



CONSOB  
Divisione Studi Giuridici  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

Milano, 7 febbraio 2011

**Re: Bozza di comunicazione in materia di remunerazione, piani di successione e autovalutazione delle società quotate**

**Executive summary**

Italian CFA Society<sup>1</sup> (ICFAS), associazione italiana che raggruppa i professionisti della finanza affiliata a CFA Institute<sup>2</sup>, esprime il proprio apprezzamento per la bozza di comunicazione CONSOB.

ICFAS riconosce che un'informazione trasparente e completa agli investitori sul funzionamento del consiglio di amministrazione è elemento fondamentale per stimolare una buona *governance* societaria e per tutelare i diritti degli investitori.

CFA Institute ha analizzato in maniera estesa le *best practice* in materia di *corporate governance* ed *executive compensation*. Condividendo i principi espressi da CFA Institute nei documenti di seguito citati in nota, ICFAS ha risposto al questionario facendo ad essi diretto riferimento.

---

<sup>1</sup> Italian CFA Society (ICFAS), presente in Italia dal 1999, è l'associazione senza scopo di lucro che raggruppa i professionisti che operano nel campo finanziario e che hanno scelto di condividere rigorosi standard di integrità, formazione ed eccellenza professionale. Tutti gli oltre 400 soci aderiscono al Code of Ethics and Standards of Professional Conduct, il codice di deontologia professionale promosso da CFA Institute. La maggior parte ha conseguito la qualifica di CFA (Chartered Financial Analyst), certificazione riconosciuta a livello internazionale quale *gold standard* di eccellenza professionale. ICFAS è affiliata a CFA Institute. Per ulteriori informazioni si veda il sito [www.italiancfasociety.it](http://www.italiancfasociety.it).

<sup>2</sup> CFA Institute, che ha da poco celebrato il 61° anniversario dalla fondazione, è un'associazione professionale senza scopo di lucro che conta più di 101.000 soci tra *investment analysts*, *portfolio managers*, *investment advisors* e altri professionisti del settore finanziario presenti in 136 Paesi, di cui più di 91.000 hanno conseguito la qualifica Chartered Financial Analyst® (CFA®). L'appartenenza al CFA Institute include anche 135 associazioni affiliate in 58 Paesi. Nell'Unione Europea è presente con 18 associazioni nazionali e oltre 11.000 soci.

CFA Institute sviluppa, promulga e mantiene i più alti standard etici per l'*investment community* che comprendono il CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct, i Global Investment Performance Standards (GIPS®) e l' Asset Manager Code of Professional Conduct (AMC). CFA Institute amministra, a livello internazionale, i curricula e gli esami dei programmi educativi Chartered Financial Analyst® e Certificate in Investment Performance Measurement® (CIPM®). L'associazione promuove programmi di aggiornamento professionale e pubblicazioni quali il Financial Analyst Journal, prende posizioni sulle principali tematiche dei mercati dei capitali, sviluppa standard di condotta e codici di autodisciplina al fine di promuovere i più elevati standard etici e professionali nella comunità finanziaria internazionale. Per ulteriori informazioni si veda il sito [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org).



Sul tema dell'*executive compensation*, il principio generale espresso da CFA Institute è che la strategia di remunerazione degli amministratori dovrebbe essere orientata all'obiettivo della generazione di una crescita sostenibile nel lungo termine della redditività e del valore di mercato.<sup>3</sup>

