

Proposta di modifica alla *Capital Requirements Directive* e politiche retributive

Il 13 luglio 2009 la Commissione europea (la “Commissione”) ha pubblicato una proposta di revisione delle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE sui requisiti patrimoniali degli enti creditizi e delle imprese di investimento (le *Capital Requirements Directive* o “CRD”), la quale, tra le altre cose, prevede l’inserimento di talune linee-guida da applicarsi nella determinazione delle politiche retributive di tali enti e imprese (la “Proposta”)¹.

La presentazione della Proposta era stata anticipata nella comunicazione del 30 aprile 2009, di accompagnamento alle raccomandazioni della Commissione sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (la “Raccomandazione per gli Enti Finanziari”)² e sulla remunerazione degli amministratori di società quotate (la “Raccomandazione per le Società Quotate”)³, nella quale la Commissione anticipava la presentazione di proposte normative volte a rendere obbligatoria per le istituzioni finanziarie l’adozione e l’attuazione di politiche retributive compatibili con un’efficace gestione dei rischi, nel quadro dei principi enucleati in tali raccomandazioni⁴. In precedenza, sul tema si era pronunciato anche il Comitato delle Autorità Europee di Vigilanza Bancaria (il *Committee of European Banking Supervisors*, o “CEBS”), che

¹ La Proposta è disponibile, nella versione pubblicata il 13 luglio, al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/com2009/Leg_Proposal_Adopted_1307.pdf.

² Reperibile al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/financialsector_290409_it.pdf.

³ Reperibile al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_it.pdf.

⁴ Sul tema, più di recente, si sono pronunciati, tra gli altri, il G20 (si veda la dichiarazione sul rafforzamento del sistema finanziario del 2 Aprile 2009, disponibile al 17 luglio al seguente indirizzo internet: http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf), il Financial Stability Board (si vedano i principi pubblicati il 2 aprile 2009: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf) nonché, da ultimo il Governatore Draghi, intervenuto all’assemblea ordinaria dell’ABI dell’8 luglio scorso (http://www.bancaditalia.it/interventi/integov/2009/080709/draghi_080709.pdf).

aveva pubblicato alcune linee-guida destinate alle banche e alle autorità di vigilanza (i “Principi”)⁵.

Tali interventi hanno evidenziato, a vario titolo, la necessità di riformare le politiche retributive nel settore finanziario, nell’assunto che la struttura degli incentivi adottati dalle imprese nel recente passato abbia contribuito all’attuale crisi finanziaria.

Sebbene tale assunto non sia sempre dimostrabile, non si può ignorare l’esistenza di una possibile relazione tra la politica degli incentivi e il profilo di rischio di una impresa finanziaria, in quanto inadeguati sistemi di remunerazione del *management* e dei responsabili delle funzioni-chiave degli enti finanziari possono contribuire all’assunzione di rischi eccessivi da parte dell’impresa⁶.

La Banca d’Italia, dal canto suo, ha pubblicato già dallo scorso anno (nelle istruzioni di vigilanza sulla *governance* del 4 marzo 2008; le “IDV”)⁷ i principi da adottare in relazione ai meccanismi di remunerazione e incentivazione, rilevando – in anticipo rispetto al mercato e ad altri organi di vigilanza e controllo – la necessità di riformare tali meccanismi. Le IDV prevedevano l’adozione da parte delle banche italiane di politiche di remunerazione conformi ai principi previsti dalle stesse, entro il 30 giugno 2009.

Allo stesso modo, la Commissione, con l’adozione della Proposta e la prospettata modifica della CRD si prefigge lo scopo di (i) rendere obbligatoria per banche ed imprese di investimento l’adozione di politiche retributive che dovranno diventare a tutti gli effetti oggetto di valutazione in funzione di una corretta gestione dei rischi dell’ente finanziario e che dovranno essere effettivamente allineate e collegate con gli interessi di lungo periodo di tali enti, e (ii) ricondurre le politiche retributive e il loro legame con la gestione dei rischi all’interno dell’area di supervisione delle autorità di vigilanza, nonché dotare queste ultime degli strumenti necessari per vigilare ed eventualmente sanzionare i soggetti che adottino politiche di remunerazione che incentivino l’assunzione di rischi eccessivi.

