CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il ruolo dei *Proxy Advisors* nelle società quotate italiane

Evidenze tratte dal QDF n. 81 '*Proxy Advisors and Shareholder engagement*', aprile 2015

(M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre)

Milano, 23 marzo 2017

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Introduzione

- **Negli ultimi tempi il ruolo dei *Proxy Advisors* e il rapporto tra questi e gli investitori istituzionali è diventato oggetto di studi, analisi e dell'attenzione dei *policy makers***
- **Gli investitori istituzionali svolgono un ruolo sempre più rilevante nelle società quotate**
  - L'evoluzione della normativa comunitaria vuole favorire una maggiore partecipazione degli II. Obiettivo specifico della SHRD è proprio quello di ridurre i costi strutturali all'investimento e all'attivismo transfrontaliero, nel quadro di un obiettivo più generale di rivitalizzazione del ruolo dell'assemblea dei soci come strumento di *corporate governance*
  - La partecipazione degli II nel capitale delle società quotate è cresciuta in molti paesi
- **L'attivismo è costoso, soprattutto per investitori con portafogli molto diversificati**
- **I PA affiancano gli investitori istituzionali nell'esercizio del diritto di voto nelle assemblee delle società in cui investono**
- **Sono stati sottolineati diversi profili critici legati all'attività svolta dai PA**

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Letteratura sul tema

- **Esistono diversi studi economici in Usa che analizzano il ruolo dei PA e la relazione con le votazioni in assemblea (Larcker et al. 2012)**
- **Lo studio di Ertimur, Ferri, Oesch, 2013 è il primo che si concentra sulle analisi alla base delle raccomandazioni di voto dei PA:**
  - **Analisi della porzione dei report di ISS e GL dedicata al *say on pay* relativi alle assemblee 2011 delle società quotate in Usa**
  - **Analisi della relazione tra voto in assemblea e raccomandazioni dei PA**
  - **Analisi delle reazioni delle imprese al dissenso**
- **Principali risultati:**
  - **Gli autori non trovano evidenza di un approccio «*one-size-fits-all*»**
  - **Le raccomandazioni dei PA influenzano in maniera significativa le scelte di voto degli azionisti**
  - **Le imprese reagiscono a raccomandazioni negative dei PA modificando la politica di remunerazione l'anno successivo**

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'obiettivo del paper

- **Nel paper sfruttiamo un database unico:**
  - **Reports di ISS e GL relativi alle assemblee delle società quotate italiane nel 2012, anno di prima applicazione del *say on pay*;**
  - **Dati sui voti espressi da tutti azionisti presenti in assemblea, distinti in base alla tipologia (investitori istituzionali, distinti in diverse categorie/altri) e alla quota detenuta (*blockholder* o no)**
  - **Dati sulle caratteristiche della *governance* delle società quotate**

- **Per studiare:**
  - **Processo che guida i *proxy advisors* nell'esprimere una raccomandazione di voto (anche con analisi econometrica sulle determinanti)**
  - **Correlazione tra le scelte di voto degli azionisti (e degli istituzionali) e le raccomandazioni dei PA**

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Analisi delle scelte di voto dei *proxy advisors* in materia di *say on pay*

I report di ISS sul *say on pay*
(201 società)

- **Politiche di remunerazione analizzate lungo 4 dimensioni** (Fixed pay; Short term variable pay; Long term variable pay; Service contracts)

- **Qualità della *disclosure* valutata su tre livelli** (poor, average, good)

- **Cinque linee guida nella valutazione della politica:**
  - Indennità fine rapporto >compenso 24 mesi ?
  - Vi sono problemi legati alla struttura dei bonus o ad altri aspetti delle remunerazioni in un'ottica di creazione di valore nel lungo termine?
  - Il comitato per le remunerazioni include amministratori esecutivi?
  - Sono descritte le principali caratteristiche della politica sulle remunerazioni (criteri performance, *caps*, indennità fine rapporto)?
  - Il report è stato messo a disposizione nei tempi giusti?