Sullo specifico della *disclosure* sui compensi, CFA Institute utilizza come *benchmark* il report utilizzato negli Stati Uniti denominato "Compensation Discussion and Analysis" (CD&A) in quanto caratterizzato da un elevato grado di trasparenza.<sup>4</sup> Il CD&A si compone di due parti, un'analisi in forma descrittiva delle tematiche di *executive compensation* ed una presentazione tabellare dei differenti elementi che formano tale remunerazione. Nella parte descrittiva è prevista una sezione denominata "*Other potential postemployment payments on termination or change of control*" che include informazioni sugli ammontari che gli *highest-paid named executive officers* (NEOs) riceveranno in caso di conclusione volontaria o involontaria del rapporto di lavoro. L'analisi deve includere informazioni su: liquidazione, *benefits* o gratifiche, piani pensionistici predefiniti o potenziati, utili da *accelerated vesting* delle *stock option*, *stock appreciation rights* (SARs) e altri *share-based benefits*. La parte descrittiva ha anche l'obiettivo di includere informazioni sulle circostanze che innescano tali pagamenti, il modo in cui essi sono calcolati, come sono effettuati e gli obblighi rilevanti del beneficiario.

Nella presentazione tabellare è prevista una sezione apposita indicante le diverse forme di compenso attribuite agli amministratori: gettoni di presenza, attribuzione di *stock option*, piani di incentivazione non azionari, guadagni da variazioni nel valore dei piani pensionistici e compensi differiti, ogni altro compenso<sup>5</sup>, e infine il compenso totale nell'esercizio.

CFA Institute suggerisce, inoltre, agli investitori di analizzare i maggiori elementi degli accordi di assunzione tra la società e i *senior executives*. Tra gli elementi su cui porre maggiore attenzione sono specificamente citati: (i) gli accordi in caso di licenziamento, con indicazione delle metriche utilizzate per la determinazione delle somme pagate; (ii) la possibilità di *accelerated vesting* ossia la possibilità che l'acquisizione di *stock options*, premi, piani pensionistici e altre remunerazioni su base differita acceleri in caso di cambiamento del controllo; (iii) la possibilità che il pacchetto di compensi in caso di licenziamento (*severance package*) sia attivato solo dal cambiamento della proprietà o se sono necessari ulteriori sviluppi, come la perdita del lavoro per il dirigente o un cambiamento sostanziale degli incarichi.

---

<sup>3</sup> CFA Institute, *The Corporate Governance at Listed Companies: A Manual for Investors* (2009), p.16.

<sup>4</sup> CFA Institute, *The Compensation of Senior Executives at Listed Companies: A Manual for Investors* (2007), pp.3-6.

<sup>5</sup> Per "ogni altro compenso" il CD&A cita "*perquisites, tax reimbursements, discounted securities, termination plans, defined-contribution plans, insurance premiums, and other pay*".



Ringraziando per l'opportunità di prendere parte a questa consultazione, cogliamo l'occasione per porgere i più cordiali saluti e Vi invitiamo a non esitare a contattarci nel caso riteniate opportuno un approfondimento delle nostre posizioni.

Barbara Valbuzzi, CFA  
President, Italian CFA Society  
[barbara.valbuzzi@icfas.it](mailto:barbara.valbuzzi@icfas.it)

Martino Panighel, CFA  
Advocacy Chair  
[martino.panighel@icfas.it](mailto:martino.panighel@icfas.it)

Allegati:

- *The Corporate Governance of Listed Companies – A Manual for Investors* (2<sup>nd</sup> ed., 2009)
- *The Compensation of Senior Executives at Listed Companies – A Manual for Investors* (2007)

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

Valutiamo positivamente il maggior livello di dettaglio delle informazioni richieste perché questo va nella direzione di tutelare i diritti degli investitori e favorire il corretto funzionamento dei mercati dei capitali. Condividiamo, quindi, la decisione di intervenire in via transitoria al fine di rendere queste informazioni disponibili agli investitori già per l'esercizio 2010.

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

Condividiamo la scelta delle informazioni richieste, che risultano in linea con le migliori prassi internazionali.