Di seguito, riassumiamo il contenuto della Proposta sul tema delle politiche retributive, rilevando brevemente, nel contempo, i primi dubbi e i potenziali profili problematici legati all’attuazione della stessa, anche alla luce dei principi elaborati e degli adempimenti richiesti dal CEBS nei Principi, dalla Banca d’Italia nelle IDV e, nel

⁵ Cfr. gli “*High-level Principles for Remuneration Policies*” pubblicati dal CEBS il 20 aprile 2009, reperibili al seguente indirizzo internet: <http://www.c-eps.org/getdoc/34beb2e0-bdff-4b8e-979a-5115a482a7ba/High-level-principles-for-remuneration-policies.aspx>.

⁶ Secondo la Commissione, le pratiche retributive adottate nell’industria dei servizi finanziari erano volte a ricompensare i profitti di breve termine, incentivando il personale a lanciarsi in operazioni eccessivamente rischiose, maggiormente remunerative nel breve periodo ma potenzialmente foriere di elevate perdite nel lungo periodo (v. il considerando 3 della Raccomandazione per gli Enti Finanziari).

⁷ V. l’articolo 4 delle IDV, come integrato dall’articolo 7 della nota di chiarimenti di Banca d’Italia del 19 febbraio 2009.

caso delle società quotate, dalla Commissione nella Raccomandazione per le Società Quotate.

1. Principi generali e campo di applicazione

- I principi enunciati nella Proposta sono coerenti e complementari con quelli elaborati nella Raccomandazione per gli Enti Finanziari.

Come illustrato nella relazione che accompagna la Proposta, la Commissione ha preferito fissare una serie di principi ampi e flessibili che riflettono quelli indicati nella Raccomandazione per gli Enti Finanziari, lasciando, in linea di massima, alle banche e alle imprese di investimento la libertà di attuare le proprie politiche retributive nel modo più opportuno ed adeguato rispetto all'attività e alle dimensioni di ciascuna di esse. La Raccomandazione per gli Enti Finanziari, pertanto, deve essere considerata complementare alla Proposta: i principi in essa contenuti, insieme ai Principi, dovrebbero fornire, da un lato, alle imprese, indicazioni utili sulle modalità di adeguamento al contenuto della Proposta e, dall'altro lato, agli organi di vigilanza, un quadro di riferimento per la valutazione di conformità delle politiche retributive delle banche e delle imprese di investimento con gli obblighi fissati dalla Proposta medesima.

- La Proposta si applica alle banche e alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della Direttiva 2004/39/CE⁸, aventi la sede legale o l'amministrazione centrale in uno Stato membro.

Commento: la Proposta ha evidentemente un campo di applicazione più limitato rispetto alla Raccomandazione per gli Enti Finanziari, che è indirizzata a tutte le imprese finanziarie, ivi incluse banche ed imprese di investimento, le imprese attive nell'ambito assicurativo o riassicurativo, i fondi pensione, i fondi comuni di investimento e, in generale, tutte le imprese che operano nell'industria dei servizi finanziari.

Secondo quanto indicato nella Raccomandazione per gli Enti Finanziari, (i) i principi sulla *remuneration policy* dovrebbero essere applicati sia da parte della capogruppo a livello di gruppo, sia da parte delle singole società facenti parte del gruppo, comprese quelle stabilite in centri finanziari *off-shore*; inoltre (ii) gli Stati membri dovrebbero accertarsi che le filiali di imprese finanziarie residenti in un paese terzo e che operano in uno Stato membro siano soggette a principi analoghi a quelli applicabili alle imprese finanziarie residenti nella UE.

Commento: sarebbe opportuno un chiarimento sulla portata del principio riportato sub (ii), il quale sembra presupporre che, in sede di primo stabilimento in uno Stato membro di una filiale di una banca o impresa di

⁸ La nozione di impresa di investimento di cui all'articolo 4 e Allegato I della Direttiva 2004/39/CE comprende i soggetti che prestano servizi di investimento o svolgono attività di investimento a titolo professionale.

investimento non appartenenti all'Unione Europea, le autorità dello Stato membro imporranno l'adozione da parte di tale filiale dei meccanismi di remunerazione ed incentivazione applicabili alle banche ed imprese di investimento costituite nello Stato membro. Al riguardo, si noti come, in Italia, le IDV si applichino nei confronti delle sole banche e delle società capogruppo di gruppi bancari residenti.

- I principi elencati nella Proposta vanno riferiti alle categorie di personale la cui attività ha un impatto significativo sul profilo di rischio della banca o dell'impresa di investimento.