I report di ISS sul *say on pay*

Frequenza dei *concerns* nei reports ISS

concerns	frequenza
IFR > compenso 24 mesi	35
Struttura delle remunerazioni e creazione valore nel l/t	103
Il comitato remunerazioni include esecutivi	20
Gli elementi essenziali della politica non sono descritti	81
Il report non è stato reso disponibile nei tempi giusti	1
totale	***240***

Distribuzione di frequenza dei "Disclosure level" secondo ISS

disclosure level	elementi essenziali della politica		
	descritti	non descritti	*totale*
above average/good	35	2	*37 (21%)*
average	49	22	*71 (40%)*
below average/poor	15	54	*69 (39%)*
totale	***99***	***78***	***177***

I report di GL sul *say on pay*
(172 società)

- Politiche di remunerazione analizzate lungo 2 dimensioni: struttura e *disclosure*

Descrizione dei *concerns* e dei *ratings* di GL sulla struttura delle remunerazioni

compensation structure rating	**Frequenza *concerns***				
	accordi di fine rapporto	lungo termine	performance	Implementazione *best practices* (Ftse Mib)	altro
good (47 firms, 28%)	7	4	38	3	4
fair (80 firms, 46%)	19	44	48	16	9
poor (45 firms, 26%)	9	39	31	9	10
totale	***35***	***87***	***117***	***28***	***23***

Descrizione dei *concerns* e dei *ratings* di GL sulla *disclosure*

disclosure rating	**frequenza concerns**				
	manca descrizione hurdles/targets	implementazione *best practices* (Ftse Mib)	manca descrizione periodi *vesting*	manca descrizione misure performance	altro
good(76 firms; 44%)	11	4			3
fair (74 firms, 43%)	31	14	7	34	8
poor (22 firms, 13%)	12	6	5	18	4
totale	***54***	***24***	***12***	***52***	***15***

Raccomandazioni di voto

- ISS raccomanda di votare contro la politica sulle remunerazioni nel **48%** dei casi; GL nel **31%**

Distribuzione delle raccomandazioni di voto e dei *ratings* o *concerns* di ISS e GL

	GL *For*	GL *Against*	ISS *For*	ISS *Against*
Tutte le imprese	119 (69%)	53 (31%)	104 (52%)	97 (48%)
Poor compensation structure	1[a]	44 (98%)	37 (31%)	84 (69%)
Poor disclosure	1[b]	21 (95%)	11 (15%)	62 (85%)
Both compensation structure and disclosure are poor	0	12 (100%)	6 (10%)	53 (90%)

Distribuzione congiunta delle raccomandazioni sul SOP di ISS e GL

	GL FOR	GL AGAINST
ISS FOR	65 (39%)	18 (11%)
ISS AGAINST	51 (31%)	33 (20%)
agreement	*59%*	
agreement on controversial cases	*32%*	

Determinanti delle raccomandazioni pa

	ISS Against	GL Against	ISS&GL Against
Disclosure Index	-	- (sign 1%)	-
Log Ceo Total Compensation	+ (sign 5%)	-	-
Ceo % Var Compensation	+ (sign 5%)	-	-
Rem Committee	- (sign 1%)	-	- (sign 5%)

Differenze con analisi USA

- **ISS**
  - **Maggiore focus sulla struttura delle remunerazioni e, in particolare, sul link tra compensi e performance. Non si analizzano aspetti legati alla *disclosure* o al processo di determinazione dei compensi**
  - **Analisi più dettagliata, con assegnazione rating ad ogni *concern***
- **GL**
  - **Analisi della relazione sulla remunerazione lungo tre dimensioni, incluso *pay for performance***
  - **Analisi più accurata, con assegnazione rating e *grades***
- **GL più aggressivo di ISS (*Against* 21,7% *versus* 11,3%)**
- **Maggiori casi in cui le raccomandazioni coincidono (77% delle imprese), soprattutto in caso di *For***

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Conclusioni

- Analisi report ISS e GL in materia di *say on pay*
- I due PA seguono metodologie di analisi diverse, giungendo a raccomandazioni di voto concordi solo nel 59% dei casi
- Dalla lettura dei report emerge come simili problematiche nella politica possano portare ad esiti diversi (raccomandazioni di voto divergenti) in quanto le analisi cercano di tenere conto delle specificità di ogni impresa
- Anche in Usa GL e ISS seguono approcci diversi. Inoltre gli elementi che sembrano più rilevanti in Usa non lo sono in Italia
- Complessivamente, le evidenze raccolte non supportano la tesi di un approccio «*one-size-fits-all*»

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Grazie per l'attenzione