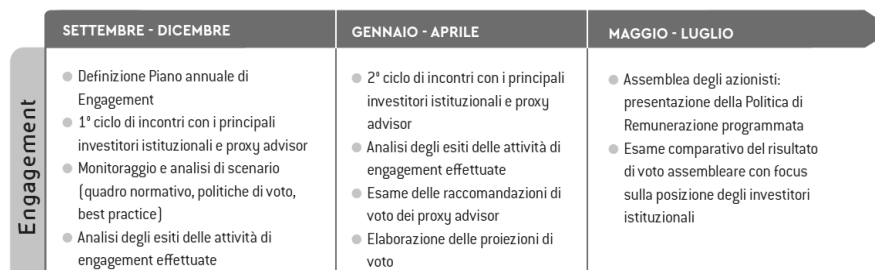
Nella prassi, l'ampliamento del perimetro di azione dei comitati conseguente all'implementazione del *say on pay*, ha spinto verso una più chiara definizione delle relative attività, calendarizzate in un ciclo annuale in quasi la metà dei casi considerati, nel quale accanto alle attività tipiche di *executive compensation*, emergono attività iscrivibili nell'ambito, più ampio, della *governance dell'executive remuneration*, quali, ad esempio: le attività di studio ed istruttorie sull'evoluzione del quadro normativo e delle prassi di mercato, le informative inerenti le attività di *engagement* svolte e programmate, l'elaborazione e presentazione della Relazione sulla remunerazione in assemblea, nonché l'esame periodico dei risultati del voto assembleare, da svolgere, idealmente, in termini comparativi rispetto a panel di aziende nazionali e internazionali e con uno specifico focus sugli orientamenti espressi dagli investitori istituzionali.

In tale prospettiva, il ciclo di attività annuale del Comitato si conclude con la presentazione in assemblea della Relazione sulla remunerazione,

che riassume in sé tutte le attività (di analisi, istruttorie e di engagement) svolte al fine di predisporre la politica da presentare all'esame dei soci, e prende avvio a valle dell'assemblea, con l'esame dei risultati assembleari e la programmazione delle attività funzionali al nuovo ciclo. In vista del prossimo recepimento della Direttiva SRD II, che, come si vedrà, sancisce normativamente la rilevanza del dialogo tra gli emittenti ed i propri azionisti, attribuendo a questi ultimi un ruolo rafforzato nel presidio dei temi a maggior rischio di conflitto di interesse, tra i quali quello delle remunerazioni, la responsabilità dei comitati, in termini di "accountability" verso il mercato e gli investitori istituzionali, appare destinata ad aumentare ulteriormente.

In attesa pertanto di verificare le implicazioni di tale prospettiva evolutiva anche sul piano dell'autodisciplina²⁰, segnalandosi come, ad esempio in UK, sia già formalmente raccomandato un ruolo attivo dei presidenti dei comitati consiliari nel dialogo con il mercato²¹, le società emittenti saranno conseguentemente chiamate a gestire una opportunità che implica necessariamente anche diversi aspetti di complessità.

Graf. 3 – Esempio Ciclo di attività di engagement



Fonte: Relazione sulla remunerazione Eni 2019, p. 19.

²⁰ Nel comunicato stampa emesso in data 24 luglio, il Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana, ha annunciato una completa revisione del Codice di Autodisciplina entro fine 2019. Tra gli obiettivi perseguiti, quello relativo allo sviluppo di un più intenso dialogo tra le società quotate, i loro investitori e gli altri stakeholders rilevanti.

²¹ Il Corporate Governance Code pubblicato nel 2018 dal Financial Reporting Council, con riferimento all'attuazione del Principio n. 1 in tema di "Board Leadership and Company Purpose", prevede che: «Committee chairs should seek engagement with shareholders on significant matters related to their areas of responsibility».

Occorrerà, in altri termini, definire il ruolo dei diversi soggetti coinvolti nel dialogo con gli azionisti, definire i confini e le modalità di eventuali forme di esposizione diretta degli amministratori indipendenti, rafforzare i profili di professionalità tecnica delle funzioni di supporto, assicurare il mantenimento di costanti flussi informativi con il Board, a garanzia della parità informativa di tutti i consiglieri.