Commento: a differenza della Proposta, le IDV non si riferiscono ad una categoria specifica del personale ma, più in generale, hanno ad oggetto le politiche remunerative adottate dalle banche a favore dei consiglieri di amministrazione (e di gestione), dei dipendenti e dei collaboratori non legati alle banche da rapporti di lavoro subordinato.

2. Struttura della remunerazione

2.1. Struttura della remunerazione

- La remunerazione deve essere strutturata in modo da garantire un adeguato equilibrio tra parte fissa e parte variabile. La parte fissa deve rappresentare una percentuale sufficientemente elevata della remunerazione totale, tale da permettere di perseguire una politica flessibile in materia di incentivi e, se del caso, non corrispondere alcun *bonus*.

La Raccomandazione per gli Enti Finanziari prevede (i) che la componente variabile non dovrebbe eccedere un importo massimo predeterminato; (ii) che dovrebbe essere consentito alle imprese di non erogare i *bonus* in caso di deterioramento della situazione economica; nonché (iii) l'adozione di previsioni negoziali che consentano alle imprese di chiedere ai propri dipendenti la restituzione, in tutto o in parte, dei *bonus* erogati sulla base di dati successivamente rivelatisi "manifestamente errati".

Commento: dovrebbe essere attentamente valutata la legittimità dell'eventuale inserimento di clausole rispondenti ai criteri sub (ii) e (iii), supra (ivi incluse le cd. clausole di claw-back), sia nei contratti di lavoro attualmente in essere, sia in quelli di prossima negoziazione, alla luce della rigidità della normativa e della giurisprudenza italiana di diritto del lavoro (in particolare, con riferimento ai principi di irrinunciabilità e irriducibilità della remunerazione) e fallimentare.

Con specifico riferimento alle clausole di claw-back di cui al punto (iii), va evidenziato come nei Principi si faccia dipendere il relativo obbligo restitutorio esclusivamente da comportamenti fraudolenti (non è chiaro se riferibili al solo beneficiario del bonus o anche a soggetti terzi) che alterino i conti

dell'impresa. È evidente, tuttavia, la strutturale inadeguatezza di una clausola di claw-back da azionare nel caso di comportamenti fraudolenti di terzi.

- Nel caso di *bonus* di importo significativo, il pagamento della parte più cospicua degli stessi dovrebbe essere differito per un periodo di tempo adeguato ed essere condizionato al raggiungimento di ulteriori obiettivi di *performance* di medio-lungo periodo.

Secondo la Raccomandazione per gli Enti Finanziari, l'importo del *bonus* da differire dovrebbe essere determinato in relazione all'importo totale del *bonus*, a sua volta rapportato alla remunerazione totale del beneficiario. La Raccomandazione per gli Enti Finanziari, inoltre, specifica che il pagamento della parte differita del *bonus* (i) dovrebbe comunque tenere conto dei rischi associati al raggiungimento dei risultati cui il *bonus* è legato e (ii) potrebbe essere liquidato anche sotto forma di azioni, opzioni o altri strumenti finanziari.

Commento: la Proposta e la Raccomandazione per gli Enti Finanziari non forniscono criteri puntuali sulla durata minima del periodo di differimento. Probabilmente, potrebbe essere ancorata alla durata minima suggerita per i parametri di lungo periodo (sui quali si veda il paragrafo che segue).

Si noti come il differimento di parte del bonus e l'assoggettamento del pagamento della parte differita del bonus a condizioni ulteriori potrebbe evitare il ricorso alle clausole di claw-back di cui sopra, delle quali si è evidenziata la problematicità alla luce di una prima analisi legale.

Nel caso delle società quotate, e con specifico riferimento alla retribuzione corrisposta sotto forma di azioni, la Raccomandazione per le Società Quotate suggerisce la previsione di (i) un periodo minimo di "maturazione" non inferiore a 3 anni e (ii) successivamente all'acquisto delle azioni, un obbligo di mantenere per tutta la durata del rapporto un investimento minimo nelle azioni.

2.2. Parametri utilizzati per calcolare i bonus

- I compensi collegati al raggiungimento di obiettivi di *performance* dovrebbero essere calcolati sulla base di una combinazione dei risultati ottenuti dal singolo, dall'unità operativa interessata e dalla banca o dall'impresa di investimento nel suo complesso.

Nella individuazione dei parametri da utilizzare per valutare la *performance* individuale, la Raccomandazione per gli Enti Finanziari e i Principi suggeriscono di utilizzare, in aggiunta ai criteri finanziari, anche criteri non finanziari e/o qualitativi, quali il grado di osservanza delle norme e delle procedure interne, ovvero il livello di *customer satisfaction*.

