

Dipartimento
Impresa e Management

Corso
Amministrazione Finanza e Controllo

Executive Compensation,
impatto sulle performances aziendali e integrazione delle strategie di
incentivazione con la CSR

Relatore
Ch.mo Prof. Simone Scettri

Candidato
Nicola Gentile

Sommario

Introduzione.....	4
-------------------	---

CAPITOLO I

LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE. ASPETTI NORMATIVI E REGOLATORI E PRINCIPALI QUESTIONI DOTTRINALI

1.1 Le remunerazioni nella disciplina codicistica italiana: l'art.2389 c.c.	5
1.2 La normativa europea in tema di politica remuneratoria.....	12
1.3 Le implicazioni dello short termismo e la Direttiva 2017/828 (Shareholders Rights Directive II) ..	14
1.4 Il recepimento della direttiva in Italia	21
1.4.1 Shareholders Rights Directive in Italia: il Dlgs. 49/2019 e gli effetti sulla disciplina delle remunerazioni contenuta nel T.U.F. e nel Regolamento emittenti	22
1.5 La Politica di remunerazione nel Codice di Corporate Governance delle aziende quotate in Borsa	27
1.6 Le remunerazioni degli executive del settore finanziario (bancario e assicurativo)	34

CAPITOLO II

CORPORATE GOVERNANCE E COMPENSATION POLICY

2.1 Short e Long term incentives. Implicazioni gestionali	38
2.2 Il rafforzamento degli shareholders nelle politiche di remunerazione: il Say on pay	46
2.3 Le forme di remunerazione: equity, cash e stock option	51
2.4 Remunerazione degli Executives: il ruolo dei Proxy Advisor	62

CAPITOLO III

BEST PRACTICE CSR E COMPENSATION POLICY

Premessa.....	65
3.1 Lo stakeholders engagement ed i nuovi target d'impresa.....	65
3.2 I nuovi orizzonti manageriali: la Corporate Social Responsibility	69
3.3 Dalla Corporate Social Responsibility alla Corporate Social Performance.....	74
3.4 Corporate Social Responsibility e stakeholder theory.....	78
3.5 Le gestioni sostenibili: Best practice CSR ed Executives compensation	83

CAPITOLO IV

EXECUTIVES COMPENSATION E ESG PERFORMANCES. IL CASO DELLE SOCIETÀ
QUOTATE AL FTSE MIB

Premessa.....	89
4.1 Politica di remunerazione e misure di ESG nelle società quotate al FTSE 100 di Londra.....	90
4.2 Il caso delle società quotate al S&P500 e al FTSE All World.....	90
4.3 La situazione italiana.....	91
4.4 La sostenibilità nelle società FTSE MIB.....	92
4.5 Il legame tra le forme di Governance e la sostenibilità.....	93
4.6 Relazione tra Remunerazioni e sostenibilità nelle società quotate al FTSE MIB.....	97
4.7 Il peso degli obiettivi di ESG sulla remunerazione dei consiglieri esecutivi.....	98
4.8 Il peso degli obiettivi di ESG sulla remunerazione degli Amministratori Delegati.....	99
4.8 Short term e Long term incentives.....	101
4.9 Gli indicatori.....	102
4.10 Politiche di remunerazione e raggiungimento di obiettivi di ESG.....	103
Conclusioni.....	105
Bibliografia.....	108

Introduzione

Il seguente elaborato analizza le politiche di sostenibilità adottate nei piani di remunerazione aziendale, focalizzandone le implicazioni e le recenti tendenze. Tali politiche attraggono il tema della Corporate Social Responsibility evidenziando come la crescente rilevanza delle responsabilità sociali abbia, oggi, assunto per le imprese una portata tale da influenzarne l'orientamento delle strategie di Compensation Policies.

Nell'ottica di offrire un quadro esaustivo del tema, l'elaborato è stato sviluppato in 4 capitoli, di cui i primi 2 a contenuto generale, prettamente normativo e, gli ultimi due, dedicati al tema descritto e agli aspetti relativi alle valutazioni delle performances non finanziarie in ambito remuneratorio.

Nello specifico, il I capitolo analizza gli aspetti tipicamente regolatori, ovvero la disciplina delle politiche di remunerazione, regolata dalle fonti nazionali ed europee e, in tal contesto, estende l'analisi a specifiche normative riferite a diversi settori economici. Un approfondimento peculiare è dedicato alle previsioni del Codice di Corporate Governance che, sebbene contenga raccomandazioni dettate per le società quotate, è divenuto, nel tempo, un punto di riferimento anche per le aziende non quotate.

Il II capitolo analizza le forme di incentivazione al fisso, suddividendone la descrizione in Long Term Incentives e Short Term Incentives, nonché tra Equity, Cash e Stock Options. Inoltre, il capitolo in oggetto analizza le implicazioni gestionali delle politiche remuneratorie e le attuali attitudini in tema di coinvolgimento degli shareholders nelle decisioni assunte.

Il III capitolo introduce la consolidata prassi gestionale riferita alle società ad elevata capitalizzazione di rilevare gli impatti che l'attività d'impresa causa in ambito sociale ed ambientale, esaminando le connessioni tra policy compensation e performances non finanziarie.

L'elaborato termina (IV capitolo) con un'indagine relativa alle pratiche remuneratorie attualmente in atto tra le società quotate al FTSE MIB, ponendo l'attenzione sulla congiunzione delle stesse con il raggiungimento di obiettivi di ESG (Environmental, Social and Governance).

Il capitolo approfondisce tali aspetti comparando la posizione dell'Italia con i principali Paesi europei e accoglie un approfondimento relativo alle forme di Corporate Governance a cui le società aderiscono, integrando le proprie pratiche remuneratorie con il raggiungimento di obiettivi ESG.

L'elaborato termina con alcune personali considerazioni.

CAPITOLO I

LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE. ASPETTI NORMATIVI E REGOLATORI E PRINCIPALI QUESTIONI DOTTRINALI

1.1 Le remunerazioni nella disciplina codicistica italiana: l'art.2389 c.c.

Al pari di altri Paesi occidentali, anche l'Italia ha regolato la disciplina remuneratoria ricorrendo a svariate fonti settoriali. In tal modo è stato possibile riuscire a fornire indirizzi specifici ai diversi settori oggetto della normativa. Nel rango delle fonti, il Codice civile rappresenta un importante riferimento normativo in quanto regola le modalità remuneratorie riferite agli amministratori delle società di capitali che, se da un lato forniscono un orientamento per le aziende, dall'altro sopprimono i margini di autonomia dei soci, presentando alcune controversie di interesse dogmatico. Il compenso degli amministratori di una società di capitali, a differenza di quello dei lavoratori dipendenti, non deriva da un rapporto di lavoro tipicizzato, pertanto, gli aspetti rilevanti,

tra cui quelli che definiscono le politiche remuneratorie, assumono una configurazione diversa a seconda delle decisioni strategiche assunte dall'impresa¹. Le norme del Codice civile che trattano degli aspetti essenziali del compenso destinato agli amministratori si rinvengono sia nell'art. 2364, n. 3, che attribuisce all'Assemblea (riunita in forma ordinaria) il potere di determinare il compenso di amministratori e sindaci, se non è stabilito dallo statuto; sia nell'art. 2389 c. c. ("Compensi degli Amministratori").

Il Codice civile prevede che, nel caso di mancata previsione da parte dello Statuto (ovvero di omessa indicazione circa la relativa quantificazione della remunerazione) la misura del compenso sia stabilita al momento della nomina, o dell'atto di conferimento del mandato, degli amministratori. Nella pratica, tale misura tende a provenire dalla dimensione della società, ovvero dalla natura dello specifico incarico, oltre che dal corredo dei doveri discendenti dalla carica (cioè a differenza di altri soggetti societari come, ad esempio, i membri del Collegio sindacale o i Revisori, per i quali esistono, invece, apposite tariffe professionali)².

Nel regolare i compensi, il 2° comma dell'art. 2389 c.c. fa riferimento ad amministratori investiti di particolari incarichi e, pertanto, ad un regime retributivo difforme dall'ordinario. In questo novero non sono compresi i membri del Comitato esecutivo, né coloro che sono destinatari delle cosiddette 'deleghe atipiche' (cioè specifici incarichi assegnati in seno al Comitato esecutivo), né quanti devono svolgere incarichi estranei all'oggetto amministrativo (per i quali la società è tenuta ad una retribuzione ulteriore a quanto stabilito)³. Ciò premesso, il tenore della norma va interpretato come riferito agli incarichi degli amministratori ordinari, investiti di specifici incarichi. La determinazione del compenso può essere revisionata se la sua misura dovesse

¹ *Il credito costituito dal compenso in favore dell'amministratore di società non è assimilabile al contratto d'opera, di cui agli artt. 2222 ss. c.c. non presentando gli elementi del perseguimento di un risultato, con la conseguente sopportazione del rischio, mentre l'opus (e cioè l'amministrazione) che egli si impegna a fornire non è, a differenza di quello del prestatore d'opera, determinato dai contraenti preventivamente, né è determinabile aprioristicamente, identificandosi con la stessa attività d'impresa»* (Sez. I civ., n. 4406/17, 21 dicembre 2016, giurisprudenza stabile).

² La Cassazione ha precisato che anche il compenso al Presidente del Consiglio di amministrazione, nelle società di capitali, può essere deliberato anche dal medesimo Consiglio che rappresenta ed impegna validamente la società nei confronti dei terzi.

La competenza dell'Assemblea deve risultare espressamente, sicché, l'organo non è idoneo a siffatta determinazione nell'atto di approvazione del Bilancio, pur contenente la voce relativa alle remunerazioni degli amministratori, salvo che si tratti di assemblea totalitaria e che, nel consesso, abbia discusso lo specifico tema.

³ In dottrina, tra gli altri, Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, 1999, p. 314; in giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 5 novembre 2001, in *Società*, 2002, p. 729, con nota di A. Salvato.

apparire spropositata (in ragione dei consueti parametri valutativi), consentendone la rettifica in sede di Bilancio. In merito, il Giudice di legittimità si è così pronunciato: “in tema di determinazione dei redditi di impresa, rientra nei poteri dell'Amministrazione finanziaria la valutazione di congruità dei costi e dei ricavi esposti nel bilancio e nelle dichiarazioni, anche ove non ricorrano irregolarità nella tenuta delle scritture contabili o vizi negli atti giuridici d'impresa, sicché la deducibilità, ai sensi dell'art. 62 (ora 95, comma 5) del D.P.R. n.917 del 1986, dei compensi degli amministratori di società non implica alcun vincolo alla misura indicata nelle deliberazioni sociali o nei contratti, competendo agli uffici finanziari la verifica dell'attendibilità economica dei predetti dati”⁴.

Oltre a tali misure, occorre aggiungere che, il compenso degli amministratori non può essere elargito in assenza di un titolo, infatti, la Corte di Cassazione ha ritenuto che la sua percezione, senza che vi sia una delibera assembleare determinativa sia del corrispondente diritto che della relativa misura, integra una vera e propria “distrazione fraudolenta” e non soltanto l'illecita “destinazione preferenziale del soddisfacimento del credito”⁵. Tale sentenza ha configurato l'avallo assembleare (o statutario) non soltanto un adempimento della testuale previsione dettata dall'art. 2389 n.1 c.c., ma anche lo strumento per scongiurare l'eventuale condotta del percipiente frutto di isolato ed egoistico arbitrio⁶. Stando a tale lettura, la violazione delle norme del Codice civile sulla disciplina dei compensi degli amministratori comporterà la responsabilità per il delitto di “bancarotta fraudolenta”, laddove l'organismo venga assoggettato a procedura concorsuale.

La natura del delitto dipende dalle modalità di distrazione del compenso operata dall'amministratore; infatti, un'ulteriore disposizione della Cassazione ha ritenuto che il manager che si ripaghi dei crediti sorti da compensi per l'incarico espletato nell'interesse della società

⁴ Sez. V civ., sent. n. 24379 del 13 novembre 2016, in *C.E.D. Cass.*, n. 641732, in *Il Fisco*, 2017, fasc. 3, p. 284, con commento di A. Borgoglio, *Il fisco può sempre sindacare l'importo dei compensi agli amministratori*.

⁵ Cass. penale sez. V, della S.C. in data 23 febbraio 2017

⁶ Al proposito osserva la S.C. relativamente alla finalità della delibera assembleare, “per non costituire un mero arbitrio dell'amministratore che assuma essere congruo un qualunque compenso da lui stesso asserito, deve fondarsi su dati che ne consentano un'adeguata ed oggettiva valutazione. Dovranno così riportarsi, da parte dell'amministratore che intende sostenere la legittimità del credito, una serie di elementi di confronto, quali, ad esempio, gli emolumenti riconosciuti dall'assemblea ai precedenti amministratori, gli impegni orari osservati, i risultati garantiti, gli eventuali compensi corrisposti ai dirigenti di vertice della società, i compensi riconosciuti agli amministratori delle società del medesimo settore e di analoga grandezza, ed altri elementi di raffronto ritenuti utili”. Sez. V, sent. n. 17792 del 23 febbraio 2017, in *C.E.D. Cass.*, n. 269639,

fallita, prelevando dalla cassa sociale una somma relativa a detta attività “risponde non di bancarotta fraudolenta patrimoniale per distrazione, ma di bancarotta preferenziale”⁷.

È possibile individuare una forma di reato anche laddove la determinazione dei compensi appaia sproporzionata rispetto alla prestazione erogata, configurando, in tal caso, un’ipotesi di reato a discapito del patrimonio dell’organismo. In particolare, l’assenza di utilità della prestazione configura un’ipotesi di condotta di “ingiustificabile depauperamento” ascrivibile all’amministratore (ed a tutti coloro che, consapevoli, hanno concorso nella erogazione della indebita ricchezza a suo favore) e, qualora la società sia assoggettata a procedura concorsuale, se esistono gli estremi, è possibile l’addebito all’amministratore di ‘bancarotta fraudolenta’ (o di ipotesi sanzionatrici ad essa assimilabili, ex artt. 236 ss, l. fall.). In argomento, si riscontra un orientamento della Cass., ritraibile dalla seguente dichiarazione “integra il delitto di bancarotta fraudolenta per distrazione la condotta dell’amministratore che prelevi somme dalle casse sociali, a titolo di pagamento di competenze, ancorché su delibera del consiglio di amministrazione, in quanto la previsione di cui all’ dell’ art. 2389 c.c. stabilisce che la misura del compenso degli amministratori di società di capitali, qualora non sia stabilita nello statuto, sia determinata con delibera assembleare ...”⁸. In merito all’ipotesi in cui il socio creditore sia lo stesso amministratore, la sua condotta, volta alla restituzione in periodo di dissesto, di finanziamenti in precedenza concessi, integra l’ipotesi di bancarotta per distrazione e non quella di bancarotta preferenziale⁹ (a meno che tale ricchezza non venga assegnata al patrimonio della società come suo bene di pertinenza).

In siffatta evenienza, detta ricchezza perde la connotazione di “restituzione di prestito” assumendo quella di sottrazione di bene societario (che viene ritenuta condotta illecita nelle ipotesi in cui non sia sorretta da giustificazione dell’interesse societario)¹⁰.

⁷ Ciò grazie alla presenza dell’elemento caratterizzante di tale tipo di bancarotta rispetto alla fraudolenta patrimoniale, rappresentato dalla alterazione della par condicio creditorum, essendo irrilevante, al fine della qualificazione giuridica del fatto, (dal momento che la norma incriminatrice prescinde dalla relazione dell’autore con l’organismo societario) la specifica qualità dell’agente di amministratore della società, se del caso censurabile in sede di commisurazione della sanzione a fronte di una possibile maggior gravità, per tale ragione, del reato. Sez. V, sent. n. 48017 del 10 luglio 2015, in *C.E.D. Cass.*, n. 266311; nello stesso senso, v. Sez.V, sent. n. 5186 del 2 ottobre 2013, *ivi*, n. 260196; Sez. V, sent. n. 28077 del 15 aprile 2011, Landi, *ivi*, n. 250461, ecc.

⁸ Sez. V, sent. n. 11405 del 12 giugno 2014, in *C.E.D. Cass.*, n. 263056

⁹ *Ibidem*

¹⁰ Cfr., per esempio, Sez. V, sent. n. 41143 del 20 maggio 2014, in *C.E.D. Cass.*, n. 261250, in relazione a cui la pertinenza del bene al patrimonio societario è rilevabile inmotivazione. In questa direzione muove altra decisione della Cassazione che enuncia il “*principio ... secondo cui l’amministratore che si ripaghi dei suoi crediti*

La richiesta di disporre di una delibera assembleare, per ciò che concerne l'assunzione di decisioni relative all'erogazione di compensi, costituisce un'ulteriore garanzia della loro corretta attribuzione; in tale ottica, essa non può considerarsi implicita in quella di approvazione di Bilancio, a meno che il consesso abbia espressamente discusso e approvato la proposta di determinazione dei compensi degli amministratori in tale frangente¹¹.

Le logiche esposte evidenziano l'intenzione del legislatore di regolare le politiche remuneratorie delle società di capitali assegnando un ruolo preminente all'Assemblea e come si vedrà in seguito, al Consiglio di Amministrazione.

L'organo societario investito della funzione di stabilire i compensi degli amministratori è proprio il Consiglio di Amministrazione, mentre l'Assemblea li autorizza. Per quanto riguarda il Collegio sindacale, il legislatore non ha intenzionato esprimersi sulla formulazione della politica di remunerazione che, delineata, deve essere sottoposta solo al vaglio dell'Assemblea dei soci.

In tale cornice, a norma dell'art. 2389, comma 3, c.c., è previsto tuttavia che nell'esercizio della funzione generale di "vigilanza sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo", il Collegio sindacale sia tenuto ad esprimere un 'parere' sulla deliberazione del Consiglio di amministrazione riguardante la remunerazione degli amministratori che rivestono particolari cariche. La ratio del comma va ricercata nella volontà del legislatore di assicurare il rispetto degli interessi dei soci all'atto di emanare una delibera consiliare su una materia delicata, in quanto ritenuta riflesso di un conflitto intrinseco, per cui i sindaci, in buona sostanza, vengono ritenuti in grado di tutelare la volontà dei soci¹².

Tale parere, sebbene obbligatorio, non è stato concepito dal Codice Civile come vincolante, per cui esso si declina in un'azione di trasparenza, indispensabile ai fini della validità della delibera consiliare; nonostante ciò, quest'ultima può comunque discostarsi dalla valutazione effettuata dal Collegio Sindacale, motivandolo adeguatamente. In caso di evasione del parere, la delibera

*verso la società fallita relativi a compensi per il lavoro prestato, prelevando ovvero comunque ottenendo dalla cassa sociale una somma congrua rispetto a tale lavoro, risponde non di bancarotta fraudolenta patrimoniale per distrazione, ma di bancarotta preferenziale, grazie alla presenza dell'elemento caratterizzante di tale tipo di bancarotta rispetto alla fraudolenta patrimoniale, rappresentato dalla alterazione della par condicio creditorum, essendo irrilevante, al fine della qualificazione giuridica del fatto – dal momento che la norma incriminatrice prescinde dalla relazione dell'autore con l'organismo societario – la specifica qualità dell'agente di amministratore della società, se del caso censurabile in sede di commisurazione della sanzione a fronte di una possibile maggior gravità, per tale ragione, del reato. Sez. V, sent. n. 48017 del 10 luglio 2015, in C.E.D. Cass., n. 266311; nello stesso senso, v. Sez.V, sent. n. 5186 del 2 ottobre 2013, *ivi*, n. 260196; Sez. V, sent. n. 28077 del 15 aprile 2011, Landi, *ivi*, n. 250461*

¹¹ *Ibidem*

¹² Frè, P., *Art. 2389*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*5, Bologna, 1982, 802.

permanerebbe valida, anche se ciò potrebbe esporre gli amministratori a responsabilità se dovessero, in seguito, essere accertati interessi rilevanti in contrasto con quelli della società, ex art. 2391 c.c.¹³.

Sebbene attenuato dalla natura non vincolante, la rilevanza del giudizio espresso dal Collegio Sindacale è giustificato dalla constatazione che l'autodeterminazione dei compensi da parte degli stessi beneficiari rappresenta un atto che necessita di monitoraggio.

Il parere in oggetto deve essere reso prima che il Consiglio di amministrazione deliberi sulla materia, consentendogli un'adeguata valutazione¹⁴.

Per consentire che la consecutio delle fasi sia tale da garantire la corretta valutazione del parere, la procedura prevede che il Comitato per la remunerazione (se esistente) invii la sua proposta innanzitutto al Collegio sindacale e, solo successivamente, questa, corredata dal parere dei sindaci, venga inoltrata al Consiglio di amministrazione per la deliberazione definitiva¹⁵.

È necessario, inoltre, che il parere dei sindaci venga motivato, sia per quanto riguarda l'an che il quantum e che la loro determinazione tenga conto dei criteri elaborati dalla giurisprudenza nelle varie pronunce. Un parere completo dovrà, altresì, tenere conto dei 'Principi di comportamento del Collegio sindacale' (redatti dai Consigli nazionali dei dottori commercialisti), della best practice internazionale e, in caso di società emittenti, ai sensi dell'art. 149, comma 1, lettera c-bis), d.lgs. n. 58/1998 (come emendato dalla Consob nel dicembre 2020), delle Raccomandazioni dettate nel Codice di autodisciplina¹⁶.

Dal combinato disposto delle fonti descritte, il controllo sulla "politica della remunerazione" da parte del Collegio sindacale deve consistere, in primo luogo, nel verificare la coerenza delle proposte di remunerazione, o delle indennità e benefici, da corrispondere ai soggetti nominativamente indicati, rispetto alla politica in precedenza presentata dal Consiglio di amministrazione, sempre che quest'ultima sia stata approvata dall'Assemblea. Resta inteso che la delibera del Consiglio di amministrazione, assunta senza avere atteso il parere del Collegio

¹³ Per tale motivo, il discostamento dal parere del Collegio sindacale deve essere motivato nella delibera.

¹⁴ Minervini G., con il quale concorda S. Ambrosini, *Il collegio sindacale*, in Trattato Rescigno, 16, t. 6, Torino, 2013, p.242.

¹⁵ Ibidem, p. 650.