4. Considerazioni conclusive e prospettive di ricerca

Come noto, con la Direttiva UE n. 828/2019 (c.d. SRD II, in seguito anche la “Direttiva”), il legislatore europeo si è posto l’ambizioso obiettivo di promuovere un maggior coinvolgimento degli azionisti nella governance delle società quotate, attraverso quattro direttrici principali:

- l’eliminazione degli ostacoli all’esercizio dei diritti degli azionisti, attraverso misure volte a migliorare il passaggio delle informazioni lungo la catena degli intermediari incaricati della tenuta dei titoli, e a consentire l’identificazione degli stessi azionisti, quale condizione preliminare per la comunicazione diretta tra questi ultimi e la società;
- l’assegnazione agli azionisti di un ruolo di monitoraggio sulle aree a maggior rischio di potenziali conflitti di interesse, quali le operazioni con parti correlate e la remunerazione degli amministratori;
- l’introduzione di nuovi obblighi di trasparenza per investitori istituzionali e gestori di attivi, chiamati, in relazione all’influenza esercitata nelle società partecipate, a rendere note le informazioni sulle loro strategie di investimento, la loro politica di impegno e la relativa attuazione, anche in relazione al voto espresso e all’eventuale ricorso ai servizi dei consulenti di voto (i.e. i proxy advisor);
- l’introduzione di obblighi di trasparenza anche per gli stessi proxy advisor, in ragione della rilevanza della funzione da questi svolta nei confronti degli investitori istituzionali e, indirettamente, verso gli emittenti, in ordine ad eventuali codici di condotta applicati, all’accuratezza e affidabilità delle attività svolte, alla sussistenza di eventuali conflitti di interesse.

Per quanto riguarda la disciplina del say on pay, la revisione dell’art. 123-ter del Testo Unico della Finanza (Tuf)²² operata nell’ambito del D.lgs. 10 maggio 2019 n. 49, in occasione del recepimento della menzio-

²² D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

nata Direttiva, non produrrà, si immagina, effetti dirompenti, ma comporterà comunque alcuni cambiamenti. Le società, e i loro Comitati, saranno anzitutto tenuti a fare una riflessione sulle finalità perseguite nell'ambito della politica di remunerazione, la quale, secondo quanto normativamente previsto, dovrà contribuire alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società, con correlativo onere di illustrazione, nella prima sezione della Relazione sulla remunerazione, del modo in cui viene fornito tale contributo. Andranno conseguentemente esplicitati i meccanismi attraverso i quali la politica sulla remunerazione contribuisce alla realizzazione delle finalità sopra richiamate, inserendo, anche nei report sulla remunerazione, opportune sintesi e/o richiami agli elementi chiave della strategia aziendale, anche in relazione ai temi di sostenibilità, e chiarendo in che modo e attraverso quali elementi – tipicamente la leva variabile – la politica sulla remunerazione contribuisce agli stessi. Allo stato, non sono molti gli emittenti che riportano, anche nelle relazioni sulle remunerazioni, in una logica di reporting integrato, informazioni sui driver strategici perseguiti e sulle misure previste, a supporto degli stessi, nella politica di remunerazione programmata²³.

Meriteranno inoltre di essere approfondite le implicazioni derivanti dal carattere vincolante della politica di remunerazione e del voto espresso su quest'ultima dagli azionisti, per effetto delle nuove previsioni introdotte ai nuovi commi *3-bis* e *3-ter* dell'art. 123-*ter* sopra citato. Ciò, non soltanto in relazione ai profili reputazionali connessi al rischio di una sua mancata approvazione, ma anche agli aspetti operativi connessi alla valenza formalmente e sostanzialmente autorizzativa che la delibera assembleare assumerà in ordine alla concreta definizione dei compensi degli amministratori²⁴.

La variazione introdotta nel sistema italiano di say on pay, attraverso il passaggio dal voto consultivo a quello vincolante, potrebbe costituire inoltre un'utile occasione per verificare gli effetti della scelta effettuata dal

²³ Cfr., ad esempio, la Relazione sulla remunerazione Eni del 2019, che, a p. 10, fornisce una sintesi dei principali parametri di performance individuati nei piani di incentivazione di breve e di lungo termine, a supporto del raggiungimento degli indirizzi definiti nel Piano Strategico.