- Tali risultati dovrebbero essere valutati su un periodo pluriennale allo scopo di assicurare che il processo di valutazione sia fondato sui risultati di lungo termine della società. A tal fine, tanto la Proposta, quanto la Raccomandazione

per gli Enti Finanziari, suggeriscono un periodo di valutazione compreso tra i 3 e i 5 anni.

- Nell'operazione di quantificazione dei risultati che sono utilizzati come base di calcolo dei *bonus*, devono essere presi in considerazione i rischi attuali o futuri e il costo del capitale impiegato e della liquidità connessi al conseguimento dei risultati cui è legata l'effettiva corresponsione dei *bonus*.

Commento: l'adeguamento dei parametri di valutazione della performance, necessario al fine di prendere in considerazione i rischi e i costi ad essa connessi, è probabilmente il punto focale della Proposta e degli altri interventi citati in materia di remuneration policy. Tuttavia, sia la Proposta sia la Raccomandazione per gli Enti Finanziari sia i Principi omettono di fornire indicazioni più specifiche sulle modalità operative di tale adeguamento e, in particolare, (i) sui tipi di rischi che devono tenuti in considerazione, (ii) sui parametri che devono essere adeguati (se individuali, dell'unità produttiva o di gruppo), nonché (iii) sulle tecniche di determinazione e misurazione dei costi legati al capitale ed alla liquidità.

2.3. I golden parachute

- Gli importi erogati in caso di risoluzione anticipata di un contratto di lavoro, i cd. *golden parachute*, devono premiare i risultati conseguiti dai dipendenti nel corso della durata del rapporto di lavoro e non configurarsi come "ricompensa del fallimento".

Commento: il concetto di "ricompensa del fallimento" dovrebbe essere oggetto di un ulteriore chiarimento da parte della Commissione (le IDV non affrontano il tema)⁹.

Stante la lettera della norma, ad esempio, non sembrerebbe rispondere a tale principio un contratto di lavoro che preveda il pagamento di un compenso nelle ipotesi di interruzione del rapporto di lavoro dovuta a (i) cambio di controllo della società, in caso di fusioni e/o acquisizioni o (ii) licenziamento senza giusta causa o dimissioni per giusta causa del lavoratore. Sulla base di un tale contratto, infatti, il beneficiario che non abbia raggiunto gli obiettivi prefissati, ovvero abbia raggiunto risultati economici particolarmente modesti, avrebbe comunque diritto a ricevere il golden parachute in caso di cessazione del rapporto di lavoro, a meno che non possa ricavarci una giusta causa di licenziamento proprio dal mancato raggiungimento dei risultati da parte del manager.

Con specifico riferimento agli amministratori delle società quotate, la Raccomandazione per le Società Quotate (i) fissa un tetto massimo al

⁹ Una possibile soluzione potrebbe essere quella di calcolare il *golden parachute* sulla base del compenso variabile effettivamente percepito dal *manager* durante il rapporto di lavoro.

pagamento dei golden parachute, pari a 2 anni della parte fissa della remunerazione, (ii) suggerisce alle società di non versare alcun corrispettivo se il recesso dell'amministratore è dovuto a "prestazioni inadeguate" e, in ogni caso, se un amministratore decide di dimettersi¹⁰.

3. Processo decisionale e governance

- La *remuneration policy* deve essere predisposta ed approvata dal consiglio di amministrazione (o di sorveglianza), il quale è responsabile per l'applicazione dei relativi principi.

Commento: in Italia, come chiarito dalle IDV, è di competenza dell'assemblea ordinaria (o del consiglio di sorveglianza, nel sistema dualistico) l'approvazione (i) della remuneration policy del gruppo, e (ii) dei piani di incentivazione basati su strumenti finanziari.

Le IDV, inoltre, (i) ricordano che è di competenza del consiglio di amministrazione (o del consiglio di sorveglianza) l'approvazione dei compensi dei consiglieri di amministrazione (o di gestione) investiti di particolari cariche e (ii) specificano che, nella determinazione degli incentivi e della retribuzione di coloro che rivestono funzioni apicali nell'assetto della banca, deve essere coinvolto anche l'organo con funzione di supervisione strategica.