¹⁶ La Consob, a questo proposito, ha raccomandato che, in linea generale, spetta agli organi di controllo, nell'ambito dei doveri di vigilanza, la *verifica della corretta applicazione delle regole e best practice in materia di deliberazioni di compensi ed altri benefici*: v. Comunicazione Consob n. DCG/DSR/0051400 (nt. 31), paragrafo 1.

sindacale, sarà impugnabile ai sensi dell'art. 2388, comma 4, c.c. per non conformità alla legge¹⁷. La formulazione della disposizione codicistica in materia di impugnazione delle delibere consiliari è molto ampia, riferendosi alla generica “non conformità alla legge”, (formula che ricomprende, certamente, anche questa violazione che consiste nell'assenza del parere del Collegio sindacale prescritto dall'art. 2389, comma 3, c.c.).

È preferibile ritenere, infine, che il ‘parere’ del Collegio sindacale debba essere trasmesso anche nel caso in cui l'Assemblea abbia determinato l'ammontare complessivo, ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c., in tal caso il C.d.A. dovrà fornire un parere relativo alla ripartizione della somma al suo interno¹⁸.

L'analisi codicistica consente di desumere che la responsabilità per la corretta attribuzione della remunerazione agli amministratori investiti di particolari cariche ed ai dirigenti con responsabilità strategiche, ricada, in definitiva, in capo a due organi: il Consiglio di amministrazione ed il Collegio sindacale. Nel caso in cui tali organi non decidessero l'attribuzione dei compensi con ‘diligenza’, deliberando importi maggiori rispetto a quelli strettamente coerenti con la politica di remunerazione (approvata in Assemblea nell'esercizio precedente), il legislatore non ha fornito indicazioni procedurali, lasciando alle norme che regolano il controllo della gestione, l'onere di risolvere la questione. Mentre è chiaro per contro che, qualora gli importi attribuiti fossero inferiori a quelli dovuti, non si verificherebbe alcun danno per la società, e resta agli amministratori o ai dirigenti il diritto di chiedere la corresponsione dell'ammontare mancante. In caso di difformità della politica di attribuzione approvata, il primo rimedio esperibile (in ordine cronologico) è l'impugnazione della delibera consiliare di attribuzione dei compensi, da parte degli amministratori assenti o dissenzienti o del Collegio sindacale¹⁹.

In particolare, in relazione alle società emittenti, la disciplina, che rimanda all'art. 123-ter d.lgs. n. 58/1998 (emendato con le delibere n. 21623 e n. 21624), prevede che i compensi deliberati ex art.2389c.c. debbano essere coerenti con la politica di remunerazione approvata dall'Assemblea, salvo che l'organo amministrativo manifesti, giustifichi e pubblicizzi l'intenzione di discostarsene.

¹⁷ Entro novanta giorni, su iniziativa dello stesso Collegio sindacale o degli amministratori assenti o dissenzienti

¹⁸ Campobasso G.F. (2017), *Manuale di diritto commerciale*, p.177

¹⁹ Entro novanta giorni ex art. 2388, comma 4, c.c. per violazione di legge

Nel caso in cui gli importi deliberati risultino eccessivi, si profila violazione della legge che legittima l'impugnazione della delibera.

Qualora l'intervento sinergico dell'Assemblea, del Collegio sindacale e del Comitato remunerazione dovesse rivelarsi insufficiente ad impedire al Consiglio di amministrazione di deliberare, a favore degli amministratori con deleghe, importi maggiori di quelli dovuti, è da considerarsi applicabile l'art. 2391 c.c. che regola 'gli interessi degli amministratori'.

Gli amministratori delegati, pertanto, sono tenuti, innanzitutto, a dichiarare il proprio coinvolgimento nella delibera mentre il Consiglio di amministrazione deve motivare adeguatamente le ragioni e la convenienza per la società alla rivisitazione della retribuzione loro riconosciuta. In caso di inosservanza, la delibera approvata con il voto determinante degli amministratori con deleghe, del cui compenso si tratta, può essere impugnata dagli amministratori assenti o dissenzienti o dal collegio sindacale entro novanta giorni: il danno subito dalla società verrà quantificato nella differenza tra quanto stabilito ed approvato in sede assembleare e quanto assegnato. Il rispetto della procedura contribuisce a dimostrare la conformità della delibera consiliare all'interesse sociale²⁰.

Scaduto il termine di novanta giorni, in caso dovesse emergere la mancanza di coerenza o degli errori di calcolo, è ancora possibile l'esercizio di un'azione di responsabilità ex art. 2393 o art. 2393-bis c.c. nei confronti degli amministratori per il danno subito dal patrimonio sociale.

1.2 La normativa europea in tema di politica remuneratoria

Le istituzioni europee hanno diretto le proprie attenzioni alla questione riguardante la regolamentazione delle remunerazioni degli executives, solo a seguito della crisi del 2007-2008, in occasione dell'intensificazione dei dibattiti che coinvolsero l'opinione pubblica, gli investitori e gli organi di controllo, aventi ad oggetto le soluzioni all'evidente scollamento tra compensi elargiti e risultati conseguiti.

In tali anni, il sistema economico-finanziario avvertì la necessità di dotarsi di una normativa che limitasse la discrezionalità nello stabilire i compensi dei manager, riservando una particolare attenzione alle remunerazioni concesse agli amministratori di società quotate. L'attenzione si concentrò, in particolare, sui compensi riconosciuti ai manager operativi nel settore finanziario, che allora mostrava, con maggiore evidenza rispetto agli altri, una certa discrepanza rispetto ai

²⁰ Campobasso G.F., cit., p 719.

risultati conseguiti. In alcuni Paesi, come la Gran Bretagna, gli investitori istituzionali (in particolare i Fondi pensione, orientati al lungo termine) avevano già provveduto ad acquisire, nell'ambito della loro attività vigilanza, diritti in merito alla definizione delle retribuzioni dei vertici delle società di cui il Fondo era azionista²¹. Negli altri Paesi europei si potevano osservare solo interventi normativi sporadici, poco organici, spesso finalizzati a privilegiare il potere degli azionisti in materia retributiva tramite l'introduzione, progressiva, del principio del say-on-pay (che prevede il voto assembleare, talora solo consultivo, talora vincolante, in tema di remunerazione degli amministratori).

In tale contesto normativo, la crisi economico-finanziaria del 2007, che aveva richiesto l'intervento di vari governi a sostegno delle banche più importanti del sistema-paese, sensibilizzò l'opinione pubblica di fronte all'emergere dei numerosi scandali retributivi del settore. Fu così che, il 30 aprile 2009, l'Unione Europea emanò la Raccomandazione 2009/385/CE²² che, pur non essendo vincolante come una Direttiva ebbe, pur sempre, un effetto di stimolo, poiché il suo contenuto attrasse l'attenzione sia degli Stati Membri che di molti stakeholders, quali gli organi di controllo e di autogoverno, le associazioni di investitori e le singole società quotate.

Andando ad integrare due precedenti Raccomandazioni emanate in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate, la 2004/913/CE e la 2005/162/CE, la 2009/385/CE ha avuto il pregio di realizzare un corpus organico in tema di executive compensation, suggerendo l'adozione di una specifica disciplina delle diverse voci retributive (bonus, indennità di fine rapporto ecc.). Il senso della direttiva è stato diretto a formulare una politica remuneratoria prudente, monitorata e validata. La Raccomandazione si sofferma, altresì, sul ruolo del "Comitato remunerazioni" e dei suoi consulenti, ma la sua portata principale si evidenzia nella scelta del Financial Stability Board (FSB)²³ che, per regolare le remunerazioni del settore bancario/finanziario, ha adottato completamente gli indirizzi forniti dalla Raccomandazione (sebbene essa non fosse vincolante). La Raccomandazione è stata intesa in senso pieno ma flessibile dal Financial Stability Board laddove, nel suo mandato volto al monitoraggio del sistema finanziario, non si è proposto di proteggere e coinvolgere solo gli shareholders, preferendo rivolgere i propri indirizzi a tutti gli

²¹ Murphy K.J. (2012), *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, in *Research Handbook on Executive Pay*, edited by Randall S. Thomas-Jennifer G. Hillm, Edward Elger, Cheltenham-Northampton, p. 12

²² Il Consiglio per la stabilità finanziaria è un organismo internazionale il cui scopo è monitorare il sistema finanziario mondiale.

²³ Il Consiglio per la stabilità finanziaria, FSB, fondato nel 2009, è un organismo internazionale il cui scopo è monitorare il sistema finanziario mondiale

stakeholders del settore. Inoltre, mentre la Raccomandazione ha avuto per oggetto le remunerazioni degli amministratori di società quotate, l'FSB ha regolato i propri "Principi" anche alle politiche retributive aventi ad oggetto il personale non apicale (purché detentore di precise responsabilità in termini di influenza sui ricavi e/o profitti).

Inoltre, i principi introdotti dal Regolamento in oggetto sono stati analizzati dal Comitato di Basilea²⁴ e, successivamente, recepiti nelle Capital Requirement Directive III, IV e V (rispettivamente CRD III e CRD IV e CRD V) configurandosi come fonte principale della regolazione della materia.

Il Comitato ha introdotto le misure relative agli aspetti remunerativi degli executives operativi nel settore finanziario ispirandosi a tre principi principali²⁵:

- l'allineamento delle retribuzioni al rischio insito nelle attività svolte o controllate; - la gestione delle retribuzioni del personale direttivo e/o operativo a seconda della responsabilità (top managers, executives, bankers...); - la necessità di un monitoraggio di tali politiche da parte delle autorità di vigilanza e il coinvolgimento degli stakeholders nella loro definizione.

1.3 Le implicazioni dello short termismo e la Direttiva 2017/828 (Shareholders Rights Directive II)

Un aspetto che ha influenzato la normativa relativa alle remunerazioni è rinvenibile nello short-termismo, l'orientamento delle imprese volto alla ricerca di utili a breve termine. Si tratta di un fenomeno oggetto di diversi studi, tendenzialmente tesi a mostrare come questa prassi abbia effetti negativi sia per le realtà che lo attuano sia, più in generale, per la crescita macroeconomica e, con essa, sociale dei Paesi.

Nell'ottica delle imprese, una strategia di investimenti a breve termine si realizza a scapito di investimenti strutturali, idonei a garantire una crescita sostenibile, stabile e caratterizzati dal richiedere un impegno di lungo termine.

Sebbene alcuni studi si siano concentrati sulle conseguenze dello short-termismo per le imprese ed altri sui suoi impatti macroeconomici si tratta, evidentemente, di due aspetti che gemmano da un medesimo fenomeno per cui il suo contrasto comporta un'opposizione ad entrambi gli aspetti.

²⁴ Saly P.J. (1994), *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*, in *Journal of Accounting and Economics*, 18, p. 325.

²⁵ Per settore finanziario si intende l'insieme delle attività connesse alle operazioni finanziarie: quindi la pianificazione e la gestione degli investimenti (anche assicurativi), l'accesso al credito, le transazioni sui mercati finanziari, l'*asset management* e i servizi di consulenza finanziaria, e, infine il controllo delle finanze di una società o delle finanze pubbliche.

Un'ampia letteratura lega lo short-termismo al successo di un modello anglosassone di gestione delle imprese, che ritiene essere bene amministrata l'azienda che persegue l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti (cd. shareholder value) rappresentato dal prezzo delle azioni.

In tale ottica, i manager si sentono impegnati solo verso la realizzazione di tale obiettivo, rispondendo dei risultati di gestione immediati e non di quelli di lungo termine che non attraggono l'attenzione degli shareholders che, quasi sempre, scelgono di detenere le azioni solo nell'ottica di realizzare un capital gain.

Tale modello si è imposto come reazione alle 'teorie managerialiste' diffuse degli anni '60 del secolo scorso, secondo le quali le grandi corporations, in quanto parti della comunità in cui operano, hanno una responsabilità sociale che le impegna a farsi carico non solo degli interessi degli azionisti, ma anche dei dipendenti, dei clienti e delle popolazioni locali. Milton Friedman, in un articolo che viene ancora considerato il testo base per il nuovo modello d'impresa, ha sostenuto che le teorie managerialiste violassero un principio fondamentale del mercato: vale a dire il principio per il quale "la responsabilità sociale del business è aumentare i profitti"²⁶. Successivamente, Michael Jensen, altro autore appartenente alla stessa scuola, ha precisato che, per far sì che gli amministratori delle società quotate si dedicassero, esclusivamente, a realizzare profitti, fosse necessario rafforzare il controllo dei mercati finanziari sul loro operato nell'intento di far coincidere gli interessi perseguiti dagli amministratori con quelli degli azionisti. Ciò sarebbe potuto accadere, ad avviso di Jensen, qualora gli amministratori fossero stati pagati in azioni della società che dirigevano²⁷. A partire dagli anni '70 del secolo scorso, queste idee si diffusero dapprima negli Stati Uniti e nel Regno Unito e rapidamente nel resto dell'Europa.

È opinione condivisa che, proprio la loro diffusione sia stata alla base del rafforzamento, in ambito manageriale, di una visione a breve termine che ha svalutato l'attenzione ai "fattori ambientali e sociali" coinvolti. L'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti ha motivato,

²⁶ *In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employe of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom. Of course, in some cases his employers may have a different objective. A group of persons might establish a corporation for an eleemosynary purpose—for example, a hospital or school. The manager of such a corporation will not have money profit as his objective but the rendering of certain services.* Milton Friedman, The New York Time, 13 settembre 1970

²⁷ Cornford A. (2020), *The Primacy of Shareholder value: Reflections on the roles of Milton Friedman and Michael Jensen*, in Ideas

infatti, gli amministratori delle società a cercare di realizzare profitti in tutti i modi possibili, concentrandosi solo sull'esercizio in corso.

Il modello gestionale descritto ha diffuso una maggiore propensione al rischio, per cui il controllo dei mercati finanziari sugli amministratori delle società quotate è stato auspicato dai fautori del nuovo modello di impresa sulla base della cosiddetta "ipotesi dell'efficienza dei mercati finanziari": i prezzi dei titoli scambiati su questi mercati, è stato sostenuto, sono stabiliti da investitori professionali, quali i gestori di Fondi d'investimento, che dispongono di enormi somme di denaro raccolte presso l'esteso pubblico dei risparmiatori. Sono tali professionisti dell'investimento, investitori istituzionali, ad avere bisogno di analizzare l'andamento delle società, di valutarne le prospettive future e di decidere se acquistare o vendere le azioni detenute. L'analisi del mercato realizzata da tali soggetti viene premiata se ben strutturata, perché i risparmiatori offrono loro i propri risparmi negandoli a chi invece sbaglia le proprie valutazioni. Tale meccanismo spiega che grazie agli investitori professionali, il risparmio affluisce alle imprese con migliori prospettive di reddito facendo sì che i mercati finanziari garantiscano l'allocatione ottima dei capitali (ovvero l'attribuzione di maggiori risorse dove esse rendono di più).

La dinamica descritta, tuttavia, sebbene convincente, incontra alcune farraginosità nella modalità di gestione del risparmio da parte dei Gestori dei fondi i quali, più che fare previsioni di lungo periodo sull'andamento delle imprese, tendono ad investire prestando attenzione ad un unico driver: la quotazione a breve delle loro azioni.

Investono cioè, attenzionando l'orizzonte tipico dei mercati azionari, sempre attenti al breve termine. Questo modo di operare si spiega in quanto ricollegato sia alle remunerazioni dei gestori, legate ai risultati di breve termine, sia alla pressione dei clienti dei fondi che hanno aspettative di rendimenti rapidi e consistenti. Il rischio è che i clienti dei fondi ritirino i propri capitali in caso di insoddisfazione.

Sottoposti a tale pressione, i gestori valutano la profittabilità degli investimenti sia in base agli utili ottenuti nell'ultimo trimestre dalle società che per l'ammontare dei dividendi distribuiti. L'architettura descritta influenza anche l'agito degli amministratori delle società quotate che, nella consapevolezza di essere valutati dal mercato finanziario in base agli utili realizzati, danno priorità alle operazioni che promettono rendimenti immediati e a distribuire agli azionisti un'ampia quota degli utili realizzati, sottraendoli all'impresa. L'ottica gestionale descritta promuove anche scelte di riduzione dei costi, in quanto assicurano redditività più elevate. Inoltre, per sostenere la quotazione delle società nei mercati azionari, gli amministratori si mostrano disposti a rinunciare

a nuovi progetti di investimento e a chiudere impianti operativi con conseguente licenziamento dei dipendenti.

La politica di remunerare i manager con le azioni societarie ha rappresentato un ulteriore incentivo al loro operare nel breve termine, persuadendoli ad allineare le strategie a breve termine con le attese degli intermediari finanziari.

Lo short-termismo è evidente anche nell'accresciuta pratica di acquisizione di azioni proprie (una tendenza che, negli ultimi decenni, negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha assunto dimensioni particolarmente incisive)²⁸. L'acquisto di azioni proprie è una prassi che riduce l'entità dei capitali disponibili destinabili a investimenti in attività produttive che creano posti di lavoro, ma è anche una prassi che, determinando un aumento del prezzo delle azioni, favorisce le speculazioni. I dati empirici mostrano che proprio in tali frangenti molti manager esercitano il diritto associato alle stock options loro assegnate, acquistando le azioni e beneficiando personalmente di un'attività che prescinde dalle loro capacità.

Lo short-termismo, unito alla previsione retributiva secondo la quale i top managers vengono retribuiti con stock options, hanno rappresentato un viatico che ha fatto sì che le quotazioni costituissero il vero oggetto d'interesse della gestione.

L'ottica di breve periodo si è tradotta, così, in un presupposto per la crescita della disoccupazione, dei fallimenti e della generale riduzione di Pil.

Lo short-termismo ha favorito, in definitiva, l'investimento nei mercati finanziari di capitali che avrebbero potuto essere investiti nell'economia reale creando equilibri che non riflettono le reali potenzialità economiche.

In conclusione, lo short-termismo ha favorito lo sviluppo dei mercati finanziari a scapito degli investimenti in attività produttive, facendo sì che la ricerca degli utili a breve termine producesse conseguenze di lungo termine. Esso produce infatti, a lungo andare, profitti per azionisti e manager, ma non posti di lavoro.

Per tali motivi lo short-termism ha costituito motivo di preoccupazione per le istituzioni europee che, nell'ottica di contenere gli effetti descritti, sono intervenute con l'emanazione della Direttiva 2017/828 che ha modificato la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli

²⁸ L'economista americano William Lazonick ha dimostrato che 449 tra le maggiori società statunitensi dell'indice S&P 500 hanno speso, nel periodo 2003-2012, il 54% degli utili nell'acquisto di proprie azioni sul mercato aperto. Poiché nello stesso periodo i dividendi distribuiti da quelle società hanno assorbito il 37% degli utili, solo il 9% degli utili rimase per investimenti.

azionisti di società quotate (Shareholder Rights Directive, SHRD 2) incoraggiando l'impegno a lungo termine. La Direttiva è stata emanata dal Parlamento e dal Consiglio europeo il 20 maggio 2017²⁹.

La Direttiva accenna alle cause dello short-termismo che condizionano la gestione di tali società, ed illustra i rimedi che gli Stati nazionali devono adottare. In merito agli obiettivi perseguiti, così si legge nel considerando 2: “la crisi finanziaria ha messo in evidenza che, in molti casi, gli azionisti hanno sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine da parte dei dirigenti. Inoltre, vi sono prove evidenti della frequente inadeguatezza e dell'attenzione troppo incentrata sui rendimenti a breve termine dell'attuale livello di controllo delle società partecipate e di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, che possono condurre a un governo societario e a risultati non ottimali”³⁰. Una volta chiarite le distorsioni dello short-termismo, la direttiva ha provveduto ad individuarne i rimedi. Secondo la direttiva occorre, in primis, indurre gli intermediari finanziari a monitorare l'attività delle società di cui detengono le azioni; migliorare la trasparenza e la pubblicità delle remunerazioni degli amministratori la cui configurazione dovrebbe essere sottoposta al voto assembleare ma, soprattutto, è stato ritenuto necessario incentivare la partecipazione degli azionisti alle Assemblee delle società.

Quest'ultimo punto è ritenuto quello centrale della direttiva³¹.

L'idea che un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario potrebbe migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società era già alla base anche della direttiva 2007/36, nuova è invece l'idea, secondo la quale “per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine deve essere incoraggiato il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario”³². La Direttiva, dunque, ha assegnato al coinvolgimento degli azionisti nel governo delle società la soluzione al problema, non avendo cura di estenderlo agli altri stakeholders. La Direttiva, inoltre, ha attribuito all'Assemblee degli azionisti un ruolo di primo piano, essendo stata chiamata a decidere sulla ripartizione degli

²⁹La direttiva è entrata in vigore il 3 settembre 2020

³⁰ Direttiva 2017/828, Considerando n.2

³¹ Si legge infatti nel considerando 14 che: *“un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite”*.

³² Direttiva 2017/828, Considerando n.14

utili ex art.2433 c.c. o sull'acquisto di azioni proprie ex art.2357, comma 2° c.c. sottintendendo che, in questi casi, occorre perseguire interessi di lungo termine. La direttiva tace circa il modo di dividere gli utili tra dividendi e nuovi investimenti, e sui limiti da rispettare nel destinare gli utili agli acquisti di azioni proprie, limitandosi a suggerire una maggiore partecipazione degli azionisti alle assemblee, dettando norme che riguardano le modalità di convocazione, le informazioni da rendere pubbliche prima dell'assemblea, la formazione dell'ordine del giorno, la legittimazione all'intervento e al voto e regolando altri aspetti marginali del procedimento assembleare. Per stabilire che le norme introdotte dalla Direttiva servano effettivamente a contrastare lo short-termismo occorrerebbe supporre che gli azionisti, una volta incentivati a partecipare alle Assemblee della società, votino poi in modo da contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari della società, avendo cura di considerare anche i fattori ambientali e sociali³³. La Direttiva ha supposto che gli azionisti votino per destinare la gran parte degli utili a investimenti di lungo termine, anzi, più esattamente, a investimenti che, per far fronte ai “fattori sociali e ambientali”, creino nuovi posti di lavoro, aumentino i salari ai dipendenti e introducano innovazioni ecologiche³⁴.