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

Condividiamo tale scelta. Le posizioni di CFA Institute sono in sintonia con gli obiettivi espressi dalla Commissione laddove esso auspica<sup>6</sup> che attraverso i documenti societari gli investitori siano in grado di analizzare i seguenti aspetti:

- i criteri di designazione dei nuovi consiglieri di amministrazione;
- la composizione, il curriculum e le aree di esperienza dei consiglieri attuali e se i nuovi nominati completano il portafoglio di competenze presenti nel consiglio in carica;
- come il comitato per le nomine individua i potenziali nuovi consiglieri; in particolare, se il comitato si impegna direttamente nella ricerca dei candidati, ad esempio utilizzando una società di *executive search*, oppure se si affida ai suggerimenti del *management* o degli altri consiglieri;
- se la società ha un piano di successione per gli amministratori nel caso di circostanze impreviste, quali l'improvvisa inabilitazione del CEO o del CFO. Gli investitori dovrebbero esaminare l'informazione fornita dalla società riguardo al piano e determinare chi è incaricato di darne attuazione;
- un resoconto dell'attività del comitato, inclusa ogni analisi delle sue azioni e decisioni durante l'esercizio precedente (compreso il numero di sedute, la partecipazione da parte dei membri, le politiche e le procedure del comitato).

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

ICFAS condivide tale scelta. Anche in questo caso le finalità espresse dalla Commissione sono in sintonia con la posizione di CFA Institute che, riferendosi ancora al comitato per le nomine<sup>7</sup>, specifica che esso è responsabile per

---

<sup>6</sup> CFA Institute, *The Corporate Governance at Listed Companies: A Manual for Investors* (2009), p.19.

- l'assunzione di nuovi membri del consiglio di amministrazione con qualità ed esperienza appropriate alla luce delle esigenze della società,
- l'esame periodico della performance, indipendenza, competenze ed esperienza degli attuali membri del consiglio al fine di determinare se essi rispondono alle esigenze attuali e prospettive della società e del consiglio,
- la creazione di politiche e procedure per le nomine, e
- la preparazione della successione dei dirigenti e del consiglio.

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

Nel rispondere al quesito, si richiama l'*Official Position* di CFA Institute in merito alla nomina degli amministratori nelle società di minori dimensioni<sup>8</sup>. Il principio ivi espresso afferma che le società di minori dimensioni dovrebbero essere soggette alle stesse regole vigenti per le società di grandi dimensioni. L'esclusione delle società di minori dimensioni da tali regole potrebbe negare ai loro azionisti la capacità di esercitare un importante diritto di rendere gli amministratori responsabili verso gli azionisti stessi. Applicando per analogia tale principio anche al tema della *disclosure*, ICFAS auspica che la Commissione consideri di estendere in futuro queste regole a tutti gli emittenti di strumenti quotati.

**Q6) Condividete il contenuto dell'analisi costi-benefici realizzata?**

Le iniziative dei governi e le iniziative volontarie dei soggetti interessati nello stabilire nuovi e corretti codici di *governance* in risposta agli effetti dei recenti fallimenti del mercato aiutano a ristabilire la fiducia degli investitori. Esse forniscono, tuttavia, solo una parte della risposta al problema. Gli investitori devono anche essere in condizione di valutare la presenza, o assenza, nelle società in cui investono, di salvaguardie in termini di *corporate governance*, come pure di culture aziendali. ICFAS ritiene, pertanto, che i benefici per il mercato e gli investitori derivanti da una maggior trasparenza saranno ampiamente superiori ai costi.

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

Osservando che è frequente per le società quotate italiane avere una società controllante, ICFAS suggerisce che venga richiesta l'indicazione dei compensi e degli incentivi, se rilevanti, attribuiti dalla società controllante agli amministratori esecutivi della controllata quotata per le attività nel complesso svolte dagli stessi per la controllante. Questo al fine di evidenziare l'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con la generalità degli azionisti della società quotata o la mancanza dello stesso.

---

<sup>7</sup> Ibid., p.16.

<sup>8</sup> [http://www.cfainstitute.org/ethics/topics/Pages/no\\_exemption\\_for\\_small\\_companies.aspx](http://www.cfainstitute.org/ethics/topics/Pages/no_exemption_for_small_companies.aspx)