La Raccomandazione per gli Enti Finanziari suggerisce che, alla determinazione della *remuneration policy*, partecipino anche le funzioni di controllo¹¹, il dipartimento delle risorse umane ed esperti esterni. In tal senso, le imprese dovrebbero assicurarsi che i membri del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza), del comitato per la remunerazione e del personale, che partecipano all'elaborazione della politica retributiva dell'impresa, dispongano delle "necessarie competenze" e siano indipendenti dalle unità operative rispetto alle quali sono chiamati a pronunciarsi.

Commento: a differenza delle IDV e della Raccomandazione per le Società Quotate¹², la Proposta e la Raccomandazione per gli Enti Finanziari non chiariscono il ruolo del comitato per le remunerazioni.

¹⁰ Si veda il considerando 7 della Raccomandazione per le Società Quotate.

¹¹ La Raccomandazione per gli Enti Finanziari definisce le "funzioni di controllo" come le "funzioni di gestione del rischio, di controllo interno e analoghe nell'ambito di un'impresa finanziaria".

¹² Secondo le IDV, il comitato per la remunerazione dovrebbe avere (i) compiti consultivi e propositivi in relazione ai compensi degli "esponenti aziendali", nonché (ii) compiti consultivi in materia di determinazione delle politiche remunerative del *management*. Nella Raccomandazione per le Società Quotate al comitato per le remunerazioni viene assegnato il compito di riesaminare periodicamente la politica attuata in materia per gli amministratori aventi incarichi esecutivi o poteri di gestione, inclusa la politica per la remunerazione basata su azioni, e la sua attuazione.

Inoltre, nella Proposta non è chiaro quali siano i parametri sulla base dei quali deve essere valutata la competenza dei soggetti che intervengono nella determinazione delle politiche remunerative. Nella Raccomandazione per le Società Quotate viene specificato al riguardo che almeno uno dei membri del comitato per le remunerazioni deve possedere “conoscenze ed esperienza” nell’ambito delle politiche remunerative.

Peraltro, la Raccomandazione per le Società Quotate prevede l’obbligo per il comitato per le remunerazioni, nell’utilizzare i servizi di un consulente esterno, di verificare che costui non presti contestualmente la propria consulenza anche a favore del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza) o degli altri dipartimenti interni coinvolti nella determinazione delle politiche remunerative societarie.

- L’attuazione della politica retributiva dovrebbe essere soggetta (con cadenza almeno annuale) a una revisione interna centrale e indipendente, ad opera delle funzioni di controllo.

Come specificato nella Raccomandazione per gli Enti Finanziari, il personale coinvolto nel processo di controllo dovrebbe essere indipendente dalle unità operative che controlla ed essere adeguatamente retribuito (indipendentemente dai risultati conseguiti negli ambiti dell’impresa soggetti a controllo).

Commento: secondo le IDV (i) i componenti degli organi di controllo¹³ non possono beneficiare dei piani di remunerazione basati su azioni o strumenti finanziari, nonché dei piani di incentivazione collegati al raggiungimento di risultati economici, (ii) per i consiglieri non esecutivi dovrebbero essere generalmente evitati i meccanismi di incentivazione, e (iii) con specifico riferimento ai responsabili delle funzioni di controllo interno¹⁴ e al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, dovranno essere evitati bonus collegati ai risultati economici, mentre l’assegnazione di compensi basati su strumenti finanziari, non esclusa a priori, dovrà rispondere “con particolare rigore” ai nuovi principi dettati in materia di politiche retributive.

Nello stesso senso, la Raccomandazione per le Società Quotate prevede che la remunerazione degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza non dovrebbe includere opzioni su azioni.

4. Obblighi di trasparenza e profili di disclosure

¹³ Vale a dire, i membri del collegio sindacale, nel sistema tradizionale, del consiglio di sorveglianza, in quello dualistico e del comitato per il controllo sulla gestione, in quello monistico.

¹⁴ Le IDV indicano, a titolo esemplificativo, i responsabili delle funzioni di revisione interna, conformità e gestione dei rischi.