In realtà, in base alle osservazioni empiriche, nelle Assemblee di società quotate, gli azionisti, che in qualche modo contano, sono i gestori dei fondi (investitori istituzionali), in quanto detentori di elevate percentuali del capitale azionario. Per incentivare le società quotate a adottare strategie di lungo periodo attente ai “fattori sociali e ambientali”, sarebbe pertanto necessario convincere i gestori di fondi a prodigarsi affinché le società di cui detengono le azioni operino in tal senso. Tale attesa sembra alquanto difficile se si osservano la prassi economico-finanziaria in quanto, anche se un gestore di fondi decidesse di interessarsi ai rendimenti di medio o lungo periodo, lo farebbe unicamente in presenza di aspettative di crescita delle quotazioni. Ciò implica la necessità di garantire quest'ultimo presupposto.

Ne segue che le implicazioni della Direttiva potrebbero indurre i gestori ad impadronirsi rapidamente delle notizie idonee a influenzare le valutazioni relative all'andamento delle quotazioni, esponendo al rischio di sollecitare pratiche di ‘insider trading’. Si rischia di creare, in tal guisa, una scissione tra l'attività di controllo della gestione di un'impresa e l'attività di speculazione sulle sue azioni. Ciò espone all'ulteriore rischio di fornire al mercato

³³ Valensise P. (2019), *Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte*, in *Società*, n.18

³⁴ *Ibidem*

una quotazione di borsa di una società che non rappresenti il suo reale valore³⁵. In tale contesto, anche ancorare le remunerazioni degli executives ai risultati di tali società diviene improprio, dovendosi riconoscere che questi ultimi non deriverebbero direttamente dalle loro capacità!

Inoltre, le misure introdotte dalla Direttiva potrebbero assoggettare il prezzo delle azioni a brusche oscillazioni che nulla hanno a che fare con la gestione delle imprese, pertanto collegare i compensi degli executives a tali dinamiche risulta, anche in quest'ottica, improprio. La necessità che i gestori di fondi si occupino della gestione delle imprese è ben condivisa dalla direttiva 2017/828 nell'ottica di mirare a fare dell'attivismo degli intermediari finanziari una leva per indurre le società a cercare risultati a lungo termine³⁶.

La direttiva contiene una richiesta rivolta agli intermediari finanziari di elaborare e comunicare al pubblico una politica di impegno nelle società partecipate o, in alternativa, di spiegare il motivo che li ha indotti a non procedere in tal senso. Tale politica deve illustrare anzitutto le modalità con cui gli intermediari finanziari integrano tale impegno nella loro strategia di investimento e deve chiarire "le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno"³⁷.

Tali misure tendono a destabilizzare il ruolo del management societario in termini di gestione in un'ottica di creazione di shareholder value esigendo un allineamento tra gli interessi degli azionisti e quelli personali degli amministratori e degli alti dirigenti delle società.

Anche la pratica diffusasi negli ultimi decenni di compensare i top managers con pacchetti retributivi costituiti da uno stipendio fisso e da bonus, stock options, stock grant, phantom stock option ecc. finisce per perdere senso, essendo determinati dai gestori dei fondi³⁸. La direttiva

³⁵ Valensise P. (2019), cit.

³⁶ Si legge infatti nel considerando 15 che "l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per la società che per gli investitori".

³⁷ Art. 3-octies della direttiva e art.124-quinques TUF

³⁸ Pan L. (2013), *A Contemporary Literature Review Of Corporate Governance: An Overview*, Working Paper.

2017/828 non si occupa di tale aspetto, tuttavia per indurre gli amministratori di società quotate a investire nel lungo termine ha previsto che i loro compensi siano sottoposti al voto dell'Assemblea degli azionisti (divenuto vincolante, come si vedrà in seguito, con gli ultimi interventi del legislatore del 2020) e siano resi pubblici sul sito internet della società amministrata.

Nonostante ciò, non sembra intravedersi una soluzione al problema di un management che opera nel senso del perseguimento di obiettivi personali essendo, ad esempio, bastevole che esso induca l'Assemblea a ritenere necessario un acquisto di azioni proprie.

Al legislatore comunitario si presentavano due vie contrapposte per evitare tale prassi, la prima delle quali consistente in una limitazione dell'autonomia delle società quotate, disincentivando la distribuzione di dividendi ritenuti eccessivamente elevati e l'acquisto di azioni proprie; la seconda ponendo fine a forme di retribuzione aventi la caratteristica di risultare allineate con le strategie di investimenti a breve dei gestori dei fondi. Un ulteriore rimedio consisteva nel lasciare piena autonomia alle società, chiedendo loro solo di agire con trasparenza e di far conoscere al pubblico il loro *modus operandi* anche con riferimento alle politiche di remunerazione.

La direttiva ha scelto quest'ultima via in quanto preferita dai fautori del libero mercato, convinti che la trasparenza e la pubblicità siano rimedi sufficienti a indurre le società ad autoregolarsi e ad agire nel modo più consono all'interesse degli azionisti.

1.4 Il recepimento della direttiva in Italia

La direttiva 2017/828 è stata recepita in Italia dal D. Lgs. n. 49/2019 che ha provveduto anche a regolare alcuni aspetti della Relazione sulla remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche di società quotate (si tratta di un report già previsto dall'art. 123-ter del TUF, ora ridenominato "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti")³⁹. La disciplina innovativa

³⁹ Come infatti osservato nei *considerando* della SHRD 2, "gli amministratori contribuiscono al successo a lungo termine della società. La forma e la struttura della remunerazione degli amministratori sono questioni che rientrano essenzialmente nella competenza della società, dei suoi consigli, degli azionisti e, ove del caso, dei rappresentanti dei dipendenti. [...] Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società".

prevede che le informazioni richieste vengano inserite nelle Relazioni delle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari.

Il decreto ha avuto implicazioni sulle disposizioni relative alla remunerazione contenute nel T.U.F. e sul Regolamento emittenti.

Il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto più semplicemente come testo unico della finanza, T.U.F., è la principale fonte normativa vigente nella Repubblica Italiana in materia di finanza e di intermediazione finanziaria, pertanto, gli enti che si occupano di finanza e intermediazione finanziaria, oltre alle norme del Codice civile, devono attenersi alle disposizioni del T.U.F. Per comprendere la portata del D. Lgs. 2019/49 sulle innovazioni all'art. 123 ter del T.U.F. è opportuno descrivere come quest'ultimo si sia sviluppato nel tempo.

Inizialmente, in attuazione della raccomandazione 2004/913/CE della Commissione, nel 2010, l'art. 24 della legge n. 96 prevede a fornire delega all'esecutivo per l'adozione di un decreto legislativo per l'attuazione delle sezioni II (Informazioni sulla politica delle remunerazioni) e III (Informazioni sulla remunerazione dei singoli amministratori). La legge ha delegato il Governo anche a regolare quanto disposto dalla sezione II, paragrafi 5 (Informazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori) e 6 (Voto degli azionisti), previsti dalla Raccomandazione 2009/385/CE. Ne scaturì il D. Lgs. 30 dicembre 2010, n. 259 che ha rafforzato l'obbligo d'informazione preventiva sulla retribuzione degli amministratori, da realizzarsi ricorrendo a pubblicazione, almeno ventuno giorni prima della data in cui viene fissata l'assemblea ordinaria annuale, di una "Relazione sulla remunerazione".

1.4.1 Shareholders Rights Directive in Italia: il Dlgs. 49/2019 e gli effetti sulla disciplina delle remunerazioni contenuta nel T.U.F. e nel Regolamento emittenti

La legge delega successiva alla SRDII ha integrato il T.U.F. introducendo l'art. 123-ter che, al 2° comma, stabilisce che occorre redigere una Relazione sulla remunerazione, un resoconto da articolare in due sezioni⁴⁰:

La Prima Sezione rimanda all'illustrazione della politica di remunerazione dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche, soffermandosi anche sull'individuazione dei compensi

⁴⁰ In data 23 dicembre 2011 la Consob ha pubblicato la delibera n. 18049 con cui modificava il Regolamento Emittenti. Con tale documento, la Consob ha dato attuazione alla delega contenuta all'art. 123-ter TUF, tenendo nel debito conto sia le nuove disposizioni emanate dalla Banca d'Italia e dall'Isvap (oggi IVASS), sia le novità introdotte nell'ambito dell'autoregolamentazione.

previsti per l'esercizio successivo e, a scelta, anche oltre, (rendendo, comunque, note le procedure impiegate). La Seconda Sezione del resoconto indica le composizioni analitiche dei compensi corrisposti o di competenza dell'esercizio, segnalando i nominativi dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e dei direttori generali che ne beneficiano. Salva diversa indicazione prevista in via regolamentare dalla Consob, i compensi dei dirigenti con responsabilità strategiche possono essere resi noti in forma aggregata.

L'art. 123-ter, comma 3, T.U.F. stabilisce che l'Assemblea dei soci si esprima sui contenuti della Prima Sezione della relazione e che gli esiti del voto siano resi noti. La Relazione dovrebbe indicare 4 elementi⁴¹:

- La composizione del pacchetto retributivo o pay mix;
- I parametri di performance cui è legato il variabile e che rispecchiano la strategia dell'impresa;
- L'algoritmo che lega la performance e il premio;
- Il confronto con altre aziende comparabili (peer group) e come si è evoluta la remunerazione delle figure apicali rispetto al passato;
- La previsione delle buone uscite o di altri meccanismi di pagamento.

Il 6° comma dell'art. 123-ter T.U.F. regola il momento consultivo-deliberativo delle "politiche di remunerazione" ed assegna un importante ruolo all'Assemblea degli azionisti nel procedimento di determinazione della politica di remunerazione. È, infatti, previsto un meccanismo noto come del "say-on-pay", a cui è successivamente collegato un ulteriore obbligo di disclosure sugli esiti della votazione ex art. 125-quater, co. 2, T.U.F.⁴²

Per quanto riguarda la sezione seconda della "relazione sulla remunerazione", prevista dall'art. 123-ter T.U.F. 4° comma, essa deve illustrare i contenuti del trattamento retributivo, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma corrisposto dalla società o da sue controllate agli executives⁴³.

Tale analiticità non è stata prevista in riferimento ai compensi dei dirigenti con responsabilità strategiche, per i quali è prevista un'informativa cumulativa, dovendosi specificare solo il numero dei soggetti remunerati (ad eccezione di società aventi requisiti dimensionali specifiche, per le

⁴¹ T.U.F., art.123 *ter*, 3

⁴² L'attribuzione di competenze deliberative non vincolanti all'assemblea ordinaria fa sorgere la questione sul rapporto esistente tra la norma in commento e l'art. 2389 c.c. Al riguardo, appare dirimente il comma 6 dell'art. 123-ter t.u.f., il quale dispone che "fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lett. a), c.c., e dall'art. 114-bis, l'assemblea convocata [...] delibera (in modo non vincolante) in senso favorevole o contrario" sulla prima sezione della relazione, che illustra la "politica di remunerazione" e il relativo procedimento d'adozione e attuazione.

⁴³ Componenti degli organi di amministrazione e di controllo, nonché ai direttori generali

quali, occorre indicare i singoli nominativi dei soggetti che hanno beneficiato di remunerazioni superiori a quelle erogate ai componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché ai direttori generali)⁴⁴.

Già la delibera Consob n. 18049 del 2011 (che si è tradotta in una modifica del T.U.F.) stabilì che occorresse fornire un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o risoluzione del rapporto di lavoro, dimostrando che esse aderissero alla politica in materia di remunerazioni approvata nell'esercizio precedente. Nella seconda parte della sezione, invece, è richiesta l'illustrazione dei compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento dalla società e da eventuali società controllate e collegate. L'art. 123-ter T.U.F., al comma 5, prescrive che alla Relazione devono essere allegati anche i Piani di compenso a lungo termine di cui all'art. 114-bis T.U.F., oppure indicare la sezione del sito Internet in cui siano reperibili.

La Relazione sulle remunerazioni non rientra tra i documenti da sottoporre a verifica di coerenza da parte della società di revisione ai sensi dell'art. 123-bis, co. 4, T.U.F., tuttavia, se dovesse essere contenuta nella Relazione sulla gestione, tale verifica, viene richiesta insieme all'accertamento dell'effettiva presenza delle informazioni.

Il recepimento della SHRD2 da parte del D. lgs n.49 del 2019 ha riformulato l'art. 123-ter del TUF, stabilendo la necessità di una descrizione "in modo chiaro e comprensibile" della Politica di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti investiti da responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo nonché, "fermo restando quanto previsto dall'art. 2402 del codice civile, dei componenti degli organi di controllo".

Il nuovo comma 3-bis dell'art. 123-ter, stabilisce che la Politica di remunerazione deve contribuire "alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società", illustrando "il modo in cui fornisce tale contributo".

Il decreto ha, altresì, provveduto ad individuare un ruolo dell'Assemblea dei soci con riferimento alla Politica di remunerazione, modificando il precedente regime ed introducendo, nel nuovo comma 3-ter dell'art. 123-ter T.U.F., la previsione che il voto da essa reso sulla prima sezione della relazione (ovvero sulla politica di remunerazione) abbia natura vincolante.

Il nuovo comma 3-bis dell'art. 123-ter prevede la possibilità per gli 'emittenti' di stabilire, la periodicità con cui sottoporre al voto assembleare la politica di remunerazione, fermo restando che

⁴⁴ ASSONIME, Circolare n. 8/2012, p. 15

tale termine debba garantire almeno un voto ogni tre anni e comunque in occasione di ogni sua modifica.

A differenza delle previsioni dell'art.9-bis, paragrafo 5, della SHRD 2, che chiama in causa le sole modifiche rilevanti, la norma introdotta dal D. Lgs. n. 49/2019 fa riferimento a "qualsivoglia modifica" della politica di remunerazione.

Il nuovo comma 3-ter dell'art. 123-ter dispone, inoltre che, laddove il voto assembleare non fosse favorevole, la società è tenuta a corrispondere remunerazioni "conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea" o, in mancanza, "conformi alle prassi vigenti".

L'esito negativo del voto prevede che l'emittente sia, comunque, tenuto a sottoporre nuovamente al voto dei soci una Politica di remunerazione innovativa rispetto a quella respinta al più tardi in occasione della successiva assemblea annuale chiamata ad approvare il Bilancio.

Il nuovo comma 6 dell'art. 123-ter TUF introduce un'ulteriore novità in cui si stabilisce che debba essere sottoposta al voto dei soci anche la seconda sezione della Relazione chiamata a fornire "in modo chiaro e comprensibile" una rappresentazione adeguata di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali nonché, in forma aggregata, dei dirigenti con responsabilità strategiche e una illustrazione analitica dei compensi corrisposti nell'esercizio precedente.

La Seconda sezione dovrà altresì illustrare "come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione" e dovrà essere sottoposta al voto consultivo degli azionisti annualmente, in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio.

Votazioni separate, consentiranno agli azionisti di esprimersi (i) in modo vincolante, sulla politica di remunerazione e (ii) in via consultiva, sulla relazione sui compensi corrisposti, anche con un voto "disgiunto". Infine, il comma 8-bis dell'art. 123-ter del T.U.F., innovando il precedente tenore dell'articolo, attribuisce al soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti l'onere della verifica dell'avvenuta predisposizione, da parte degli amministratori, della seconda sezione della Relazione sulla remunerazione. Nei confronti del revisore che ometta di verificare l'avvenuta predisposizione della seconda sezione è applicabile una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 100.000⁴⁵. Mentre l'art. 123-ter del T.U.F. è applicabile solo alle società quotate, l'art. 114-bis fa riferimento agli 'emittenti', ovvero alle società autorizzate ad emettere strumenti finanziari successivamente diffusi tra il pubblico.

⁴⁵ Tale obbligo è peraltro specificatamente presidiato dal nuovo comma 1-*sexies* dell'art. 193 TUF

Nel caso in cui le società siano emittenti non di azioni ma di obbligazioni quotate esse sono sottoposte agli obblighi pubblicitari imposti dall'art. 114-bis T.U.F. solo laddove esse impieghino Piani di compenso che prevedono il ricorso a strumenti finanziari⁴⁶.

Almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale⁴⁷ la Relazione sulle remunerazioni dev'essere resa accessibile presso la sede sociale, pubblicata nel sito Internet della società e pubblicizzata ricorrendo alle varie modalità indicate dall'art. 65-bis del Regolamento Emittenti⁴⁸. Quest'ultimo ha subito, nel tempo, una serie di modifiche. Dando attuazione alla delega contenuta all'art. 123-ter T.U.F., (e tenendo nel debito conto le disposizioni emanate dalla Banca d'Italia e dall'Isvap-oggi IVASS, nonché dalle norme di autoregolamentazione) in data 23 dicembre 2011 la Consob ha pubblicato la delibera n. 18049 che ha modificato il Regolamento Emittenti.

L'art. 84-quater del Regolamento emittenti e, in particolare, lo Schema 7-bis nell'Allegato 3° è stato introdotto per indicare tutte le informazioni che devono essere fornite nella Relazione sulla remunerazione. Con la recente delibera Consob n. 21623 del 10.12.2020 è stato stabilito che la Relazione debba riguardare, non più le voci relative alle "Remunerazioni" quanto "alla Politica in materia di remunerazione e i compensi corrisposti".

Permane la differenza rispetto a quanto disposto dal par. 3.2 della Raccomandazione 2004/913/CE per cui tra le varie informazioni non è stata prevista alcuna 'sintesi dell'applicazione della politica sulle remunerazioni del precedente esercizio finanziario'⁴⁹.

Si tratta di un divario che impedisce agli azionisti di rilevare e apprezzare i mutamenti significativi intervenuti in materia di compensation policy.

L'allegato 3A, Schema 7-bis, consente, comunque, di indicare altre informazioni supplementari. La delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 modificata successivamente con delibere n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 19925 del 22 marzo 2017, n. 19974 del 27 aprile 2017, n. 21396 del 10 giugno 2020 e n. 21624 del 10 dicembre 2020, detta i principi ai quali le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi UE e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, si attengono al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e

⁴⁶ Beghetto A. (2012), *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in Nuove leggi civili commentate, p. 70 ss.

⁴⁷ Anche in assenza di variazioni alla politica sulle remunerazioni dell'esercizio precedente

⁴⁸ La relazione sulle remunerazioni societarie può essere anche accorpata a quella sul governo societario, fuori dalla relazione sulla gestione, oppure contenuta nella relazione sulla gestione, che a sua volta potrebbe contenere pure quella sul governo societario.

⁴⁹ Beghetto A., cit.,

procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o per il tramite di società controllate.

Il Regolamento conseguente ha una rilevante funzione in termini di assicurazione della trasparenza e della correttezza sostanziale della procedura con cui il Consiglio assume decisioni rischiose per l'interesse sociale⁵⁰.

In particolare, il Regolamento "Parti Correlate" si rivolge alle suddette, individuandole nelle seguenti categorie⁵¹:

una società se: (a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone: (i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; (ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; (iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti; (b) è una società collegata della società; (c) è una joint venture in cui la società è una partecipante; (d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante; (e) è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d); (f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto; (g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata. A tali categorie occorre aggiungere, dal 20 dicembre 2020 (con entrata in vigore a luglio 2021), anche i soggetti e le operazioni definite 'correlate' dai 'principi contabili internazionali' adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002.

1.5 La Politica di remunerazione nel Codice di Corporate Governance delle aziende quotate in Borsa

Il Codice di Autodisciplina delle aziende italiane quotate in Borsa (ora noto come Codice di Corporate Governance) regola alcuni aspetti della loro operatività, nonché le loro politiche di remunerazione, specificando che si riferiscono, unicamente, agli 'Executive' intesi come gli Amministratori Esecutivi e ai Dirigenti muniti di responsabilità strategiche.

⁵⁰ Michieli V. (2016), *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, p.118

⁵¹ Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 successivamente modificato con delibere n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 19925 del 22 marzo 2017 e n. 19974 del 27 aprile 2017, n. n. 21396 del 10 giugno 2020 e n. 21624 del 10 dicembre 2020

Il nuovo Codice di Corporate Governance (CG), entrato in vigore nel 2021 è rivolto alle società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario ma costituisce un punto di riferimento, in termini di best practice in materia di governance, per tutte le società.

Tra le novità è stata prevista la non preclusione della partecipazione del Presidente indipendente ai comitati [purché la maggioranza dei loro componenti sia rappresentata da altri indipendenti e purché non presieda il comitato remunerazione e il comitato controllo e rischi (art.2.7)]⁵².

Inoltre, a proposito dei comitati, il nuovo Codice ribadisce che, ricorrendo certe condizioni (a volte graduate in relazione alla tipologia di società), essi non sono da ritenersi obbligatori.

Purché sia fornita di ciò adeguata informativa, è stata stabilita, tra l'altro, la possibilità di accorpare o distribuire in modo differente da quello tipizzato, tutte le funzioni dei comitati (art. 3.16)⁵³.

Il Codice si mostra sensibile al problema di selezione avversa che può indurre a determinare un alto rischio associato alle responsabilità, nonché ad un modesto livello delle remunerazioni assegnate agli amministratori non executives e ai componenti l'organo di controllo. Di qui, l'invito, in fase di attribuzione delle remunerazioni, a tener conto della competenza e della professionalità e a parametrare le retribuzioni (anche per i non esecutivi e per i componenti l'organo di controllo) alle pratiche di remunerazione diffuse nei settori di riferimento per società di analoghe dimensioni.

In tal caso occorre tenere conto anche delle esperienze estere comparabili e, se necessario, di avvalersi di consulenti indipendenti (art. 5.25 d). Nell'ultima rivisitazione non sono state riviste le regole relative alle remunerazioni degli Executives.

A tale proposito, il Codice stabilisce che la remunerazione degli Executive dovrebbe essere stabilita in misura adeguata ad attrarli, trattenerli e motivarli, suggerendo, anche, di creare le condizioni per garantire che le retribuzioni siano idonee a coordinare gli interessi del management con il rispetto dell'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti, in un orizzonte di medio-lungo periodo. Infine, la politica delle remunerazioni viene descritta dal Codice necessariamente funzionale ai risultati economici raggiunti e/o ad obiettivi specifici.

⁵² Note sulla figura del Presidente del Consiglio di Amministrazione nel Codice di Autodisciplina, in Scritti in onore di Ermanno Bocchini, Padova, 2016, vol. II, 673 ss.

⁵³ Entra nel Codice (art. 3.18) la figura del segretario, con un profilo assai più consistente del mero board, il quale *“supporta l'attività del presidente e fornisce con imparzialità di giudizio assistenza e consulenza all'organo amministrativo su ogni aspetto rilevante per il buon funzionamento del sistema del governo societario”*.