²⁴ Secondo quanto previsto nella Direttiva e richiamato nel nuovo comma *3-bis* dell'art. 123-*ter* del Tuf, «le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci», con possibilità di deroghe temporanee alla politica soltanto in presenza di circostanze eccezionali e a condizione che la politica stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare.

legislatore nazionale, alla luce degli orientamenti che assumeranno gli investitori, non potendosi escludere che ad un irrigidimento del meccanismo di coinvolgimento degli azionisti corrisponda un atteggiamento più prudente degli investitori. Da ultimo – non meno importante – occorrerà comprendere le implicazioni del voto consultivo sulla seconda sezione della relazione, ovvero sulla sezione che illustra i compensi corrisposti nel corso dell'esercizio finanziario di riferimento. Tale facoltà comporterà infatti una più attenta valutazione delle concrete modalità di attuazione delle politiche programmate, e conseguentemente, della coerenza complessiva delle scelte compiute in sede di definizione dei compensi di amministratori e dirigenti con responsabilità strategica.

I cambiamenti principali riguarderanno pertanto da un lato gli effetti del voto degli azionisti sulla politica, non più soltanto reputazionali, ma anche, come si è detto, operativi, dall'altro la gestione dello scrutinio degli investitori anche sulla seconda sezione, con esplicitazione delle misure adottate in risposta al voto e ad un eventuale dissenso.

Ciò comporterà:

- la revisione dei processi di definizione ed approvazione della politica da sottoporre all'approvazione degli azionisti, anche al fine di esplicitarne il collegamento con le strategie aziendali e le finalità di lungo termine perseguite, attraverso l'opportuno collegamento tra le diverse funzioni aziendali coinvolte, secondo una logica di "interdisciplinarietà";
- l'ulteriore potenziamento della disclosure, soprattutto in relazione alle nuove informazioni richieste dalla Direttiva;
- il necessario rafforzamento del dialogo con investitori e proxy advisor, il cui peso nell'approvazione della politica e nella valutazione della sua attuazione è destinato chiaramente ad aumentare, con onere per gli emittenti di dar puntualmente conto delle misure assunte in risposta ai feedback e alle istanze ricevute.

L'implementazione della Direttiva in ambito europeo, comporterà infine una progressiva standardizzazione delle modalità di reporting, aprendo le società alla necessità di un confronto su base internazionale che, se da un lato faciliterà le analisi di confronto retributivo, dall'altro comporterà la possibilità di una più semplice ed immediata comparazione anche delle prassi applicate in relazione sia agli aspetti di governance (es. ruolo e attività svolte dai comitati di remunerazione) che al disegno e concreta implementazione delle politiche di remunerazione.

Tali impatti andranno pertanto compiutamente valutati, per minimizzare il rischio, da un lato, di ottenere un livello di consenso assembleare non adeguato da parte delle minoranze azionarie, e, dall'altro, di esporre i mem-

bri dei comitati di remunerazione ad uno scrutinio negativo da parte delle stesse minoranze, oltre che dei proxy advisor²⁵.

A sette anni dall'introduzione del say on pay in Italia, si apre dunque per le società quotate italiane una nuova sfida, che potrà essere affrontata sulla scorta delle esperienze e dei risultati già consolidati ma che imporrà al contempo una rinnovata apertura al confronto e alla riflessione, per consentire la transizione al nuovo regime previsto dalla normativa.

Quanto poi potrà essere realizzato delle finalità generali della Direttiva – circa la determinazione “in modo appropriato” della remunerazione degli amministratori²⁶ – dipenderà ovviamente dalle scelte che saranno assunte da tutti i soggetti potenzialmente coinvolti (emittenti, investitori istituzionali e gestori di attivi, consulenti di voto), in relazione agli incentivi/disincentivi offerti dal mercato, oltre che dal sistema di regolamentazione, scelte che daranno luogo, auspicabilmente, a nuovi e fecondi ambiti di ricerca.