- I principi generali della politica retributiva devono essere formalizzati ed accessibili a tutto il personale a cui si applicano. Il personale dovrebbe essere informato in anticipo sui criteri che saranno utilizzati per determinarne la remunerazione. Anche il processo di valutazione dovrebbe essere adeguatamente documentato e reso accessibile al personale.
- Inoltre, devono essere oggetto di comunicazione le informazioni riguardanti: (a) il processo decisionale utilizzato per stabilire la politica remunerativa, comprese, se del caso, le informazioni sulla composizione e il mandato del comitato per le remunerazioni, sui consulenti esterni e sul ruolo svolto da tutte le parti coinvolte; (b) il legame tra remunerazione e prestazione; (c) i criteri utilizzati per la valutazione dei risultati e l'adeguamento ai rischi; (d) i criteri di valutazione delle prestazioni sulla base dei quali viene determinata l'assegnazione di azioni, opzioni o di altre componenti variabili della remunerazione; (e) i parametri principali e le motivazioni relative alla concessione di qualsiasi altro *bonus* in natura.

Commento: non è chiaro il livello di dettaglio richiesto con riguardo a tali informazioni. Tuttavia, non dovrebbe essere necessario riportare i dati relativi alla remunerazione e ai termini specifici degli accordi con tutti i singoli dipendenti che rientrano nel campo di applicazione della Proposta.

5. Impatto sui poteri delle autorità di vigilanza

- Le politiche remunerative rientreranno nella sfera di controllo delle autorità di vigilanza facendole rientrare nell'ambito della supervisione condotta dalle autorità ai sensi della CRD.
- Al fine di garantire politiche di controllo convergenti, il CEBS dovrà garantire su base continuativa la predisposizione di linee-guida¹⁵.
- Nell'esercizio dei propri poteri di controllo, anche in materia di remunerazione, alle autorità di vigilanza dovrebbe essere garantito il potere di adottare (i) misure restrittive, sia qualitative (ad es.: potrebbero richiedere alle banche e alle imprese di investimento di ridurre il rischio insito nella loro attività, nei prodotti da queste commercializzate, nonché nei sistemi retributivi), sia quantitative (ad es.: potrebbero obbligare tali soggetti a detenere ulteriori fondi propri a fronte di tali rischi), e/o (ii) sanzioni finanziarie e non-finanziarie.

* * * *

Per qualsiasi chiarimento od ulteriore informazione in merito alle questioni oggetto della presente nota, si prega di contattare Vania Petrella (tel.: 06 6952 2204, e-

¹⁵ Allo stesso modo, il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (il *Committee of European Securities Regulators*, o CESR) dovrebbe collaborare alla stesura di tali linee-guida con specifico riferimento alle politiche remunerative degli enti finanziari di cui alla Direttiva 2004/39/CE.

mail: vpetrella@cgsh.com) o Gianluca Russo (tel.: 06 6952 2680, e-mail: grusso@cgsh.com), presso l'ufficio di Roma, oppure Valentina Zadra (tel.: 02 7260 8222, e-mail: vzadra@cgsh.com), presso l'ufficio di Milano.

CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP

ROMA

Piazza di Spagna, 15
00187 Roma, Italia
39.06.69.52.21
39.06.69.20.06.65 Fax

NEW YORK

One Liberty Plaza
New York, NY 10006-1470
1.212.225.2000
1.212.225.3999 Fax

WASHINGTON

2000 Pennsylvania Avenue, NW
Washington, DC 20006-1801
1.202.974.1500
1.202.974.1999 Fax

PARIGI

12, rue de Tilsitt
75008 Paris, France
33.1.40.74.68.00
33.1.45.63.66.37 Fax

BRUXELLES

Rue de la Loi, 57
1040 Brussels, Belgium
32.2.287.2000
32.2.231.1661 Fax

LONDRA

City Place House
55, Basinghall Street
London EC2V 5EH, England
44.20.7614.2200
44.20.7600.1698 Fax

MILANO

Via San Paolo, 7
20121 Milano, Italia
39.02.72.60.81
39.02.86.98.44.40 Fax

MOSCA

CGS&H Limited Liability Company
Paveletskaya Square, 2
Building 3, 10th floor
Moscow, Russia 113054
11.7.495.660.8500
11.7.495.660.8505 Fax

FRANCOFORTE

Main Tower
Neue Mainzer Strasse, 52
60311 Frankfurt Am Main, Germany
49.69.9.71.03.0
49.69.9.71.03.199 Fax

COLONIA

Theodor.Heuss-Ring, 9
50668 Cologne, Germany
49.221.80040.0
49.221.80040.199 Fax

HONG KONG

Bank of China Tower
One Garden Road
Hong Kong
852.2521.4122
852.2845.9026 Fax

PECHINO

Twin Towers - West
12 B Jianguomen Wai Da Jie
Chaoyang District
Beijing 100022
86. 10. 5920.1000
86. 10. 5879.3902 Fax