La politica remuneratoria regolata dal Codice si ispira ad una serie di principi che, nella loro attuazione concreta, rimandano all'adozione del sistema Pay for Performance (P4P) che comporta che una parte rilevante dei compensi elargiti ad un manager sia progressivamente variabile e correlata al conseguimento di specifici obiettivi⁵⁴.

Per soddisfare le esigenze di tutelare gli interessi degli stakeholders, la compensation policy degli Executives fa ricorso ad un mix equilibrato di componenti: remunerazione fissa, benefit, perquisite, variabile di breve (che richiede l'adozione del criterio gestionale del Management by Objectives o MBO) e variabili di lungo termine (Long Term Incentive o LTI).

Una volta stabilita la componente fissa, che rappresenta la percentuale maggiore della retribuzione, quella variabile, di breve termine, tendenzialmente, viene elargita in forma liquida, e corrisponde ad un importo che viene riconosciuto al raggiungimento di specifici obiettivi (es. fatturato conseguito in un intervallo temporale prestabilito, di regola annua).

La componente variabile di lungo termine viene, invece, agganciata a risultati conseguiti in un arco temporale più lungo, generalmente pari a tre anni, riuscendo, così, ad orientare il top management verso la sostenibilità della performance nel tempo.

In base al corretto impiego di tali strumenti, la compensation policy dovrà individuare il giusto equilibrio tra le componenti fisse e variabili, nella consapevolezza che una preponderanza del fisso non incentiva l'ottimizzazione delle performances e viceversa, che l'eccessiva attenzione alla quota variabile espone ad una gestione eccessivamente esposta al rischio⁵⁵. Inoltre, il Codice raccomanda che l'incidenza delle componenti rispecchi i diversi livelli di responsabilità assunti dagli Executives per cui, laddove questi ultimi fossero elevati sarebbe opportuno che la percentuale fissa avesse un rilievo maggiore rispetto a quella variabile, configurando un quadro gestionale che declinerà verso la ponderazione delle scelte.

In genere, nella pratica, all'Amministratore Delegato che si occupa di definire le scelte strategiche, si tende a riconoscere una retribuzione fortemente orientata a premiare la componente variabile, mentre il Presidente viene, in genere, compensato valorizzando, maggiormente, la parte fissa.

Per quanto osservato, è alquanto inverosimile l'ipotesi che vede un Amministratore non esecutivo di una società quotata percepire un compenso variabile di breve termine.

⁵⁴La retribuzione correlata alla performance non va confusa con l'aumento della retribuzione correlata alla performance, in quanto trattasi di un sistema basato sul posizionamento dell'individuo o della squadra nella propria fascia di retribuzione in base al rendimento, in: Frydman C. e Jenter D. (2010), *CEO compensation*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2, 1, p. 75.

⁵⁵ *Ibidem*, p.77

Quanto argomentato evidenzia che la politica retributiva sia strumentale all'esigenza di contemperare la propensione al rischio necessaria nei business, con la tensione degli Executive verso risultati verificabili. Per quanto detto, un aspetto che occorre definire nella politica di retribuzione degli Executives delle società quotate è quello relativo alla misurazione oggettiva dei risultati.

Infatti, se da un lato è importante che una quota consistente della remunerazione degli Executives delle società quotate sia variabile, è altrettanto vero che quest'ultima debba essere ancorata a espliciti parametri di performance, coerenti con la strategia e, dunque, con gli interessi degli azionisti.

Come si è visto, le componenti variabili potrebbero consistere nel fatturato e, quindi nei ricavi, ma anche in altri valori. Le società quotate, infatti, risultano essere ancorate nelle loro performances a molti indici, tra quelli maggiormente utilizzati: il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) la quota del valore azionario sul totale di mercato, il ROI, il ROE, l'EVA (Economic Value Added)⁵⁶, CVT (EVA attesi), il Market value added.

Una volta indicati i riferimenti della componente variabile, per risalire ai risultati conseguiti, è necessario scegliere l'algoritmo che lega la performance al premio, nonché la soglia (threshold), l'obiettivo (target) e il tetto (cap). La soglia indica il valore al di sotto del quale non viene erogato alcun premio; il target rappresenta il livello di performance per il quale si matura il premio obiettivo; il cap indica il livello massimo concesso.

A seguito delle vicende legate alla crisi del 2008, le società quotate sono tenute a comunicare le decisioni in materia di politica retributiva specificando i ruoli assunti in senso alle decisioni di compensation policy: il Comitato di Remunerazione, il Consiglio di Amministrazione e l'Assemblea dei soci.

Le società quotate sono, inoltre, tenute a dimostrare l'avvenuto allineamento delle proprie politiche retributive alle best practice e a tutte le misure introdotte dal Codice di Corporate Governance e dalla Consob.

Nel Codice si rinviene la raccomandazione secondo cui si auspicano intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, delle componenti variabili della remunerazione versate (oppure di trattenere somme differite), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati⁵⁷.

⁵⁶ L'EVA rappresenta un metodo per calcolare il rendimento di un investimento

⁵⁷ Cfr. Art.6. C. 1, lett. f) Codice di autodisciplina, luglio 2014.

Questo nuovo riferimento è stato introdotto per venire incontro alle direttive degli investitori istituzionali e dei proxy advisors che considerano best practice l'inserimento, negli accordi contrattuali e quindi ex ante, nella politica di remunerazione, di clausole c.d. malus o clawback volte a consentire alla società di chiedere la restituzione dell'ammontare corrisposto agli amministratori, oppure ai dirigenti con responsabilità strategiche qualora ci si rendesse conto, in un momento successivo, che gli obiettivi di performance non sono stati effettivamente raggiunti o che ci sia stato un errore nel loro calcolo e quindi nel conseguente ammontare della parte variabile della remunerazione⁵⁸.

Per aderire alle disposizioni descritte, è prevista una procedura che coinvolge l'intera Governance: il Consiglio di amministrazione della società costituisce al proprio interno un Comitato per la remunerazione e, su sua proposta, definisce la politica di remunerazione e che ne guida gli indirizzi. La disciplina descritta attribuisce a ciascuna società quotata l'onere della definizione della procedura da seguire, e cioè sia l'individuazione degli organi o dei soggetti coinvolti nella predisposizione e approvazione della politica di remunerazione (che si realizza prima della sua presentazione in assemblea), sia la specificazione dei rispettivi ruoli. È inoltre attribuito alla singola società quotata l'individuazione degli organi o dei soggetti responsabili della corretta attuazione di tale politica che, essendo stata approvata nell'esercizio precedente, rappresenta il punto di riferimento imprescindibile rispetto al quale valutare la coerenza delle remunerazioni che effettivamente vengono corrisposte agli esponenti aziendali. La singola società, di conseguenza, può scegliere in che modo coinvolgere il Comitato di remunerazione o altro comitato, oppure lo stesso Consiglio di amministrazione o alcuni suoi membri.

Inoltre, spetta alla società quotata decidere a chi attribuire i compiti di predisposizione e approvazione della politica di remunerazione e, successivamente, di controllo circa la sua attuazione.

Queste informazioni dovranno⁵⁹ essere pubblicate, ovvero rese pubbliche, per un tempo almeno pari a quello in cui le remunerazioni, in linea con la politica, vengono attribuite e sottoposte al voto consultivo dell'Assemblea. Quindi, non solo i contenuti, ma anche la procedura impiegata per

⁵⁸ Cfr. Glass Lewis & Co, Proxy Paper Guidelines (nt. 27), 20.

⁵⁹ Secondo il disposto dell'art. 123-ter, comma 7, d. lgs. n. 58/1998, assieme a tutte le altre indicate nell'Allegato 3A, Schema 7-bis del Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999 (come modificato dalla delibera n. 18214 del 9 maggio 2012) che riguardano essenzialmente i termini economico-finanziari della remunerazione nell'ottica del perseguimento degli interessi di lungo termine della società e di gestione del rischio

l'adozione, l'approvazione ed il successivo controllo sull'attuazione della politica di remunerazione vengono sottoposta alla valutazione assembleare. Il Codice di autodisciplina viene in soccorso delle società quotate in quanto, oltre a stabilire le linee guida sulla base delle quali le remunerazioni dovranno essere concretamente determinate dal Consiglio di amministrazione, tra i criteri applicativi, indirettamente, individua la procedura da seguire nell'adozione della politica di remunerazione e nel successivo controllo della sua corretta applicazione per gli amministratori ed i dirigenti con responsabilità strategiche⁶⁰.

In particolare, secondo il Codice, è il Comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti, oppure non esecutivi ed in maggioranza indipendenti, che deve formulare proposte in materia al C.d.A. valutando, periodicamente, l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione. Il Comitato è altresì tenuto a presentare proposte e pareri con riferimento alle scelte operate dagli amministratori esecutivi o che ricoprono particolari cariche. La procedura suggerita dal Codice prevede, quindi, un ruolo specifico del Comitato per la remunerazione (integrato, secondo le raccomandazioni dello stesso Codice, con la partecipazione del Presidente del Collegio sindacale o altro sindaco)⁶¹. Il Comitato dovrà formulare la politica (così come ogni altra decisione) nel rispetto del criterio della diligenza, di cui all'art. 2392 c.c., principio cardine dell'operato degli amministratori secondo il Codice civile. In questo contesto, il contenuto concreto della diligenza consta nella considerazione dei principi in materia di remunerazione rappresentati nel Codice⁶² nonché di quelli che costituiscono best practice internazionale, secondo le direttive elaborate sul tema da investitori istituzionali e proxy advisors⁶³. Il Codice di Corporate Governance ha individuato la necessità di riservare

⁶⁰ Art. 6, in particolare Art. 6.C.5 Codice di autodisciplina. Per un approfondimento sulle disposizioni sul punto, contenute nel Codice di autodisciplina, cfr. Campobasso M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in Riv. soc., 2011, p.723

⁶¹ Cfr. Commento sub Art. 6 Codice di autodisciplina.

⁶² Cfr., in particolare, il già citato Principio 6 del Codice di autodisciplina ed i suoi criteri applicativi.

⁶³ Il proxy advisor è una società di procura fornisce servizi agli azionisti per votare le loro azioni nelle assemblee degli azionisti, di solito, delle società quotate. I proxy advisors hanno elaborato delle raccomandazioni di voto per le singole materie oggetto di delibera assembleare, per lo più differenziando varie aree geografiche (in particolare: Usa, Canada, Gran Bretagna, Europa continentale, etc.). Si pensi alle Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), 2013 European Proxy Voting Summary Guidelines, in <http://www.issgovernance.com> o alle Glass Lewis & Co., Proxy Paper Guidelines - 2013 Proxy Season - Continental Europe, in <http://www.glasslewis.com>. Sulla catena del voto assembleare nel caso in cui azionisti siano investitori istituzionali e sul conseguente ruolo esercitato nella prassi dai proxy advisors, sia consentito rinviare a: S. Bruno (nt. 5), 256 ss.

un'attenzione particolare, in fase di gestione delle remunerazioni, alla sostenibilità (anche ambientale e sociale) che i manager dovranno assicurare.

Il Presidente del Comitato Italiano della Corporate Governance ha dichiarato che: “la sostenibilità dell'attività d'impresa, posta al centro dei compiti dei consigli di amministrazione, impegnati a rendere le società meno rischiose e più profittevoli perché considerano l'impatto dell'attività di impresa e i suoi rischi sotto tutti i profili e tengono in considerazione non solo la creazione di valore a beneficio degli azionisti, ma anche gli interessi degli stakeholder rilevanti, in una logica di lungo periodo”⁶⁴.

In base al nuovo Codice, già nel ‘Piano industriale’ delle società, in cui, programmaticamente, vengono definiti gli obiettivi strategici dell'impresa e le azioni ad essi destinate, dovrà essere evidenziata la strategia adottata per promuovere il successo sostenibile della società.

Il Codice definisce il ‘successo sostenibile’ come “obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”.

Il Board viene indicato come l'organo cui è correlata la responsabilità di assicurare l'attuazione della strategia garante della sostenibilità, mentre il Comitato della Corporate Governance assume il ruolo di coordinatore dell'introduzione della sostenibilità nelle strategie delle società cui si rivolge.

La rilevanza che assume il tema della sostenibilità nelle società è evidente nella richiesta di attenzione al tema, sia nelle strategie, che nel sistema di gestione dei rischi e controllo interno, nonché nelle politiche di remunerazione. Il Codice raccomanda che tutti gli obiettivi di sostenibilità vengano individuati in un orizzonte temporale lungo e l'art. 5 stabilisce che le remunerazioni degli amministratori esecutivi e del top management vengano adeguate al loro raggiungimento. Per la prima volta si osserva una responsabilizzazione del top management nel verso del raggiungimento di obiettivi non finanziari.

L'integrazione della sostenibilità nel sistema di risk management aziendale evidenzia la portata delle novità, in quanto implica una trasversalità delle soluzioni in un'ottica ESG (Environmental – Social – Governance).

⁶⁴ Attisano F. D., *La centralità della sostenibilità nella corporate governance del terzo millennio*, 9 Marzo 2020

Infatti, non sono solo il cambiamento climatico o la scarsità di risorse a dovere essere attenzionati ma, anche, la governance societaria, le modalità produttive, l'etica aziendale, le tematiche sociali, la gestione delle risorse umane, la sicurezza dei prodotti, dei dati e delle informazioni

Il sistema di risk management correlato all'ESG, va assicurato in tutti i processi aziendali quotidiani, nonché nei confronti dell'ambiente esterno e degli stakeholders.

In base a quanto osservato, si deve concludere che la valutazione e gestione dei rischi correlati all'ESG, debba essere indirizzata a preservare e creare valore non solo per gli shareholders ma, anche, per gli stakeholders.

La maggiore integrazione dei temi ESG con la strategia ed i sistemi di governance, rischi, controlli e performance implica una rivisitazione delle intere organizzazioni strategiche e la loro portata diventerà evidente nel lungo periodo quando, anche la società civile, ovvero la collettività, ne avvertirà gli effetti.

Questi principi possono sintetizzarsi nella necessità di: trasparenza su tutti gli elementi che compongono la remunerazione; allineamento rispetto all'obiettivo prioritario che è la creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo; fissazione della parte fissa, quale considerevole percentuale dell'ammontare totale; previsione di limiti massimi per la componente variabile che può essere differita e legata al raggiungimento di obiettivi di performance, anche non di natura economica, purché essi siano indicati chiaramente, al fine di poterne verificare il raggiungimento; definizione dell'indennità per la cessazione anticipata del rapporto o per fine carica, prevedendo un ammontare massimo, tenendo conto che essa non dovrebbe essere dovuta se i risultati raggiunti sono stati obiettivamente non adeguati⁶⁵. In merito alla valutazione dei risultati, alla luce della previsione che vi possano essere delle restituzioni di quanto percepito, data la complessità della materia, al fine di adempiere al meglio all'obbligo di diligenza, il Comitato potrà rivolgersi a consulenti esterni, specializzati sulla materia, purché indipendenti dall'emittente.

1.6 Le remunerazioni degli executive del settore finanziario (bancario e assicurativo)

⁶⁵ Da notare che gli accordi tra società e amministratori che prevedono "*indennità in caso di dimissioni o licenziamento senza giusta causa o se il rapporto cessa a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto*", ai sensi dell'art. 123-bis d. lgs. n. 58/1998, figurano tra gli elementi informativi da includere anche nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. Sulla strutturazione della remunerazione del Vorstand di diritto tedesco, secondo la legge sull'adeguatezza del compenso del consiglio di gestione del 31 luglio 2009 (Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung = Vorst AG), v. G.B. Portale (nt. 1), 2 ss.

Come anticipato nelle pagine precedenti, la normativa italiana in tema di retribuzioni può essere tratta da varie fonti. Se nel Codice civile si rinvencono le principali specifiche, è nella normativa settoriale che è possibile risalire alle prescrizioni sulle remunerazioni più dettagliate.

L'UE ha regolato la materia relativa alla politica di remunerazione del settore finanziario-bancario ricorrendo a direttive specifiche che si sono succedute nel tempo.

Tramite la Direttiva 2013/36/EU (Capital Requirement Directive IV) l'Unione Europea ha provveduto a regolare la politica di remunerazione del personale direttivo e/o operativo operante nel settore finanziario-bancario stabilendo che⁶⁶:

- la componente variabile dei compensi non possa superare il 100% dello stipendio fisso⁶⁷;
- una percentuale pari ad almeno il 40% della componente variabile debba essere differita per un minimo di tre anni;
- il numero di soggetti che hanno percepito una remunerazione annua complessiva superiore a 1 milione di euro deve essere reso noto.

La Banca d'Italia, il 5 dicembre 2019 ha recepito le diverse statuizioni della CRDV, che innovando la CRD IV, ha regolato le retribuzioni degli executives del settore.

Successivamente, nel 2020 l'Istituto ha reso noto l'obiettivo di apportare modifiche alle disposizioni contenute nella Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013⁶⁸ (Disposizioni di vigilanza per le banche), recependo le novità introdotte dalla direttiva (UE) 2019/878 (c.d. CRD V), tenendo anche conto della imminente revisione del complesso delle linee guida EBA in materia. Le direttive citate, in quanto non vincolanti, se non nello scopo, sono state recepite in modo da adattarne i contenuti alle specifiche esigenze.

Nello specifico, la Banca d'Italia ha rivolto il suo invito a:

1. banche, gruppi bancari e società appartenenti a gruppi bancari;
2. imprese di investimento;
3. SGR appartenenti a un gruppo bancario⁶⁹;
4. associazioni di categoria e ogni altro soggetto o organizzazione che possa avere interesse.

⁶⁶ La direttiva 2013/36/UE (CRD IV), che ha aggiornato la complessiva normativa prudenziale per le banche e le imprese di investimento, reca disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari.

⁶⁷ Il 200% se vi è il voto favorevole dell'Assemblea degli azionisti

⁶⁸ Dalla sua pubblicazione, la Circolare del 2013 è stata oggetto di modifiche, conservando il suo riferimento annuo.

⁶⁹ Le società di gestione del risparmio (SGR), sono gli istituti di intermediazione finanziaria.

Rivolgendosi a tali interlocutori, entro il 17 gennaio 2021 è stato richiesto di rispondere alla consultazione organizzata allo scopo di apportare gli emendamenti descritti (secondo la procedura che garantisce uno stakeholders engagement).

In aderenza a quanto previsto dalla CRD V, le categorie di banche passano dalle attuali tre a due:

- banche di minori dimensioni o complessità operativa (c.d. banche minori), che si caratterizzano per detenere, in media, un attivo di bilancio su base individuale, non superiore a 5 miliardi di euro realizzato nel quadriennio precedente l'esercizio finanziario cui la politica di remunerazione si riferisce. Per rientrare in tali categorie, tali banche non devono appartenere ad un gruppo che ha realizzato, nel periodo descritto, un attivo di bilancio consolidato pari o superiore a 30 miliardi di euro ⁷⁰;
- banche diverse da quelle minori, a cui le disposizioni descritte non si applicano, se non parzialmente.

Viste le nuove categorie, è stato quindi ricalibrato il principio di proporzionalità (su cui impostare le retribuzioni), in base al quale⁷¹:

- tutte le banche applicano al personale le disposizioni previste nella Circolare 285/2013, salvo le disposizioni di maggior dettaglio su (i) limite di rapporto tra componente variabile e componente fissa, (ii) differimento[8] e (iii) c.d. golden parachute, che sono applicate unicamente al personale più rilevante (la cui remunerazione variabile annua sia superiore a 50.000 euro e rappresenti più di 1/3 della remunerazione totale annua);
- le banche minori hanno discrezionalità nell'applicare al personale più rilevante (la cui remunerazione variabile superi le soglie sopra indicate) le disposizioni di maggior dettaglio sul pagamento di parte della componente variabile in strumenti finanziari, che devono invece essere applicate dalle banche diverse da quelle minori;
- solo le banche diverse da quelle minori sono tenute ad applicare al personale più rilevante (la cui remunerazione variabile superi le soglie sopra indicate) le disposizioni di maggior dettaglio relative ai benefici pensionistici discrezionali;
- solo le banche significanti applicano talune disposizioni di maggior dettaglio (es. periodo di differimento non inferiore a cinque anni).

⁷⁰ La proposta di emendamento non riguarda, dunque, la discrezionalità nazionale ex art. 94 della CRD IV che consentirebbe allo Stato membro di modificare la soglia dei 5 miliardi di euro nel quadriennio, a determinate.

⁷¹ Banca d'Italia, dicembre 2020: *Modifiche alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013* (Disposizioni di vigilanza per le banche) in. Dirittobancario.it

Oltre a suddividere le banche a seconda della loro dimensione è stato anche introdotto il principio Gender neutral remuneration che stabilisce parità di retribuzione tra lavoratori di sesso maschile e di sesso femminile.

A tale scopo le banche italiane sono state invitate a reportizzare tutte le mansioni del personale, individuando le posizioni che presentano equipollenza in relazione al contenuto delle responsabilità, alle attività e al tempo necessario per il loro svolgimento.

La Banca d'Italia ha invitato le banche ad individuare e applicare criteri aggiuntivi, se ritenuto necessario, per identificare ulteriori soggetti, oltre a quelli indicati dalla CRD V, che assumono rischi rilevanti per la banca.

È stato stabilito, inoltre, che la Società capogruppo di un 'gruppo bancario' assicuri che le regole applicabili alla capogruppo si applichino al personale delle società del gruppo, (non prima che esso venga identificato dalla capogruppo come 'più rilevante' per il gruppo).

Ciò significa che, nei gruppi il cui l'attivo di bilancio consolidato risulta essere pari o superiore a 30 miliardi di euro, differimento e benefici pensionistici discrezionali si applichino anche al personale delle banche minori appartenenti al gruppo, purché esso sia stato identificato dalla capogruppo come 'più rilevante' per il gruppo⁷².

Con riguardo alle remunerazioni legate alla permanenza del personale (c.d. retention bonus) per un periodo di tempo predeterminato o fino a un dato evento (es. processo di ristrutturazione aziendale, operazione straordinaria), è stato previsto che allo stesso membro non possano essere riconosciuti più retention bonus sulla base delle medesime ragioni, né simultaneamente sulla base di ragioni diverse.

Con specifico riguardo alle SIM, attualmente sottoposte alla disciplina sulle remunerazioni della Circolare 285/2013, la Banca d'Italia non ha ritenuto opportuno imporre loro l'onere di adeguarsi alla normativa di attuazione della CRD V.