Riferimenti bibliografici

- Barr K. (2018). Don't disparage or restrict proxy advisors. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <https://www.wsj.com/articles/dont-disparage-or-restrict-proxy-advisors-1537801196>
- Bebchuk L., Fried J. (2010). *Pagare senza risultati – La remunerazione dei manager: una promessa mancata*. Torino: Giappichelli (versione originale *Pay without performance, the unfulfilled promise of executive compensation*, 2004, Harvard University Press).
- Brunarski K.R., Campbell T.C., Harman Y.S. (2015). Evidence on the outcome of Say-On-Pay votes: How managers, directors, and shareholders respond. *Journal of Corporate Finance*, 30, pp. 132-149. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.12.007
- Bruno S., Bianconi F. (2014). Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, aspettative. *Rivista delle Società*, pp. 1269-1307.

²⁵ La consultazione avviata da ISS sulle voting policy in programma per il 2020, prevede che la mancanza di risposte al “significativo dissenso” espresso dagli azionisti, nella precedente assemblea, sulle proposte relative alla remunerazione, possa dar luogo, nell'esercizio successivo, sia all'emanazione di una raccomandazione negativa di voto sulle proposte relative alla remunerazione che, all'emissione di raccomandazioni negative di voto sull'elezione del presidente o altro membro del comitato di remunerazione (<https://www.issgovernance.com/policy-gateway/2019-benchmark-policy-consultation/>).

²⁶ Si vedano le considerazioni espresse in particolare nei “Considerando” n. 28 e 29 della Direttiva SRD II.

- Burns N., Minnick K. (2013). Does say-on-pay matter? Evidence from say-on-pay proposals in the United States. *Financial Review*, 48(2), pp. 233-258. DOI: 10.1111/fire.12002
- Campobasso M. (2011). I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana. *Rivista delle Società*, pp. 702-728.
- Cucari N. (2019). Determinants of say on pay vote: a configurational analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, vol. 15, n. 3, pp. 837-856.
- Esposito De Falco S., Cucari N., Carbonara S. (2018). Shareholder engagement e co-creation. Un'analisi su un campione di imprese quotate, *Sinergie Italiane Journal of Management*, vol. 36, n. 106, pp. 41-59.
- Ferri F., Maber D.A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), pp. 527-63.
- Gordon J. (2009). "Say on pay": cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in. *Columbia Law School Working Paper*, n. 343.
- Institutional Shareholder Services (ISS) (2019). *Benchmark Policy Consultation*. Retrived from <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/2019-benchmark-policy-consultation/>
- Jensen M.C., Meckling K.J. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Finan. Econ.*, 3(4), pp. 305-360.
- Jensen M.C., Murphy K.J. (2004). Remuneration: where we have been, how we got here, what are the problems, and how to fix them. *ECGI, Finance Working Paper*, n. 44.
- Kaplan S. E., Zamora V.L. (2018). The effects of current income attributes on non-professional investors' Say-on-Pay judgments: Does fairness still matter? *Journal of Business Ethics*, 153(2), pp. 407-425. DOI: 10.1007/s10551-016-3315-3
- Larcker D., McCall A., Ormazabal G., Tayan B. (2012). *Ten Myths of "Say on Pay"*. Rock Center for Corporate Governance, Stanford Closer Look Series.
- Lozano-Reina G., Sánchez-Marín G. (2019). Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field. *Human Resource Management Review*. DOI: 10.1016/j.hrmr.2019.01.004
- Mangen C., Magnan M. (2012). Say on Pay: A wolf in sheep's clothing? *Academy of Management Perspectives*, 26(2), pp. 86-104. DOI: 10.5465/amp.2010.0098
- OECD Corporate Governance Factbook (2019). Retrived from <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>
- Sanchez-Marín G., Lozano-Reina G., Baixauli-Soler J.S, Lucas-Peres M.E. (2017), Say on pay effectiveness, corporate governance mechanism, and CEO compensation alignment. *Business Research Quarterly*, 20, pp. 226-239.
- Stathopoulos K., Voulgaris G. (2016). The importance of shareholder activism: The case of Say-on-Pay. *Corporate Governance*, 24(3), pp. 359-370.