Sebbene il quadro di Solvibilità II riferito al settore assicurativo preveda disposizioni in materia di remunerazione che assicurino una gestione sana e prudente, i principi di remunerazione lasciano una notevole discrezionalità alle imprese e alle autorità di vigilanza e ciò spiega l'intervento di EIOPA (Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni) che, il 7 aprile 2020 ha pubblicato

⁷² È, tuttavia, stata introdotta una deroga a quanto sopra, per le società capogruppo, che possono non applicare le disposizioni previste dalla Circolare 285/2013 al personale di una impresa di investimento o di una SGR appartenente al gruppo (sebbene sia stato identificato dalla capogruppo come più rilevante per il gruppo), se tale personale svolge attività esclusivamente per l'impresa di investimento o per la SGR.

una Opinion in materia di supervisione dei principi di remunerazione nel settore assicurativo e riassicurativo.

CAPITOLO II CORPORATE GOVERNANCE E COMPENSATION POLICY

2.1 Short e Long term incentives. Implicazioni gestionali

La definizione della politica di remunerazione richiede la configurazione di aspetti d'insieme ne delineino il 'carattere'.

Gli aspetti che è necessario osservare per definire tale politica sono: la struttura, ossia la composizione del mix fisso-variabile, nel caso in cui si opti per inserire una parte variabile, gli indicatori scelti per dare diritto al bonus, i target e le soglie di accesso, il periodo di differimento, gli strumenti per il pagamento, gli eventuali meccanismi di claw-back o malus. La progettazione della politica di remunerazione coinvolge sia la struttura del sistema sia il processo attraverso cui le scelte vengono effettuate e controllate⁷³.

Da un punto di vista tecnico, la compensation policy, come si è visto, si basa su un equilibrio tra la componente fissa della remunerazione, con i benefit, perquisite, variabile di breve (Management by Objectives -MBO o Management By Results-MBR) e variabile di lungo termine (Long Term Incentive -LTI).

Di seguito, uno schema descrittivo degli elementi tradizionalmente impiegati nella composizione del pacchetto retributivo.

Tab.1: Elementi di composizione della remunerazione

⁷³De Santis I. (2012), *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam, p.102

Componenti	Descrizione
Retribuzione Fissa	<ul style="list-style-type: none"> ■ Retribuzione da lavoro dipendente ■ Emolumenti per le cariche ricoperte in azienda
Incentivazione di Breve Periodo	<ul style="list-style-type: none"> ■ Incentivazione annuale collegata al raggiungimento di obiettivi fissati
Incentivazione di Lungo Periodo	<ul style="list-style-type: none"> ■ Opportunità di incentivazione su un arco temporale superiore all'anno
Benefit	<ul style="list-style-type: none"> ■ Strumenti aventi finalità previdenziali e di assistenza sanitaria e, come tali, non fruibili direttamente dal destinatario
Perquisite	<ul style="list-style-type: none"> ■ Serie di beni o servizi di cui l'Executive può avvalersi immediatamente
Parachute/bonusciuta	<ul style="list-style-type: none"> ■ In caso di interruzione del rapporto prima del termine fissato il manager è titolato a ricevere un compenso che dovrebbe essere predeterminato
Change of control	<ul style="list-style-type: none"> ■ In caso di cessione o fusione dell'azienda, il manager ha diritto a ricevere una somma determinata
Signing bonus	<ul style="list-style-type: none"> ■ È un compenso previsto al momento dell'ingresso
Non competition	<ul style="list-style-type: none"> ■ L'azienda paga un determinato compenso per impegnare il manager a non operare per imprese concorrenti per un periodo stabilito
Clawback	<ul style="list-style-type: none"> ■ Prevede che le somme ricevute quali bonus debbano essere restituite nei casi in cui i risultati si manifestino successivamente diversi per la revisione dei conti (re-statement) o per frode

Fonte: Ordine Nazionale dei Dottori Commercialisti

La possibilità di riconoscere incentivi agli executives richiede di associarvi una gestione aziendale basata su obiettivi. La gestione per obiettivi è un metodo operativo che si basa sui risultati raggiunti dai manager a fronte di obiettivi prefissati, prescindendo dalle competenze e rafforzando il ruolo delle performances. Non mancano casi in cui si adottano, congiuntamente, metodi di valutazione per obiettivi e per competenze, ricorrendo ai cosiddetti 'modelli misti'.

La componente variabile di short term è uno strumento monetario che viene concesso previa verifica del raggiungimento degli obiettivi fissati su base annuale e, di norma, collegati al budget. Il MBO (Management By Objectives) implica una gestione dell'attività d'impresa che si presta ad essere misurata nelle performances realizzate, ricorrendo alla loro misurazione basandosi su una reportistica specifica, idonea a rilevare le relazioni causa-effetto. Inoltre, la gestione d'azienda che adotta l'MBO tende a dotarsi di strumenti operativi quali la 'simulabilità' e delle valutazioni delle conseguenze di eventuali modifiche di alcune variabili (secondo il metodo what if).

Infine, i sistemi di controllo si servono di indicatori in grado di essere ‘fungibili’, consentendone la replicabilità.

Con tali premesse, la gestione di imprese che impiegano l’MBO si basa su un sistema di monitoraggio che ha cura delle prospettive, venendo incentrato sul Performance management che, a sua volta, fa ricorso alla Balanced Scorecard ⁷⁴.

Tale modello gestionale si è diffuso nel 1990, in occasione di uno studio che riguardava più società e che evidenziò la necessità di respingere la precedente impostazione che circoscriveva gli indicatori di monitoraggio ai soli aspetti economico-finanziari⁷⁵.

Lo studio rese evidente alcuni ostacoli alla concreta realizzazione degli obiettivi strategici perseguiti dalle imprese, si osservava, ad esempio, una scarsa condivisione della strategia a livello complessivo e una considerevole disomogeneità nell’impiego delle risorse, rispetto alle funzioni strategiche perseguite.

Tali incoerenze venivano rilevate anche nei processi aziendali, spesso non progettati in linea con le priorità strategiche. Per superare questi problemi Kaplan e Norton svilupparono la Balanced Scorecard, un sistema gestionale che allarga e cerca di rendere coerenti le quattro diverse prospettive di valutazione delle performance dell’impresa:

la prospettiva finanziaria, in cui gli indicatori di performance e redditività misurano i livelli di soddisfazione di tale prospettiva; la prospettiva del consumatore, che risponde al quesito su come soddisfare pienamente le richieste della clientela; la prospettiva interna dell’impresa, che riguarda l’esigenza di eccellere e trova risposta nel migliorare i processi core; infine la prospettiva di innovazione e apprendimento che si pone il fine di sostenere le capacità di apprendimento e di miglioramento aziendale.

In base a questo modello gestionale è necessario valutare le performances in ciascuna delle prospettive elencate, per ciascuna delle quali occorre stabilire alcuni punti chiave⁷⁶:

- gli obiettivi: ovvero ciò che deve essere raggiunto;
- le misure: gli indici, utilizzati per quantificare il raggiungimento di ciascun obiettivo;
- i bersagli: i valori-obiettivo delle misure;
- le iniziative: le azioni chiave e in genere tutti i programmi da attuare al fine del raggiungimento degli obiettivi.

⁷⁴ Kaplan R.S., Norton D.P. (2012), *Balanced scorecard. Tradurre la strategia in azione*, Isedi, p.56

⁷⁵ Ibidem

⁷⁶ Ibidem

L'attuazione della Balanced Scorecard prevede, inoltre, che il management analizzi ogni possibile interrelazione tra le diverse prospettive e gli obiettivi.

Un esempio di interrelazione strategica può consistere nella riduzione della tempistica relativa all'evasione degli ordini (prospettiva interna), che migliora il servizio reso ai clienti (prospettiva del consumatore) ed incrementa le vendite (prospettiva finanziaria). Se la remunerazione del management è legata al fatturato, la Balance Scorecard consente di individuare il percorso realizzato per incrementarlo. In sintesi, partendo dalla definizione di una strategia misurata da una serie di indicatori, la Balanced Scorecard rappresenta un modello gestionale che consente una serie di azioni migliorative, cui fa seguito una fase di raccolta e di analisi dei dati che ne esprimono le performance.

Tali risultati vengono confrontati con i valori-target decisi nella fase di formulazione della strategia e consentono di valutare i livelli di premialità degli executives.

Ciò premesso, nelle compensation policies la preponderanza della componente di breve termine potrebbe portare il management ad assumere rischi eccessivi nella gestione del business, per tali ragioni, molte imprese, in particolare quelle di grandi dimensioni, tendono a preferire la premialità di lungo termine.

La componente variabile di lungo termine viene erogata su un arco temporale che va oltre l'anno (generalmente tre anni). Tali forme di premialità tendono ad impegnare il Top Management su un orizzonte temporale ampio, orientandone le scelte, più che sulla gestione operativa, sulla sostenibilità della performance nel tempo e sulla crescita di valore dell'attività che gestiscono⁷⁷. Dai dati empirici si evince che la proporzione tra fisso ed incentivo di lungo termine dipende molto dalle funzioni degli executives, ovvero dalle responsabilità associate al loro ruolo⁷⁸. Ad un manager con responsabilità strategiche è più consono riconoscere una proporzione a vantaggio dell'emolumento fisso rispetto a quello variabile mentre, per un Amministratore Delegato vale il contrario (tale affermazione si basa sulle differenti funzioni richieste ai due executives). La composizione del pacchetto retributivo tra fisso ed incentivo di lungo termine viene anche basata sul temperamento della propensione al rischio con la tensione degli Executive verso risultati verificabili. Mentre nei casi di retribuzioni ancorate ai risultati di breve termine si tende ad

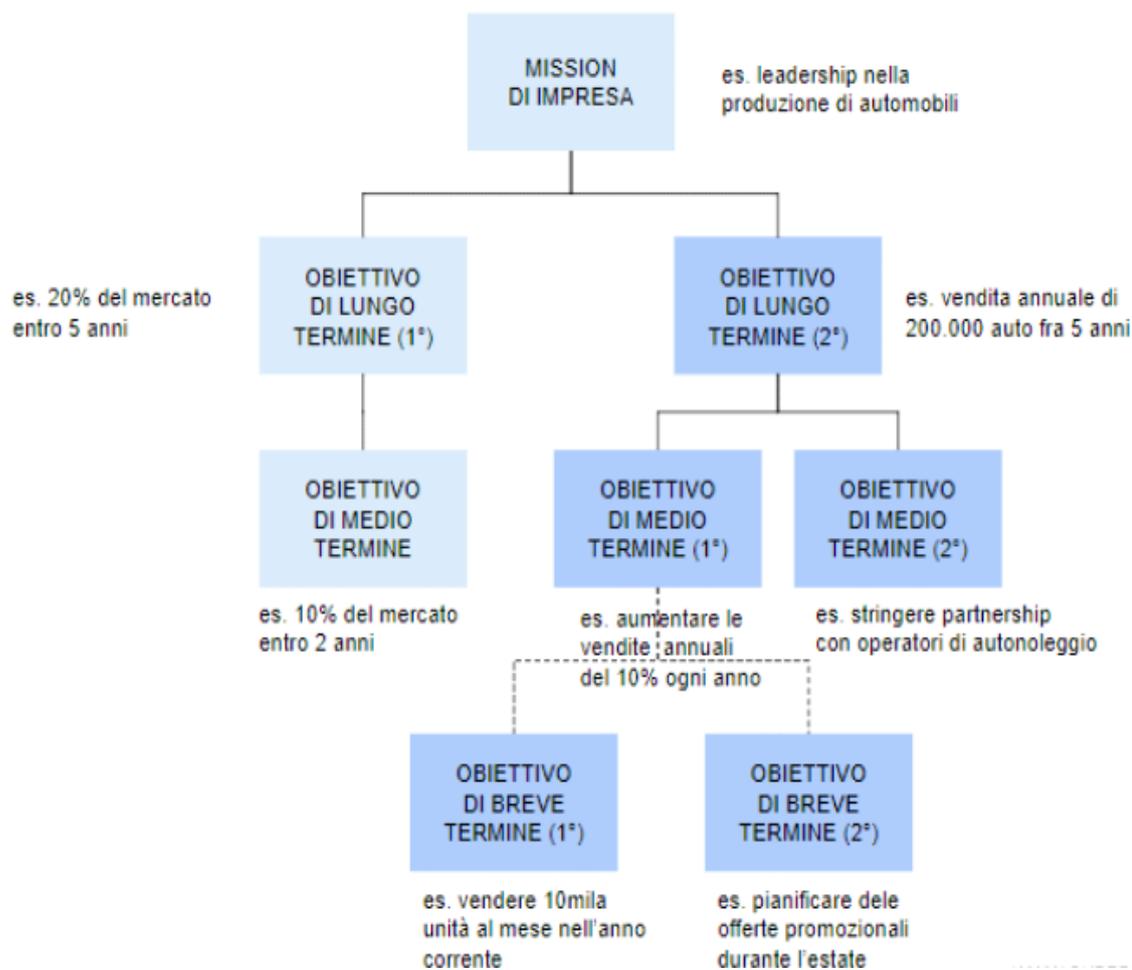
⁷⁷ Un *pay mix* poco orientato ai risultati di lungo periodo potrebbe produrre de-responsabilizzazione del *management* ed una eccessiva concentrazione sui risultati di breve periodo che, come si è visto, espongono ai rischi dello short termismo.

⁷⁸ Risulterebbe anomalo che un Amministratore non esecutivo percepisca un compenso variabile di breve termine.

impiegare indici che vengono facilmente recuperati nel Bilancio di esercizio, nel caso degli incentivi long term period, gli obiettivi inseriti in contratto tendono ad essere molto più ambiziosi e meno indicizzati. In tali casi diviene fondamentale adottare un algoritmo più complesso di quello usato nella valutazione degli obiettivi di breve termine, che leghi la performance al premio e che tenga conto della soglia da superare (threshold), dell'obiettivo (target) e del tetto (cap), oltre al quale non vengono più riconosciute premialità. La soglia, in genere, coincide con i livelli dei parametri già acquisiti e consolidati, mentre il target rappresenta il livello di performance, generalmente identificato nel budget o nel Piano industriale di medio lungo termine approvato dall'azienda. I long term incentives tendono ad essere erogati in maniera 'non costantemente lineare', prevedendo intervalli entro cui la premialità si mantiene costante, per incrementarsi se li si superano, in modalità a scaglioni⁷⁹. I long term objectives, sebbene basati su un orizzonte di lungo termine, sono sempre coerenti con la mission aziendale e con gli obiettivi di breve termine. La figura che segue può contribuire a comprendere la relazione tra i due tipi di obiettivi nonché gli specifici contenuti dei target.

Fig. n.2.1: Obiettivi di lungo termine

⁷⁹ Kaplan R.S., Norton D.P. (2012), op. cit.



Fonte: De Santis (2012)

Nell'esempio descritto dalla figura, il raggiungimento dell'obiettivo di lungo termine (vendita di 200mila auto dopo 5 anni) viene sezionato in sub obiettivi da cui possono discendere ulteriori premi retributivi, per cui è possibile che tra gli short terms incentives ed i long term incentives vengano inseriti incentivi di medio termine.

La figura che segue evidenzia una pratica diffusa che vede gli incentivi essere commisurati a vari target, adeguandosi alle percentuali soddisfatte (scorecard performance).

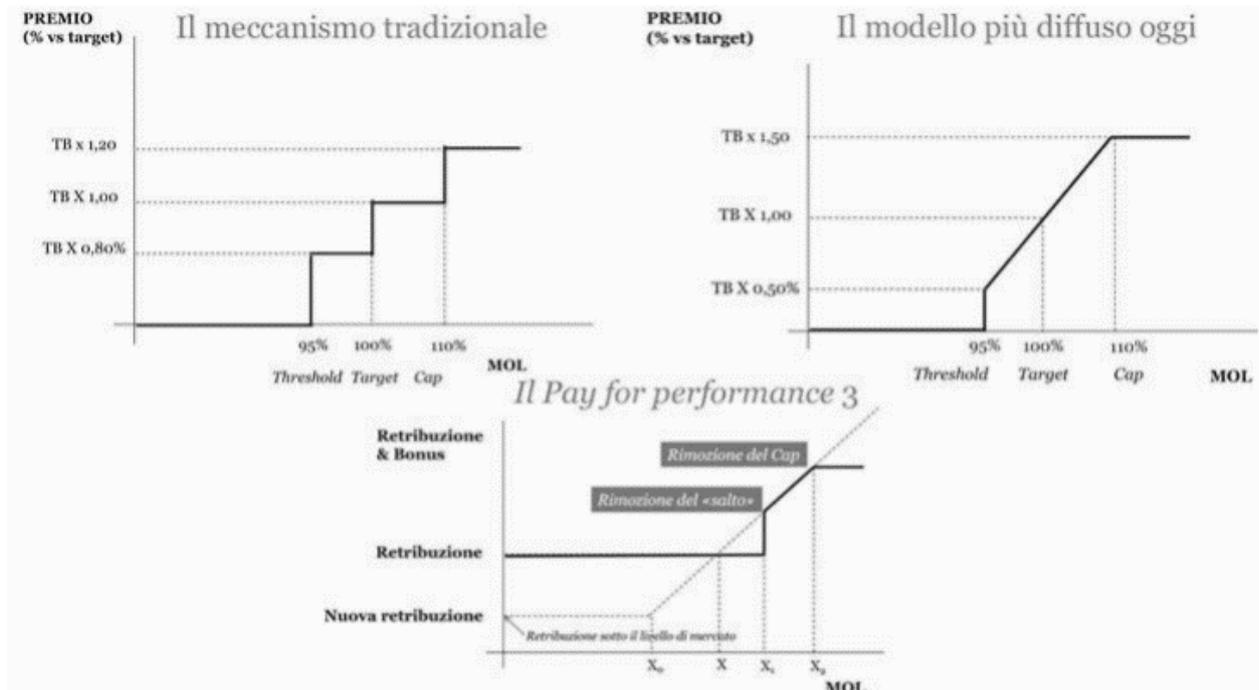
Fig.2.2 Curva di incentivazione tradizionale



Fonte: De Santis (2012)

Tale modello tradizionale, che prevede una premialità a scaglioni, può subire modifiche prevedendo, ad esempio, adeguamenti continui, oppure meccanismi basati su un fisso più elevato di quello medio di mercato e adeguamenti a percentuali diverse. La figura che segue evidenzia tali meccanismi.

Fig.2.3: Meccanismi di adeguamento della remunerazione



Fonte: Ordine Nazionale dei Dottori Commercialisti

2.2 Il rafforzamento degli shareholders nelle politiche di remunerazione: il Say on pay

Come si è visto, quando il top management si insinua nel protocollo che la determina, la scelta di far dipendere la remunerazione anche dalle performance realizzate può esporre al rischio di essere sottratta alla validazione degli shareholders.

Per far fronte a tali problematiche, a livello normativo, nelle società quotate, è stato introdotto uno strumento di controllo a supporto degli shareholders: il Say on Pay che prevede il voto assembleare delle politiche di remunerazione aziendali.

Il Say on pay, quale strumento di influenza ha richiesto un'accresciuta disclosure (e auspicabilmente di una maggiore trasparenza), che mira a consentire un maggiore collegamento tra i livelli di remunerazione del CEO e la performance aziendale.

Questo modello è stato per la prima volta introdotto dal Regno Unito nel 2002, sotto forma di voto consultivo obbligatorio sui Report annuali dei piani di compensazione dei managers. Successivamente, a seguito delle emersioni di abusi, emersi con la crisi finanziaria del 2007- 2008,

anche gli Stati Uniti (tramite il Dodd-Frank Act del 2010) adottarono tale prassi⁸⁰. Negli anni successivi, il Say on pay venne introdotto in quasi tutti i Paesi in crescita, tra cui l'Italia, nel 2011⁸¹. Fino al 2020, in Italia, è stata attribuita la 'non vincolatività' del voto, ovvero la mera natura consultiva del parere degli azionisti, che pertanto, non ha avuto la portata di inficiare le decisioni del Board, sebbene abbia avuto una chiara implicazione in merito alla segnalazione al mercato di quale fosse la posizione di chi ha investito nell'impresa. Anche in seno all'Unione Europea la pratica si è ampiamente diffusa, con alcune differenze, anche se si è optato subito, in molti dei casi, per un voto vincolante. Altre differenze hanno riguardato l'oggetto e le tempistiche del voto⁸². Dalle osservazioni empiriche, è stata riscontrata una correlazione positiva tra i meccanismi di monitoraggio sulla remunerazione degli executives, la riduzione dei livelli dei compensi e il loro collegamento con le performance aziendali. Tuttavia, si è rilevato che il dissenso degli azionisti sulle politiche di remunerazione del management non induce, automaticamente, le società, a ridefinire o modificare le politiche già implementate (posto che, secondo quanto empiricamente verificato, soltanto elevati livelli di dissenso produrrebbero effetti)⁸³. 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 advisor⁸⁴.

Il voto espresso si è mostrato di estrema rilevanza 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 emittenti⁸⁵.

⁸⁰ Dodd-Frank Act è un intervento di riforma di Wall Street il cui nome ufficiale è Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. La legge modifica significativamente i meccanismi di regolazione della finanza statunitense con lo scopo di migliorare la tutela dei consumatori.

⁸¹ Ferri F. e Göx R.F., (2018), *Executive Compensation, Corporate Governance, and Say on Pay (Foundations and Trends (R) in Accounting, Now*, p.34

⁸² Ibidem, p.56

⁸³ FerrI F. – Maber D. A. (2013), *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, in *Review of Finance*, Vol. 17 Issue, pp. 527-563; Smith G. I. (2012), *Chief Executive Pay and Remuneration Committee Independence*, in *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, Vol. 74, Issue 4, pp. 510-529

⁸⁴ I *proxy advisor* sono società che servono investitori istituzionali, come asset manager, fondi pensione e fondi comuni, nella gestione del voto nelle assemblee, anche raccogliendo o sollecitano le deleghe al voto. Queste società sono da tempo oggetto di discussione all'interno dell'autorità europea sui mercati (Esma) proprio perché hanno un impatto sull'andamento delle delibere all'interno delle società.

⁸⁵ Alfiero S., Vignati F., *Financial P. R.*, (2014), *La comunicazione finanziaria nelle società quotate*, Giuffrè, p.103

Tramite il Say on pay è stato concesso agli azionisti di esprimere il proprio voto riguardo alle politiche di compensazione delle società, da esprimersi già durante la fase della loro decisione. In tale ottica, la rendicontazione agli shareholders da parte del management, favorito dall'arricchimento informativo che viene prodotto poco prima del voto assembleare e che mira a valorizzarne l'operato, serve per orientare le scelte di voto.

Nel corso degli anni, anche in Italia, al pari di quanto accaduto negli altri Paesi che l'hanno adottato, l'introduzione del Say on pay, nelle società quotate, ha contribuito al miglioramento delle disclosures, ovvero della rendicontazione delle attività degli executives, soprattutto per quanto attiene alla descrizione, nella seconda sezione della Relazione sull'attività, della consuntivazione dei risultati di performance, con indicazione, se non dei risultati effettivamente conseguiti, almeno dei livelli di performance raggiunti rispetto ai target assegnati.

Il voto, come si è visto, è stato puramente consultivo fino ai recenti interventi, citati nel capitolo precedente. In Italia, infatti, l'attuazione della disciplina contenuta nella direttiva UE 828/2017 sui diritti degli azionisti (che ha modificato il T.U.F. con il D.lgs. n. 49/2019) ha reso il voto degli azionisti in merito alla politica di remunerazione vincolante. La nuova formulazione dell'art. 123-ter T.U.F. prevede, altresì, la declinazione, nella politica di remunerazione, delle "circostanze eccezionali" che consentono di derogare alla politica di remunerazione approvata dai soci⁸⁶.

Resta la verifica, da parte del revisore legale, dell'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione ex art. 123-ter, comma 8-bis.

A seguito di tale intervento, dunque, in Italia, il Say on pay risulta essere stato rafforzato. Un ruolo centrale nell'interpretazione ed effettiva implementazione della normativa in tema di Say on pay è stato assunto dai Comitati per le remunerazioni ai quali, sin dal 2005, il legislatore comunitario ha assegnato 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 disclosure)⁸⁷. Mentre anteriormente all'introduzione della disciplina in tema di Say on pay, il ruolo dei Comitati

⁸⁶ Le circostanze eccezionali sono riferite a situazioni in cui la deroga è necessaria ai fini del "perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato" (art. 123-ter, comma 3-bis).

⁸⁷ 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.

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.

Tali attività sono state esposte al giudizio degli investitori e del mercato, come indirettamente confermato dall'evoluzione della loro composizione, caratterizzata dal progressivo aumento degli amministratori indipendenti, il cui peso è passato dal 34,7% nel 2012 al 48% nel 2019⁸⁸.

Nel rapporto sulla Corporate Governance in Italia (2019) di Assonime ed Emittenti Titoli si rileva che, in termini generali, il livello di trasparenza su tale aspetto della politica di remunerazione permane piuttosto basso. Le società del FTSE MIB prevedono con maggiore frequenza rispetto alle altre, l'adozione di regole per la definizione dell'entità di tali remunerazioni, ancorandole, nella maggior parte dei casi (56% del totale), alle annualità dei compensi complessivi. Risultano anche fissati cap, ovvero livelli massimi che, non tendono ad essere superiori a due anni di retribuzione (fissa o complessiva)⁸⁹.

I Comitati per la remunerazione si mostrano sempre più indipendenti, oltre che sempre più attivi (i rapporti di Assonime ed Emittenti Titoli certificano, per le società del FTSE MIB, una media di 8,2 riunioni nel 2019, vs le 5,4 riunioni del 2012)⁹⁰. La loro composizione rispetta gli specifici requisiti di professionalità previsti dal Codice di Corporate Governance, prevedendo (in ottemperanza ad una indicazione prevista dal legislatore comunitario nella Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE) la presenza di almeno un amministratore in possesso di un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi da parte del Consiglio di amministrazione al momento della nomina. Anche i compiti assegnati ai Comitati per le remunerazioni hanno subito evoluzioni per effetto del recepimento delle indicazioni della citata Raccomandazione comunitaria, essendo, ora, coinvolti nell'elaborazione della proposta da sottoporre all'approvazione del Consiglio, sulla politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche. Inoltre, il loro ruolo emerge nella valutazione

⁸⁸Secondo i dati pubblicati nei rapporti sulla Corporate Governance in Italia elaborati ogni anno da Assonime ed Emittenti Titoli. 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).

⁸⁹Ciò in tendenziale adesione all'indicazione contenuta nella Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE (art. 3.5)

⁹⁰ Report Assonime, 2019

periodica dell'adeguatezza, coerenza complessiva e concreta applicazione della stessa. Tali attività si affiancano preordinandole, da un punto di vista "logico", alle più tradizionali attività istruttorie. A ciò va aggiunta la collaborazione del Comitato nella 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 attività per cui, accanto alle attività tipiche di executive compensation, ve ne sono altre iscrivibili all'ambito della 'governance' dell'executive remuneration⁹¹. 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.

Con il recepimento della Direttiva SRD II, (che, come si è detto, ha sancito 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 ulteriormente⁹². Con riferimento al budget disponibile, il Codice di Corporate Governance prevede che il Comitato remunerazioni possa ricorrere a consulenti esterni per lo svolgimento dei propri compiti.

I consulenti esterni dovranno detenere requisiti e competenze che ne assicurino l'adeguatezza per esprimere pareri sulle politiche retributive. Tali esperti sono sottoposti al limite di non potere fornire simultaneamente al dipartimento per le risorse umane, agli amministratori o ai dirigenti con funzioni di responsabilità strategiche, servizi che, per il loro contenuto, siano idonei a compromettere l'indipendenza di giudizio. Anche la Banca d'Italia si è espressa nel senso di riconoscere l'esigenza a che il Comitato remunerazioni dovrebbe disporre di risorse finanziarie

⁹¹ 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.

⁹² 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.

sufficienti a garantire l'indipendenza operativa, al fine di svolgere in modo efficace e responsabile i propri compiti.

Quanto descritto implica che la possibilità di svolgere il proprio ruolo sia legata anche alla disponibilità di un budget adeguato, che consenta al Comitato di avvalersi di advisors in grado di fornire suggerimenti, mediante pareri, studi e benchmark. Se da un lato la possibilità di ricorrere ai consulenti esterni ha rafforzato la trasparenza del protocollo relativo alla politica di remunerazione, dall'altro, permane, per quanto descritto, il limite per cui, l'eventuale mancanza di disponibilità di budget, pregiudica la piena operatività dell'organo. Infine, tra gli aspetti discussi in seno alla definizione della compensation policy rientra la determinazione della forma più adeguata cui abbinare la parte premiale della retribuzione che, in linea generale, può assumere la forma di equity o di cash⁹³.

2.3 Le forme di remunerazione: equity, cash e stock option

Da un punto di vista meramente contenutistico, la compensation policy riguarda l'introduzione di misure retributive, con il fine di veicolare l'attività degli executives verso l'ottenimento di performance ottimali ovvero, per allineare gli interessi perseguiti dal management con quelli degli shareholders.

Con gli scopi descritti, l'assemblea, coadiuvata dal Comitato remunerazioni e dal dipartimento human resources decide le forme di erogazione delle componenti che si aggiungono alla parte fissa della retribuzione, in modo da determinare un compenso finale che rifletterà i risultati ottenuti dal manager percepiente. Le forme di cui si compone la 'parte variabile' possono consistere sia in somme vere e proprie che in benefici. La forma più elementare consiste nell'incentivazione di breve periodo (STI) che comporta l'assegnazione di una somma annuale collegata al raggiungimento di obiettivi prefissati.

Tale forma di incentivo presenta il pregio di potere essere rimodulata annualmente e di essere di facile calcolo, non dipendendo da valutazioni complesse di performance ma dal mero raggiungimento di un obiettivo, quasi sempre coincidente con il fatturato realizzato.

L'incentivazione di lungo periodo (LTI), invece, corregge la forma precedente andando a riferirsi al riconoscimento di una somma elargita all'ottenimento di traguardi valutabili in un arco

⁹³ Alfiero S., Vignati F., op. cit., p.111

temporale superiore all'anno. L'adozione di tale forma di incentivo configura una realtà più avanzata in quanto attenta allo sviluppo dell'attività, più che al suo risultato immediato.

Un'ulteriore classificazione delle premialità le suddivide in monetarie e non monetarie. I fringe benefit fanno parte della macrocategoria dei compensi in natura, che consistono in quella parte di retribuzione che non è corrisposta dal datore in denaro e in busta paga, bensì attraverso l'erogazione di beni e servizi (che vengono, comunque, indicati nel cedolino). I benefits, in particolare, riguardano benefici assistenziali e previdenziali, in genere concessi alla posizione occupata, più che al risultato. Il mantenimento dei benefits mira a far sì che chi ne beneficia, si impegni al perseguimento di obiettivi soddisfacenti allo scopo di continuare a percepirli.

Il *perquisite*, invece, indica bonus (o servizi) concessi all'executive ad inizio del suo mandato allo scopo di creare un rapporto di qualità con l'azienda che lo eroga.

Esso è simile al *signing bonus*, riconosciuto al momento dell'ingresso in società, che si sostanzia in un compenso, una *tantum*, monetario. Il *perquisite* e il *signing bonus* non mirano ad esortare i manager al raggiungimento di uno scopo ma a creare le condizioni relazionali affinché vi sia interesse a farlo⁹⁴. Come anticipato, la componente variabile che segue la logica del *profit sharing* e/o del *pay for performance*, può prevedere incentivi a breve termine (*short-term incentives* o STI) o a più lungo termine (*longterm incentives* o LTI) o una combinazione di entrambi⁹⁵. In un sistema 'a cascata' (*cascading*), i Piani di incentivazione seguono una logica di misurazione dei risultati parametrata, in primo luogo, ai risultati complessivi (in modo che si tratti effettivamente di *profit sharing*), in seconda battuta sulla specifica business unit di appartenenza e infine sulla performance individuale. Per l'adozione di questa politica a tutti i livelli aziendali è necessaria la definizione di un sistema di monitoraggio e gestione della performance. Inoltre, se l'azienda intende premiare il contributo del singolo manager rispetto alla performance complessiva dell'impresa, dovrà impegnarsi a declinare il Piano industriale in obiettivi specifici che, considerati complessivamente, siano coerenti con il risultato perseguito⁹⁶.

Inoltre, affinché possa essere applicato il *pay for performance* occorre identificare cosa si intende per performance e quindi definire un livello di risultato aziendale che giustifichi l'attivazione del Piano e al di sotto del quale esso non si attiva e decidere gli indicatori che fanno scattare i sistemi

⁹⁴ Ibidem

⁹⁵ Conti V. (2010), *Sistemi di remunerazione, incentivi e corporate governance: alcune riflessioni sulla recente crisi*, in C. Amatucci (a cura di), *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Milano, p. 79 ss.

⁹⁶ Conforti C. (2012), *Nomina e revoca degli amministratori di società*, in Trattati a cura di Paolo Cendon, Milano, Giuffrè, p.165

di incentivazione, sia di breve che di medio-lungo periodo. La prassi è di graduare tali incentivi, prevedendo una soglia inferiore al target contenuto nel Piano, superata la quale viene consentito l'accesso al bonus ancorché in misura parziale. Tale prassi prevede una maggiorazione dell'incentivo quando l'obiettivo di Piano viene, via via, avvicinato. In merito all'entità dei bonus occorre chiarire che la sua espressione tende ad essere percentualizzata rispetto al target raggiunto e la grandezza si mostra inversamente proporzionale rispetto alle dimensioni delle società.

Ciò spiega perché in alcuni settori, connotati da poche operazioni di elevato valore economico, può essere ragionevole considerare parzialmente raggiunto, un target anche se in presenza di uno scostamento del 20% mentre in altri, in cui si evidenziano tantissime operazioni ripetute e di basso valore, può essere considerato un insuccesso anche uno scostamento del 5%. L'erogazione degli strumenti di incentivazione variabile viene, di norma, differita nel tempo. Più precisamente, le politiche di remunerazione definiscono due diversi intervalli temporali: il *granting period*, che rappresenta la data in cui lo strumento viene assegnato e il *vesting period*, ovvero l'arco temporale che intercorre tra l'assegnazione dello strumento e il suo pagamento vero e proprio (durante il *vesting period* i diritti di opzione non possono essere esercitati). Gli strumenti per corrispondere i bonus utilizzati nei Piani di incentivazione, sia di breve sia di medio-lungo termine, possono suddividersi in tre macrocategorie: strumenti *equity based*; strumenti *equity liked-cash settled*, strumenti monetari (*cash*). Ciò che discrimina l'appartenenza di uno strumento ad una delle tre macroclassi è il pagamento: se uno strumento prevede l'assegnazione di azioni o strumenti finanziari, appartiene alla categoria *equity based*, se, al contrario, uno strumento viene regolato in denaro appartiene alle categorie *equity liked-cash settled* o strumenti monetari. Gli strumenti *equity based* possono essere divisi in *stock options*, *performance stock option*, *performance share* o *stock grant* e *restricted* secondo definizioni che riflettono terminologie non sempre omogenee⁹⁷. Per le *stock options* e in generale per gli strumenti *equity based* è necessario annoverare una terza fase che li riguarda: l'*exercising period*, che corrisponde alla fase in cui il manager entra, materialmente, in possesso del diritto di opzione e può decidere di esercitarlo. Una volta in possesso dell'opzione, dal momento in cui egli potrà esercitare il diritto in essa contenuto, deciderà di acquistare o meno l'azione al prezzo convenuto, invece che a quello quotato. Al manager converrà esercitare il diritto contenuto nelle *stock options* solo se, durante l'*exercising period*, il prezzo d'esercizio risulta essere inferiore al valore corrente dell'azione. Per finanziare un Piano *equity based* l'azienda può, in alternativa, effettuare un aumento di capitale o acquistare azioni

⁹⁷ Conti V. (2010), op. cit., p.112

proprie. Soprattutto nel primo caso, che consente ai manager di diventare azionisti esercitando l'opzione, però, si rischia un effetto diluitivo delle quote di capitale detenute dagli azionisti. L'azienda può, però, optare per un piano in cui vengono utilizzati strumenti collegati all'andamento dell'azione, ma regolati in contanti (equity liked-cash settled). Gli strumenti equity liked-cash settled, dunque, presentano lo stesso profilo di remunerazione degli equity based, ma prevedono il pagamento in denaro. Un altro strumento impiegato come remunerazione variabile è rappresentato dalle phantom options che riproducono fedelmente le stock options con la variante che, l'eventuale differenza tra il prezzo d'esercizio e il valore corrente dell'azione della società, viene corrisposta dalla società al dipendente in denaro. Le phantom shares riproducono il meccanismo dei piani di performance shares utilizzando azioni virtuali invece che effettive. Infine, i deferred bonus sono piani basati su un differimento del bonus annuale su un orizzonte ultrannuale. Di recente sono stati introdotti in alcuni accordi contrattuali con i manager, meccanismi di claw-back o malus, che consentono, rispettivamente, di recuperare quanto erogato nel caso in cui i risultati, che hanno dato luogo alle remunerazioni, si rivelino successivamente non sostenibili o di ridurre la remunerazione variabile maturata nel periodo di differimento, per gli stessi motivi⁹⁸.

Tra le forme di retribuzione variabile riconducibili agli executives delle società quotate, le stock options rappresentano, tutt'oggi, la componente più rilevante⁹⁹(ciò vale, in particolare, nel pacchetto retributivo dei Chief Executive Officers operativi negli Stati Uniti). Le stock options sono strumenti finanziari, non cedibili a terzi, che attribuiscono ai dirigenti della società la facoltà di acquisire azioni della medesima alle seguenti condizioni¹⁰⁰:

- i) ad un prezzo prefissato (detto strike price), ovvero determinato anticipatamente con riferimento ad uno o più parametri;

⁹⁸ I sistemi di «malus» sono meccanismi che operano durante il periodo di differimento, quindi prima dell'effettiva corresponsione del compenso, per effetto dei quali la remunerazione variabile maturata può ridursi in relazione alla dinamica dei risultati corretti per i rischi, ai livelli di capitale, a obiettivi di compliance etc. Per claw-back si intende invece la restituzione di un compenso già pagato al personale. Le clausole di claw-back possono riguardare sia i pagamenti up-front sia quelli oggetto di differimento (Banca d'Italia, 2013)

⁹⁹ Misurato con la c.d. 'formula di Black-Scholes': cfr. Murphy [1998].

¹⁰⁰ Conti V. (2010), op. cit., p.116

- ii) entro un definito lasso di tempo, che di regola inizia a decorrere dopo che siano trascorsi alcuni anni dalla loro attribuzione e/o si siano avverate determinate condizioni¹⁰¹.

Se il prezzo di mercato delle azioni, durante il periodo di esercizio, non supera lo strike price (la s. o. è definita in tal caso out of the money), la s. o. cessa di avere efficacia, poiché sicuramente non verrà esercitata dai titolari; in caso contrario, la differenza – positiva – tra il prezzo di mercato dell'azione e lo strike price (la s. o. è detta allora in the money) potrà essere “monetizzato” dai titolari attraverso l'esercizio dell'opzione e la contestuale, o successiva, vendita del titolo azionario sottostante. L'obiettivo principale delle s. o. è di indurre il management ad internalizzare l'interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore del loro investimento azionario, legando la retribuzione alla performance della società. In altri termini, le s. o. trasferiscono una parte del “rischio di impresa” dagli azionisti al management nell'intento di ridurre la divergenza di interessi derivante dal ‘rapporto di delega’ tra le due parti.

Inoltre, le s. o. regolano la tendenziale maggiore avversione al rischio d'impresa da parte dei manager e le difficoltà di controllo e valutazione della loro condotta (il c.d. problema di moral hazard). I benefici che l'impresa può ritrarre dalla remunerazione dei manager mediante s. o. possono consistere anche in altri aspetti, così riassumibili:

- i) nel rafforzamento del loro incentivo alla permanenza nella società (il c.d. effetto fidelizzazione);
- ii) nel superamento di eventuali vincoli di liquidità dell'impresa, specie nella fase iniziale del progetto imprenditoriale;
- iii) nell'assolvimento di una funzione di screening nella selezione del management, che, accettando tale forma di remunerazione, segnala all'impresa la propria determinazione e capacità di creare valore nel lungo periodo

D'altro canto, il legame che le s. o. creano tra retribuzione e performance dell'impresa comporta un costo aggiuntivo rispetto alla retribuzione fissa che consiste nel ‘premio’ che i manager richiederanno come compensazione per la sopportazione del rischio d'impresa¹⁰².

¹⁰¹Per una descrizione di alcune varianti al paradigma tradizionale di s.o. (ad esempio indexed options, premium options, performance vested options, repricable options, purchased options, reload options, rescindable options) cfr. tra i molti, Gualtieri [1993]; Johnson e Tian [2000]; Ferrarini [2002].

¹⁰²Tale premio per il rischio viene quantificato nella differenza tra l'ipotetico valore di mercato delle s. o. (i.e. il costo-opportunità che la società sopporta quando conferisce s. o.) e il valore che gli amministratori attribuiscono a tali titoli. Murphy, nel 1998, riferiva che gli exchange programs, nei quali gli executives accettano una riduzione di salario in cambio di s. o., di regola riconoscevano un premio per il rischio del 100%-200% per le s. o.

Detto costo, di contro, non sussiste fintantoché il rischio grava sugli azionisti che possono, con costi di transazione nulli (o comunque ridotti), diversificare il loro portafoglio azionario. La diversificazione, infatti, neutralizza il rischio specifico dell'impresa in cui partecipano. L'analisi costi/benefici induce quindi a concludere che le s. o. risultano essere sistemi di remunerazione pareto-efficienti solo nei casi in cui il 'premio per il rischio' sia inferiore ai benefici derivanti dalla loro adozione¹⁰³.

Le s. o. prendono il nome di performance stock options, strumenti simili alle stock options se la loro assegnazione è subordinata al raggiungimento di obiettivi di performance. L'azienda può anche scegliere di assegnare direttamente azioni (sempre al raggiungimento di obiettivi di performance) e in questo caso si parla di performance share o stock grant, se il piano coinvolge un ampio numero di dipendenti.

Illustrate le funzioni che le s. o. possono assolvere, indirizzando verso la gestione nell'interesse dell'impresa sociale occorre sottolineare che l'effetto che esse possono in concreto avere sulla condotta dei manager non risulta univoco. La vasta letteratura che si è interessata al tema ha sottolineato come tali strumenti pongano incentivi di natura e intensità diversi potendo anche ampliare, piuttosto che ridurre, la divergenza di interessi tra manager e azionisti. Le modalità con cui le s. o. possono incidere sulla condotta del management dipendono infatti da una molteplicità di variabili concernenti¹⁰⁴ i) le condizioni e i parametri che ne regolano l'esercizio, ii) l'efficienza dei mercati di riferimento, iii) le condizioni patrimoniali e la propensione al rischio dei soggetti a cui sono destinate. In una rapida rassegna degli incentivi che esse pongono si deve, innanzitutto ricordare che, sul piano dello stimolo ad incrementare il valore dell'azione, le s. o. potrebbero indurre il management ad adottare politiche di gestione di breve periodo (il c.d. short termism) a discapito dell'interesse degli azionisti alla creazione di valore sul medio-lungo, esclusivamente quindi per alterare al rialzo i corsi azionari in concomitanza con la possibilità di esercizio delle opzioni di cui dispongono e contestuale vendita delle azioni. Occorre, tuttavia, precisare che, in presenza di mercati efficienti, tale strategia ha probabilità di successo solo nel caso in cui il mercato non sia in grado di apprezzare la discrasia tra breve e lungo periodo, ciò accade quando non possiede le informazioni private di cui il management si avvale (commettendo insider trading) ovvero quando le informazioni rese pubbliche siano state oggetto di una dolosa alterazione da parte del management. Inoltre, va rilevato che, proprio al fine di neutralizzare il rischio di short termism

¹⁰³ La Pareto efficienza rappresenta indica un equilibrio non perfezionabile.

¹⁰⁴ Conti V. (2010), op. cit., p.133

che l'attribuzione di s. o. ai manager comporta, queste possono essere attribuite secondo 'Piani' che limitano il numero di opzioni esercitabili in ciascun periodo. Nondimeno, l'efficacia su tale fronte della procedura di 'scaglionamento' può risultare fortemente attenuata quando la presenza di una 'bolla speculativa' rende concreta, in un determinato momento, la possibilità di guadagni tali da superare il costo-opportunità (il valore presente dei guadagni attesi derivanti dallo stipendio e dalle s. o. il cui termine non è ancora maturato) e il costo reputazionale (il discredito che i manager ricevono sul mercato dei servizi manageriali) che una strategia esclusivamente di breve periodo comporta. In risposta al rischio di short termism sono state introdotte misure volte ad imporre ai manager di conservare le azioni acquisite tramite l'esercizio delle opzioni sino a che non sia trascorso un certo lasso di tempo dall'interruzione del rapporto di lavoro con la società¹⁰⁵. Tale meccanismo comporta, però, per i manager un onere aggiuntivo sia sul piano finanziario (per la ricchezza immobilizzata) sia per ciò che attiene al rischio d'impresa (che non sarà più influenzato da loro scelte ma da quelle di altri soggetti, i nuovi manager); inoltre, in tali casi, per compensare detto onere, le società sono costrette a riconoscere un 'premio per il rischio' maggiore, incrementando il numero di s. o. e dunque sopportando un costo maggiore¹⁰⁶.

Passando al distinto profilo degli incentivi all'attitudine ad assumere rischio, le s. o. possono, data la loro struttura asimmetrica di payoffs, indurre i manager ad assumere un livello di rischio eccessivo (sub-ottimale per gli azionisti) sempre allo scopo di portare il prezzo delle azioni al di sopra dello strike price (la c.d. gambling for resurrection)¹⁰⁷. Di contro, in altri casi possono paradossalmente rendere i manager più avversi ad assumere rischi quando il prezzo dell'azione supera lo strike price delle s. o. possedute, che diventano quindi in the money¹⁰⁸.

In termini generali si può affermare che il valore che le s. o. assumono per i manager, e quindi gli incentivi che determinano sul piano dell'assunzione del rischio, dipendono da variabili attinenti allo strumento in considerazione (il valore dell'azione sottostante alla s. o., il prezzo di esercizio della medesima, il lasso di tempo intercorrente sino alla scadenza, il tasso di interesse a breve, privo di rischio, la volatilità attesa dell'azione sottostante, la politica attesa di distribuzione dei

¹⁰⁵ Ibidem

¹⁰⁶ Ciò comporterà una riduzione dell'utile riconosciuto agli azionisti (effetto diluizione).

¹⁰⁷ Il gioco d'azzardo per la resurrezione è una situazione nelle relazioni internazionali in cui un leader indebolito a livello nazionale è disposto a rischiare la guerra o prolungare la guerra per mantenere l'incarico.

¹⁰⁸ Sottolineano l'effetto incentivante ad assumere rischio, tra i molti, Johnson e Tian [2000], Levmore [2001]; spunti sulla relazione tra s.o. e incremento dell'avversione al rischio da parte degli amministratori in Gualtieri [1993], Abowd e Kaplan [1999].

dividendi) e da variabili attinenti al profilo del manager al quale sono destinate (la sua avversione al rischio, il suo patrimonio complessivo e la componente di questo investita nella società e, infine, l'esigenza di liquidità). Gli effetti che possono derivare dipendono, pertanto, dalla misura e dalle modalità con cui le s. o. vengono strutturate e calibrate, anche in relazione alle specifiche caratteristiche del management al quale sono destinate. Le s. o. possono, inoltre, introdurre delle distorsioni nella politica finanziaria della società nella misura in cui inducono il management ad optare in misura eccessiva per il reinvestimento dell'utile, ovvero a procedere ad esercitare pressioni sull'assemblea per acquisti di azioni proprie, prescindendo dalla sussistenza di situazioni che, teoricamente, lo giustifichino.

La presenza di s. o. potrebbe motivare i manager a procedere a buybacks sia per evitare il c.d. 'effetto diluizione', consistente nell'incidenza negativa che le opzioni possedute hanno sull'earning per share, presa tradizionalmente a riferimento dal mercato per la valutazione del titolo, sia per evitare distribuzioni formali di dividendi, che potrebbero provocare una riduzione di valore dell'azione e dell'opzione detenuta dai manager¹⁰⁹. La letteratura che ha condotto indagini di carattere empirico sulla relazione tra operazioni di buybacks e sussistenza di piani di s. o. non sembra, comunque, essere giunta a conclusioni certe sull'esistenza di un rapporto tra i due fenomeni¹¹⁰. Infine, ambigui sono gli incentivi che le s. o. pongono nel caso in cui il regolamento d'emissione preveda la possibilità di esercizio anticipato (accelerated vesting) delle medesime ogniqualvolta vi sia un trasferimento del controllo della società emittente (il c.d. golden parachute per i manager). Il risultato ottimale che tali clausole intendono conseguire è di ridurre la potenziale divergenza di interessi tra azionisti e manager in caso di take-over sulla società, offrendo ai secondi una possibilità di guadagno che li compensi dalla probabile cessazione dalla carica che il trasferimento del controllo comporta. È stato tuttavia osservato che s. o. di tal genere possono

¹⁰⁹ In prossimità della distribuzione degli utili il titolo azionario aumenta il suo valore che, però, si riduce subito dopo. Con riferimento agli effetti che le stock option possono avere sul corretto adempimento degli obblighi informativi che devono essere assolti nei confronti del mercato e degli azionisti (disclosure), le stock option possono introdurre delle distorsioni nella condotta degli amministratori, sia nel momento antecedente la concessione delle stesse, sia in prossimità del loro esercizio. Negli Stati Uniti il Revised Model Business Corporation Act, modello a cui si rifanno le legislazioni statali, attribuisce con norma derogabile la competenza a decidere su distribuzione di dividendi e acquisti di 'azioni proprie' al Board of Directors

¹¹⁰ Shashwat Alok et All, (2017), *Stock Price Informativeness and Executive Compensation*, Indian School of Business WP

rivelarsi degli strumenti difensivi che ostacolano il trasferimento del controllo rendendolo più costoso¹¹¹.

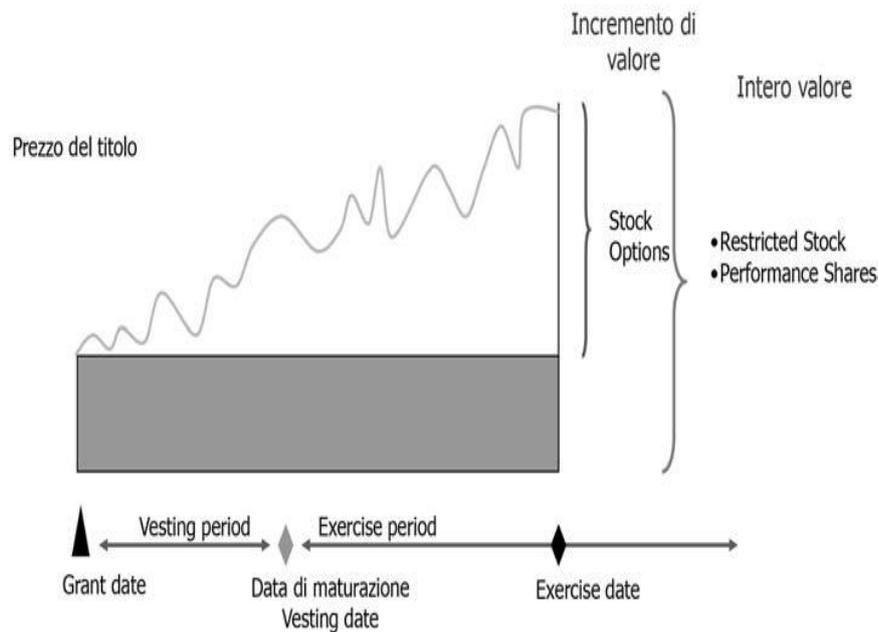
I restricted stock consistono in un tipo di azione di una società che non è pienamente trasferibile finché certe condizioni non vengono soddisfatte. Solo al soddisfacimento di queste ultime, il titolo diventa trasferibile alla persona che già la detiene.

I restricted stock vengono impiegati come una forma di pagamento per gli executives che comporta il loro trasferimento al raggiungimento degli obiettivi prestabiliti, quali la permanenza per un lungo periodo in azienda, o anche altro.

In genere, gli obiettivi associati a tali titoli sono legati al raggiungimento di un determinato livello di utili o il fatturato. Essi sono un'alternativa popolare alle stock options, per via di trattamenti fiscali e regole di contabilizzazione particolarmente favorevoli. La figura che segue evidenzia gli aspetti relativi alla distinzione tra stock option e restricted stock.

Fig. n.2.4: Stock options vs Restricted stocks

¹¹¹Ibidem



Fonte: ONDC

I due titoli hanno implicazioni differenti: il rischio di perdita di valore delle opzioni è sempre maggiore di quello delle azioni, infatti, se il prezzo del titolo scende al di sotto di quello di esercizio, il beneficiario delle stock option perde l'intero valore dell'incentivo mentre, il destinatario di azioni vedrà "solo" diminuire il valore del premio assegnato proporzionalmente alla riduzione del valore di mercato del titolo¹¹².

Il quadro degli effetti che i restricted stock possono avere sulla condotta degli executives è altrettanto complesso, quanto quello relativo alle stock options. In primis, anch'essi essi possono indurre il management a adottare politiche di short termismo, ovvero una gestione di breve periodo a discapito della creazione di valore sul lungo periodo, ciò esclusivamente per provocare una crescita dei corsi azionari in concomitanza con il raggiungimento degli obiettivi associati al titolo, finalizzato alla cessione sul mercato delle azioni di cui essi dispongono.

Inoltre, i restricted stock possono avere sulla disclosure le stesse controindicazioni delle stock option dato che, anche esse, possono indurre gli executives a forzare la tempistica delle rendicontazioni, prima che la società determini il quantitativo di azioni da assegnare.

¹¹² Ibidem

La normativa sull'*internal dealing*¹¹³ e le specifiche condizioni alle quali vengono attribuite le azioni rappresentano le determinanti di tali effetti e gli strumenti per correggerli.

A differenza di quanto accade con le *stock options*, con riferimento al pericolo di comportamenti eccessivamente rischiosi da parte del manager, i *restricted stock* non sembrano esporre al medesimo rischio¹¹⁴. I *restricted stock* presentano, infatti, una struttura di *payoff* simmetrica, in quanto comportano guadagni o perdite nella stessa proporzione con cui il valore del titolo azionario aumenta o si riduce, per cui non sembra sensato assumere comportamenti rischiosi, assumendosene le conseguenze.

Inoltre, quanto più si incrementa la quota di capitale detenuta dall'*executive* tanto più è possibile registrare un incremento della sua avversione al rischio.

In merito alle ripercussioni sulla politica dei dividendi e sull'acquisto delle azioni proprie, rispetto alle *stock options*, le condizioni imposte nei *restricted stocks* tendono ad affievolire il vantaggio ad agire in modalità alterante, ciò in quanto gli amministratori titolari di detti strumenti non beneficiano della distribuzione di utili.

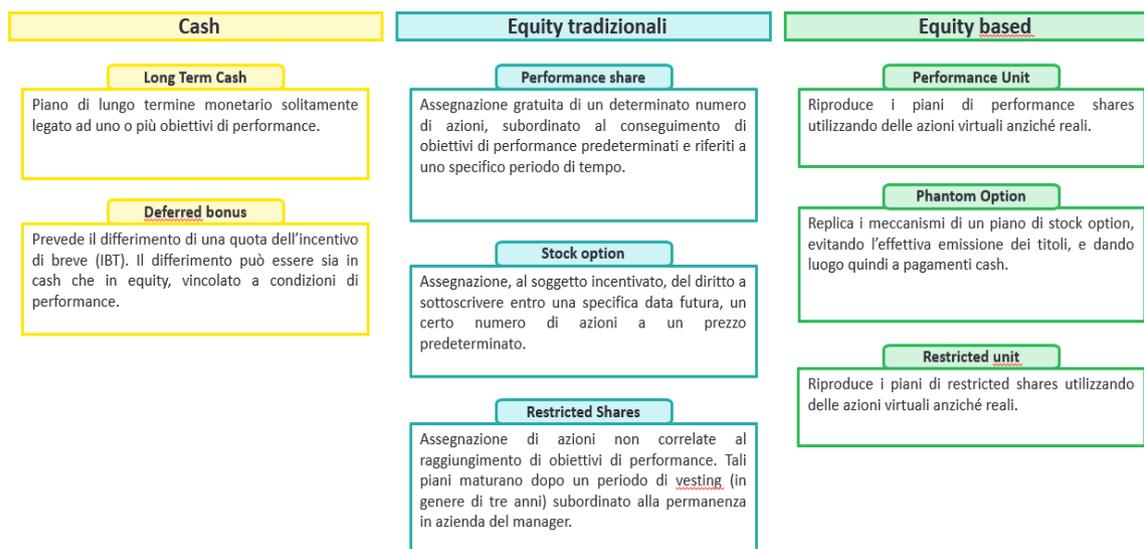
Ciò detto, non sembra sussistere alcun interesse da parte del management ad intervenire sul rapporto utili per azione. I *restricted stock* potrebbero influenzare, invece, le scelte in merito ad eventuali operazioni di trasferimento del controllo, laddove queste dovessero comportare la definitiva attribuzione agli amministratori dei *restricted stock* loro concessi.

La figura che segue mostra le varie forme di incentivo.

Fig. 2.5: Le forme di incentivi

¹¹³ Con il termine *Internal Dealing* si è soliti identificare le operazioni di compravendita sui titoli di una società quotata da parte dei propri amministratori, sindaci e top managers.

¹¹⁴ Schneider P.J. (2013), *The Managerial Power Theory of Executive Compensation*, in *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 67 Issue 3, p.22



Fonte: Materiale EY

2.4 Remunerazione degli Executives: il ruolo dei Proxy Advisor

I Proxy Advisor (P.A.) 'consulenti in materia di voto' sono istituzioni create spontaneamente dal mercato per risolvere i problemi di azione collettiva e di asimmetria informativa che, strutturalmente, gravano sulle scelte degli investitori.

In pratica, i P.A. esaminano le proposte di voto indicate all'ordine del giorno delle assemblee di società e provvedono a valutarne la rispondenza alle best practice di governo societario. Successivamente, emettono valutazioni e raccomandazioni che servono agli Investitori Istituzionali per orientare il proprio voto in Assemblea. I proxy Advisor rivendono le informazioni agli investitori istituzionali: gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav; i fondi pensione; le compagnie di assicurazione. Il vantaggio insito nella loro funzione risiede nella possibilità di ottenere delle valutazioni sulle politiche attuate dalle società senza sostenerne i costi, altrimenti proibitivi, di raccolta e analisi delle informazioni.

Il ruolo dei P.A., quali intermediari dell'informazione societaria è, in realtà, duplice, da un lato essi consentono di risparmiare sui costi legati alla necessità di valutare qualità e contenuti delle proposte deliberative formulate dagli amministratori, dall'altro esprimono le proprie preferenze in ordine ai temi del governo societario e delle politiche di remunerazione, così canalizzando un flusso informativo verso gli emittenti orientandone le determinazioni.

Sotto altro profilo, i servizi di Proxy Advisory sono assimilabili a quelli forniti dalle agenzie di rating, essendo entrambi intermediari dell'informazione ma, anche, perché propongono valutazioni sulle politiche delle società.

La competenza dei P.A. è tale da consentire loro di formulare codici di comportamento recanti l'individuazione delle best practices condivise dagli operatori del settore.

Mentre le Agenzie di rating esprimono una valutazione sul grado di solvibilità futura dell'emittente e, quindi, sulla qualità del suo capitale "di debito", nel caso dei P.A. la valutazione riguarda le deliberazioni assembleare e quindi la qualità (del governo) del suo capitale "di rischio".

Inoltre, mentre le Agenzie di rating operano per conto dell'emittente, svolgendo il ruolo di 'segnalatore' all'esterno del merito di credito (c.d. "signaling"), i P.A. operano per conto della parte meno informata, ossia l'investitore istituzionale, azionista di quell'emittente.

La disciplina europea dei Proxy Advisors è contenuta nella SHRDII che ha stabilito che le attività di consulenza, in materia di voto, debbano essere soggetti a particolari requisiti di trasparenza. La direttiva ha rimesso agli Stati Membri l'impegno di introdurre un codice di condotta. Per quanto osservato, l'attività dei Proxy Advisor finisce per incidere anche sulle scelte di voto degli azionisti, in quanto pone l'accento sulle politiche di remunerazione degli amministratori¹¹⁵.

Anche osservando le attività dei P.A. si evince che la loro funzione stia avendo decisi impatti, ciò è evidente dal divario dell'attenzione, in riferimento alle politiche di remunerazione, tra azionisti con poche quote e investitori istituzionali. Questi ultimi, infatti, sembrano meno attenti dalle raccomandazioni dei Proxy Advisors, sebbene colgano, più degli azionisti, l'analisi generale della governance, che tiene 'anche' conto della compensation policy.

In linea generale, gli investitori istituzionali subiscono i pareri dei Proxy Advisor, con sfumature di incidenza che variano a seconda del grado di partecipazione dell'investitore.

In particolare, sono detti non-blockholders gli investitori istituzionali soggetti all'influenza dei Proxy Advisors, e si differenziano dai blockholders (che in sono azionisti detentori di partecipazioni rilevanti) che svolgono attività di ricerca in prima persona.

Le raccomandazioni dei P.A. vengono, dunque, analizzate e fatte proprie dagli Investitori Istituzionali, in particolare quelle aventi ad oggetto la struttura della remunerazione e il suo rapporto con la creazione di valore nel lungo periodo nonché l'entità dei trattamenti di fine rapporto.

¹¹⁵ Sul tema, lo studio condotto nel Quaderno di Finanza n.81 dell'Aprile 2015 di Consob

Data la struttura delle società italiane, essenzialmente basata su piccole-medie imprese (PMI), il lavoro dei P.A. nel nostro Paese ha acquisito, negli anni, un ruolo sempre maggiore. Ciò si spiega perché nelle PMI, il rapporto fra costi di accesso alle informazioni e costo-beneficio del loro utilizzo può risultare sconveniente.

L'attività dei P.A., dunque, rappresenta un importante deterrente al ricorso, da parte delle società, a politiche remuneratorie inadeguate in quanto verrebbero segnalate agli Investitori Istituzionali che voterebbero contro (Say on Pay).

In merito alle politiche remuneratorie, secondo alcuni importanti Proxy Advisor (Glass Lewis e ISS) sarebbe opportuno che i livelli di pagamento siano sempre adeguati al contesto in cui l'azienda opera. Inoltre, essi dovrebbero riflettere gli interessi degli azionisti e dei dipendenti, ciò anche rispetto al raggiungimento dei target fissati. In linea generale le remunerazioni dovrebbero essere revisionate al ribasso in caso di¹¹⁶ eccezionali perdite o rischi assunti, che abbiano portato ad una riduzione del valore dell'azione, oppure in caso in cui l'azienda abbia assunto decisioni che abbiano avuto un impatto materiale negativo (soprattutto in capo ai dipendenti, ad esempio creando disoccupazione). GL raccomanda un voto contrario alla proposta di remunerazione, anche in caso di disallineamento tra il pay out dei piani degli executive e l'esperienza degli stakeholder con tali manager, o nel caso in cui il compenso fisso sia stato aumentato senza una motivazione.

Inoltre, in accordo con la SHRD II, il compenso degli amministratori non esecutivi dovrebbe essere oggetto di disclosure in politica di remunerazione e generalmente deve essere confrontato con le altre aziende simili per livello o settore. Di conseguenza, una variazione nel compenso degli amministratori dovrebbe essere documentata e motivata.

Secondo i Proxy Advisors citati, gli amministratori non esecutivi dovrebbero essere beneficiari della sola remunerazione fissa, pagata solamente in cash, o con azioni che non siano comunque legate a vincoli di performance o di permanenza.

¹¹⁶ Materiale interno di EY

CAPITOLO III

BEST PRACTICE CSR E COMPENSATION POLICY

Premessa

Negli ultimi decenni la cultura d'impresa si è fortemente evoluta, facendo propri nuovi paradigmi che la vedono portatrice di una nuova forma di responsabilità, di tipo 'sociale' che va oltre gli interessi diretti e di ciò che è richiesto dalla normativa.

Successivamente, la diffusione di una cultura ambientale, ha rafforzato tali responsabilità rendendole in parte vincolanti rispetto alle 'esternalità negative' create dal modus operandi, tra cui emergono gli impatti ambientali.

Le valutazioni delle emissioni, ad esempio, hanno iniziato a divenire obbligatorie anche a seguito di interventi di istituzioni quali l'OCSE e l'ONU che hanno dettato regole e principi. In tale contesto, alcune agenzie internazionali hanno iniziato a pubblicizzare report su grandi aziende, aventi contenuti non finanziari. Lo sviluppo richiesto alle aziende è stato definito 'sostenibile', ovvero attento agli impatti generali provocati. Alla luce di ciò, l'attenzione alle performance d'impresa 'non finanziarie' si è imposta come un aspetto cui le aziende sono obbligate a rispettare e i manager ad assicurare. In coerenza con tale orientamento, anche la remunerazione degli executives ha iniziato ad essere correlata al raggiungimento di tali obiettivi.

3.1 Lo stakeholders engagement ed i nuovi target d'impresa

I target imposti nelle compensation policies sono legati al tipo di gestione condotta, ovvero agli obiettivi aziendali perseguiti, che non dipendono solo dalla volontà della governance ma, anche, dalla normativa e dalle dinamiche di mercato in atto. La modifica dell'ottica aziendale conduce, infatti, ad un ripensamento anche dei target abbinati alla premialità degli executives. Come si è detto, negli ultimi decenni la cultura d'impresa ha subito profonde modificazioni che hanno riconfigurato la 'mission aziendale' che, dall'essere finalizzata alla produzione di profitti, si è trasformata in un impegno a soddisfare tutti gli interessi che l'azienda incorpora. Oggi, le attività

d'impresa vengono ritenute in un rapporto di osmosi con l'ambiente, con le leggi, le persone e con ogni altro aspetto rilevante coinvolto, per cui, vengono condotte considerandone gli interessi diffusi che esse attraggono.

Il termine stakeholder riassume la nuova concezione della versatilità degli interlocutori aziendali e fa riferimento a tutti i 'portatori di interesse', che non si esauriscono nei soli attori coinvolti nel processo (lavoratori, fornitori, banche, clienti ecc.) coinvolgendo l'ecosistema generale.

La nuova concezione ha condizionato il modus operandi delle aziende anche nei suoi aspetti informativi, nell'adozione dello stakeholder engagement con cui si è giunti a riconoscere, ai portatori di interesse, il diritto ad essere 'ascoltati' dall'azienda rendicontando loro l'esito dell'attività e le scelte compiute¹¹⁷.

Il termine stakeholder engagement rimanda all'introduzione di un'accountability, ovvero di una responsabilizzazione verso gli stakeholders che avviene, sostanzialmente, informando tutti gli interessati circa le modalità di adempimento delle attività, e dei loro impatti.

Il Bilancio di esercizio e il Bilancio sociale sono i principali documenti deputati a tale scopo. Affinché i documenti citati realizzino le attese, è necessario avere agito nel rispetto dell'inclusività, un principio che richiede di prendere in considerazione le aspirazioni e le necessità degli stakeholders, in tutti i livelli del sistema di rendicontazione, controllo e reporting sociale ed etico in quanto, "sforzarsi per raggiungere l'inclusività significa che un'organizzazione è impegnata a riflettere, in tutte le fasi di un processo, su quali siano i punti di vista e le necessità di ogni gruppo di stakeholder. I punti di vista degli stakeholder si rilevano grazie a un processo di coinvolgimento che permette che questi vengano espressi senza paure o costrizioni. L'inclusività richiede che vengano considerati anche gli stakeholder senza voce incluse le generazioni future e l'ambiente"¹¹⁸.

Lo stakeholder engagement, così delineato, presuppone che vi sia stata una predisposizione di strategie volte alla creazione e alla gestione di relazioni fiduciarie basate sull'impegno a creare e distribuire valore, trattandosi di un modello gestionale stakeholder-oriented, che implica che vi sia pianificazione di attività di comunicazione e di marketing¹¹⁹.

In base ai principi di stakeholder engagement la finalità imprenditoriale prevalente deve consistere nella creazione di 'valore economico e sociale' attraverso la gestione del sistema di relazioni con

¹¹⁷AA.VV., AccountAbility, Stakeholder Engagement Standard, AA1000SES, 2015.

¹¹⁸ Ibidem, AA1000SES, 2015

¹¹⁹ Ibidem, AA1000SES, 2015

i diversi portatori d'interesse e il loro massimo coinvolgimento, sebbene figurativo, nei processi decisionali. La mappatura dei portatori d'interesse è la base di partenza per poter realizzare uno stakeholder engagement efficace, mentre il loro coinvolgimento viene assicurato dalla prevalutazione degli interessi in gioco e nella conseguente ponderazione delle loro istanze. In merito a tali istanze, gli stakeholders vengono raggruppati in quattro categorie¹²⁰:

- Alta influenza/Alto interesse: sono i cosiddetti “Promoter”, gli stakeholders che devono, necessariamente, essere coinvolti nel processo decisionale in quanto il loro contributo è ritenuto di vitale importanza per il successo del progetto¹²¹.
- Alta influenza/Basso interesse: sono i “Latent”, categoria in cui rientrano, ad esempio, i gruppi di pressione o gli opinion leader, coloro hanno la capacità di mobilitare l'opinione pubblica a favore o contro le attività di un'impresa. Considerata la loro influenza, è necessario coinvolgerli nel progetto.
- Bassa influenza/Alto interesse: si tratta dei cosiddetti “Defender” tra cui rientrano, ad esempio, i cittadini destinatari dei progetti, che dovrebbero essere costantemente ascoltati ed informati per far sì che i risultati corrispondano ai loro bisogni reali.
- Bassa influenza/Basso interesse: ovvero gli “Apathetics”, riguarda i gruppi che non hanno potere di influenza e che presentano scarso interesse per cui non appare necessario un loro coinvolgimento.

In linea generale, quanto più elevata è l'entità del business tanto maggiore è l'impatto sui gruppi di stakeholders per cui, in tali casi, sarà importante che l'azienda mantenga un dialogo volto a negoziare gli interessi in gioco e ad assicurare un allineamento dei valori dell'azienda e del gruppo considerato.

Per evitare impatti non desiderati gli stakeholders hanno la possibilità di opporvisi, sul tema, Frooman ha introdotto la cosiddetta teoria dell'“influenza degli stakeholders” riferendosi alle varie azioni potenzialmente postulabili per contrastare l'attività aziendale avvertita come lesiva¹²². Vendette e boicottaggi, campagne denigratorie, disinvestimenti, ovvero vendite di azioni, ecc. rappresentano gli strumenti principali per difendersi dalle imprese. Anche alla luce dei danni potenziali, la teoria dell'influenza degli stakeholders di Frooman suggerisce di stringere un

¹²⁰ Ibidem, AA1000SES, 2015

¹²¹ In questo quadrante rientrano, ad esempio, i soggetti finanziatori del progetto, che dunque hanno alte aspettative rispetto all'attività proposta.

¹²² Frooman J., *Stakeholder Influence Strategies*, (1999), *The Academy of Management Review* Vol. 24, No. 2, pp. 191-205

engagement con gli stakeholders, ovvero una sorta di patto di non belligeranza che preveda che vi sia sempre una sorta di collaborazione ad agire per il bene comune. Rowley (1997), invece, configura il patto come una negoziazione simbolica dei poteri di influenza simultanea¹²³.

In merito alla compensation policy, l'introduzione del Say on pay è intervenuta a rafforzare il potere dei principali stakeholders, gli shareholders, in merito al monitoraggio delle remunerazioni. In tal senso, si osserva un esempio di engagement che vede la società impegnarsi a rendicontare le proprie scelte dinanzi agli azionisti, anche in virtù della necessità di dare testimonianza del corretto impiego del capitale e del giusto riconoscimento alle attività manageriali. È interessante notare come alcuni Proxy Advisor abbiano pensato di fornire raccomandazioni volte ad indirizzare il voto. Ad esempio, si consiglia di votare nel senso oppositivo nei seguenti casi¹²⁴:

“se si riscontra la mancanza di un'incentivazione pluriennale, con un'architettura e condizioni di performance che garantiscano buone prospettive future all'azienda; quando la politica non include delle clausole che permettano la mitigazione del rischio, come la previsione di malus e claw back, periodo di deferral (differimento), holding period (periodo di detenzione) a valle del periodo di vesting e requisiti di detenzione di quote dopo la conclusione del rapporto professionale”.

Secondo i Proxy Advisor, inoltre, in base all'engagement, il voto degli shareholders dovrebbe “considerare anche che il comitato remunerazione mantenga un ragionevole livello di discrezionalità, per assicurare che il livello di pagamento dei bonus rimanga collegato con la performance e che l'implementazione della politica di remunerazione sia fatta in maniera appropriata (considerando anche le metriche di performance e i target specifici)”¹²⁵.

L'engagement con gli stakeholders pone interrogativi circa le modalità da adottare per fare convergere l'esigenza di indipendenza operativa dell'azienda con le risorse disponibili e il rispetto degli interessi in gioco. La risposta su come fare a realizzare tale connubio risiede, essenzialmente, nella valutazione del 'valore aggiunto' di ciascuna scelta, cui occorre confrontare i costi associati (tra questi ultimi, vanno considerate anche le eventuali ripercussioni degli stakeholders). Nel contesto descritto, se gli stakeholders vengono considerati una risorsa da coinvolgere, potrebbero essere ponderati anche eventuali accordi con i gruppi che possono influenzare maggiormente gli esiti¹²⁶.

¹²³ Rowley T. J., & Moldoveanu M. (2003). *When will stakeholders groups act? An interest and identity based model of stakeholder group mobilization*. *Academy of Management Review*, 28(2), pp. 204–219.

¹²⁴Glass Lewis, *Le voting guidelines dei Proxy Advisor*, Novità 2021

¹²⁵ Ibidem

¹²⁶ Rowley T. J., & Moldoveanu M. (2003), *op. cit.*, p.145

Negli ultimi decenni, anche la globalizzazione ha alimentato energie che hanno modificato il modus operandi degli agenti economici e, al contempo, la mentalità dei consumatori che, grazie al nuovo riferimento mercatale, divenuto interrelazionato a livello globale, hanno iniziato a confrontarsi e a venire in contatto con nuove culture e idee. L'accentramento di potere economico nelle mani di grandi Corporations ha, di fatto, esasperato i 'consumi di suolo'¹²⁷ del pianeta, concentrandosi solo sugli obiettivi di profitto che hanno portato ad ignorare gli effetti di tali pratiche sulla vivibilità. In risposta a tale fenomeno si è andata diffondendo una cultura che ha individuato in tali modalità operative l'origine di gravi ripercussioni sociali e, in tale clima, le aziende hanno iniziato a cercare di arginare tale prorompente introduzione di nuove istanze, motivate da una sensibilizzazione verso ogni interesse coinvolto.

3.2 I nuovi orizzonti manageriali: la Corporate Social Responsibility

La ricerca del profitto ha da sempre caratterizzato le attività d'impresa, tuttavia, la globalizzazione ha trasformato i metodi tradizionali per attuarla. Già gli economisti classici, vissuti nel IX secolo, esponevano le proprie teorie ricorrendo al presupposto dogmatico della 'razionalità' e della logica che, a loro avviso, in ambito produttivo conduceva, naturalmente, a perseguire 'la massimizzazione del profitto' quale unico scopo dei produttori e la 'massimizzazione del beneficio personale', come unica ispirazione dei consumatori.

Secondo tali economisti, i consumatori, nell'atto di soddisfare i propri bisogni, agivano in base ai presupposti dell'*Homo oeconomicus*, un essere finalizzato, egoista, concentrato sui propri interessi ed intenzionato a sacrificare il minimo per ricevere il massimo tornaconto.

Un primo ripensamento che aprì alla rilettura delle dinamiche descritte, pervenne¹²⁸ negli anni '50 del XX secolo, quando iniziarono a diffondersi teorie economiche di matrice 'collaborativa', che giungevano a concludere che la 'cooperazione' e non l'egoismo, fosse la migliore strategia, introducendo embrionali teoremi di tipo 'win-win'¹²⁹.

¹²⁷ Il consumo di suolo è un fenomeno associato alla perdita di una risorsa ambientale fondamentale, dovuta all'occupazione di superficie originariamente agricola, naturale o seminaturale (Commissione Europea, *Orientamenti in materia di buone pratiche per limitare, mitigare e compensare l'impermeabilizzazione del suolo*. Bruxelles, 15.5.2012, SWD (2012) 101).

¹²⁸ Ad opera di economisti quali J. von Neumann, O. Morgenstern, A. Tucker, J.Nash.

¹²⁹ Mariotti S. e Piscitello L. (2006), *Multinazionali, Innovazione e strategie per la competitività*, Il Mulino, Bologna, p.78

Più tardi, rielaborando tali teorie, ha iniziato a diffondersi l'idea di un'economia sociale che rappresenta una prospettiva nuova in cui, accanto alle valutazioni di tipo quantitativo, si iniziarono a prendere in considerazione quelle di natura qualitativa.

Tali filoni si sono dotati di valori differenti rispetto all'economia tradizionale, in quanto si basano su principi alternativi rispetto alle regole dell'economia di mercato, ispirate unicamente a logiche individualiste ed opportunistiche, iniziando a considerare nuovi interessi in gioco, oltre a quelli immediatamente ritraibili.

Si introdussero, ad esempio, concetti come le 'esternalità negative', consistenti in effetti riduttivi di benessere sociale cagionati da scelte individuali. L'imposta pigouviana rappresentò una possibile soluzione al problema e consisteva nell'applicare un tributo, di importo pari al disvalore economico posto in essere da chi aveva prodotto 'esternalità negative'¹³⁰.

Successivamente, Ronald H. Coase pubblicò l'articolo *The Problem of Social Cost* che gli valse il premio Nobel per l'economia nel 1991, in cui si dimostrava la possibilità di giungere, attraverso il mercato, ad un'efficienza, intesa come somma netta del benessere sociale, superiore rispetto a quella che si può ottenere con l'intervento dello Stato o di altre regolamentazioni. Su queste basi è stato stipulato, ad esempio, il Protocollo di Kyōto¹³¹.

Le nuove conquiste culturali portarono a modificare anche la concezione di impresa, tanto che, nel 1970, M. Friedman, la definì: "soggetto economico finalizzato ad allineare interessi pubblici e privati mediante il soddisfacimento dei bisogni non solo degli azionisti ma di tutti gli stakeholders, primari e secondari, coinvolti direttamente, o indirettamente, nell'attività d'impresa"¹³². Coinvolti dall'attività di un'impresa non sono più solo i consumatori ed i lavoratori ma, in senso lato, gli stakeholders, ovvero tutti coloro che hanno interesse in essa e che ne subiscono le conseguenze operative e di cui un caso estremo è rappresentato dall'economia sociale il cui soggetto protagonista è il 'terzo settore' (in quanto inserito nel settore Stato e nel mercato) anche definito come "organizzazione della società civile", oppure, "privato-sociale" o, ancora, "settore no profit". In Italia, il 'terzo settore' ha subito una decisa rivalutazione a seguito della riforma del welfare

¹³⁰ Arthur Cecil Pigou (1877-1959) è stato un economista inglese, conosciuto per il suo impegno nell'economia del benessere, di cui è considerato uno dei maggiori esponenti.

¹³¹ Il protocollo di Kyoto è un trattato internazionale in materia ambientale riguardante il surriscaldamento globale, pubblicato l'11 dicembre 1997 nella città giapponese di Kyoto da più di 180 Paesi in occasione della Conferenza delle Parti "COP3" della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici.

¹³² Donaldson e Preston, (1995); Freeman, 1984; Jensen, (2001)

(avvenuta negli anni '80), imponendosi come conseguenza del fallimento dello Stato che era consistito nel non essere riuscito a raggiungere molti scopi istituzionali.

Negli anni '70 si comprese che neppure il normale funzionamento del mercato, con gli equilibri prodotti dalla domanda ed offerta, era riuscito a far fronte alle esigenze sociali, in quanto non manifestava una chiara richiesta di tali 'beni' e, pertanto, non costituiva un mezzo adatto alla determinazione del prezzo di equilibrio di servizi socialmente desiderati. La diffusione di attività aventi scopo sociale diffuse, pian piano, nella cultura di massa, l'idea che fosse necessario difendere quella domanda silente, ovvero le istanze sociali che non si traducono in un'esplicita richiesta al mercato. I cittadini iniziarono ad avvertire la necessità di vedere tutelati gli aspetti ambientali e di poter esprimere la propria indignazione verso ogni abuso arrivando a boicottare le imprese che non rispettassero la tutela degli animali (il cosiddetto animal welfare), dell'ambiente e dei diritti umani, delle condizioni di lavoro e di tutto ciò che ruota intorno ai temi del fair trade¹³³. In seno alle trasformazioni sociali descritte, le imprese hanno iniziato a comprendere che la propria immagine avrebbe dovuto essere curata, nell'ottica di essere percepita come attenta al 'sociale' diffondendo un profilo che accostasse al mero fine del profitto una sensibilità alle tematiche socio-ambientali.

In realtà, sebbene storicamente la 'Responsabilità sociale' (RSI o CSR dalla traduzione del termine inglese Corporation Social Responsibility) d'impresa si sia andata a diffondersi solo dagli anni '70 del secolo scorso, essa venne affrontata già a partire dagli anni '30 e '40 del secolo scorso, grazie ai contributi degli studiosi Chester J. Barnard (1938), John M. Clark (1939) e Theodore Kreps (1940)¹³⁴.

Lo sviluppo di tali studi aveva portato alla definizione della CSR come¹³⁵:

lo strumento che "racchiude aspettative di tipo economico, legale, etico e discrezionale che la società ha nei confronti dell'organizzazione in un certo periodo di tempo" oppure come l'insieme di "azioni intraprese dall'impresa destinate alla creazione di beni sociali che vanno oltre gli interessi diretti dell'impresa e di ciò che è richiesto dalla legge.

Successivamente, con lo sviluppo della cultura ambientale, negli obblighi etici delle imprese iniziò a rientrare anche quello di rispondere delle 'esternalità negative' create dal suo modus operandi.

¹³³ Il *fair trade* corrisponde al commercio equo e solidale.

¹³⁴ Clark C., Rosenzweig W., Long D., Olsen S., *Double bottom line project report: Assessing social impact in double bottom line ventures*, 2004, in http://www.riseproject.org/DBL_Methods_Catalog.pdf.

¹³⁵ Carroll B., A. (1979) *Three-Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Perform*, *Academy of Management Review*, n.4, p.57.

Negli anni '90, il legislatore italiano ha evidenziato il definitivo accoglimento dell'istanza in oggetto, tanto che nel d.lgs. 460/97, in tema di regolamentazione delle ONLUS ha visto, per la prima volta, l'introduzione di un'interessante novità sul tema della CSR. Nel decreto si legge che; "Indipendentemente dalla redazione del rendiconto annuale economico e finanziario, gli enti non commerciali che effettuano raccolte pubbliche di fondi devono redigere, entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, un apposito e separato rendiconto tenuto e conservato dal quale devono risultare, anche a mezzo di una relazione illustrativa, in modo chiaro e trasparente, le spese relative a ciascuna delle celebrazioni, ricorrenze o campagne di sensibilizzazione indicate nell'articolo 108, comma 2, lettera a) del Testo Unico delle imposte sui redditi, approvato con DPR n° 917 del 22/12/98...".

Si tratta di una misura che prevede la necessità di creare una rendicontazione separata delle spese sostenute in cui si richiede di comunicare, pubblicamente, i fondi raccolti, introducendo così il principio di monitoraggio della provenienza dei proventi e del loro effettivo impiego successivo. In questo modo, è stato fatto sì che tutti potessero conoscere e valutare se le scelte dell'impresa stessero rispettando principi di benessere generale o ripagando solo i propri sostenitori. Nel 2001 l'UE definiva la Corporation Social Responsibility (CSR) come un'azione volontaria, ovvero come: integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate¹³⁶. Successivamente, la Commissione Europea, offrì una nuova nozione di CSR qualificandola come¹³⁷: "The responsibility of enterprises for their impacts on society". La nuova impostazione appare molto più inclusiva delle precedenti in quanto supera il limite dell'attenzione agli interessi degli stakeholders richiedendo maggiore adesione ai principi generali promossi dalle organizzazioni internazionali come quelli dell'OCSE e dell'ONU¹³⁸. La CSR venne subito configurata come un'innovazione culturale dell'economia tanto che, nel 2004, si giunse a creare un'agenzia apposita, con sede a Londra, deputata a valutare il livello del rispetto delle prerogative sociali. In Italia, i principi della CSR trovano una solida radice anche nella Carta costituzionale che, all'art.41 recita: "L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i

¹³⁶ Libro Verde della Commissione europea del 18 luglio 2001.

¹³⁷ Comunicazione del 25 ottobre 2011 (n. 681).

¹³⁸ Ad esempio, agenzie come l'ILO.

programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali"¹³⁹.

L'evoluzione storica ha portato a identificare meglio i 'fini sociali' nominati e, soprattutto, a diffonderne l'acquisizione culturale tra i cittadini. Un ruolo importante nell'affermazione della CSR è consistito nell'acquisizione di una maggiore consapevolezza generale degli impatti delle attività economiche. La CSR ha, imposto una riflessione su concetti ormai noti, come quello dello 'sviluppo economico sostenibile' che si realizza con l'interazione attiva delle imprese con la normativa dei vari paesi, in diversi ambiti: salute e sicurezza; salvaguarda ambientale; etica e corporate governance; diritti umani; gestione delle risorse umane; coinvolgimento sociale, coinvolgimento e rispetto delle comunità locali; iniziative filantropiche volontariato, customer satisfaction e allineamento ai principi di concorrenza leale, politiche anticorruzione; trasparenza e bilancio; relazioni di fiducia con i fornitori. Un importante contributo alla definizione del contenuto del termine CSR è dato, altresì, dal World Business Council for Sustainable Development, che raccomanda alle imprese di creare un 'sistema' flessibile in grado di funzionare per il bene sociale¹⁴⁰. Accogliendo i principi della CSR, le imprese devono dotarsi di un'organizzazione aziendale in grado di accompagnare il cambiamento investendo nella formazione professionale, nell'assistenza sanitaria, nella protezione e valorizzazione del patrimonio artistico e nella rinascita territoriale. Ne deriva anche l'attenzione riservata dai legislatori nazionali alla scelta degli strumenti specifici da utilizzarsi per perseguire gli obiettivi descritti. Con l'approvazione della Legge 280/15, in Italia il concetto di 'misurazione di impatto sociale' ha assunto una caratteristica ulteriore per l'impresa che, oggi, si aggiunge come elemento stabile e duraturo all'attività svolta dall'organizzazione. Un aspetto che ha caratterizzato il cammino descritto è stata la costante acquisizione di una nuova cultura di massa che ha modificato il modo di pensare dei cittadini-consumatori divenuti anch'essi sempre più consapevoli, etici e responsabili. Per tale motivo, le grandi società non considerano più la CSR come un'alternativa operativa ma come un vero e proprio impegno agli occhi del pubblico. In tale ottica, anche la Compensation policy ha iniziato ad attenzionare il raggiungimento di traguardi riferibili alla CSR nelle decisioni retributive del management. Tale prassi è divenuta sempre più strutturata, tanto da introdurre nuove misurazioni delle performance d'impresa che, dall'essere ancorate solo ai risultati economici, hanno iniziato ad essere concepiti anche come riferiti ai target di CSR.

¹³⁹ Art. 41 Cost.

¹⁴⁰ Rossi G., Propersi A., (2018), *Gli enti No Prof*, Feltrinelli, p.77.

3.3 Dalla Corporate Social Responsibility alla Corporate Social Performance

Nell'opera "A Three-Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Perform" A. B. Carroll (1979) definisce la CSR come l'insieme di quattro diverse forme di responsabilità ovvero, quella economica, legale, etica e filantropica¹⁴¹.



Fonte: Carroll B., A Three-Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Perform, Academy of Management Review, n.4, 1979

Le 'Responsabilità Economiche' consistono nell'insieme di obblighi collegati alla produzione di beni e servizi prodotti dall'impresa, che afferiscono a requisiti tecnici. La 'Responsabilità Legale' riguarda l'insieme di presupposti che il legislatore ha imposto alle imprese, le norme giuridiche rappresentano il perimetro entro il quale l'impresa è autorizzata ad operare. Il terzo livello, la 'Responsabilità Etica', concerne quelle attività o buone pratiche che, anche se le imprese non hanno regolamentato, la società civile si attende che vengano rispettate.

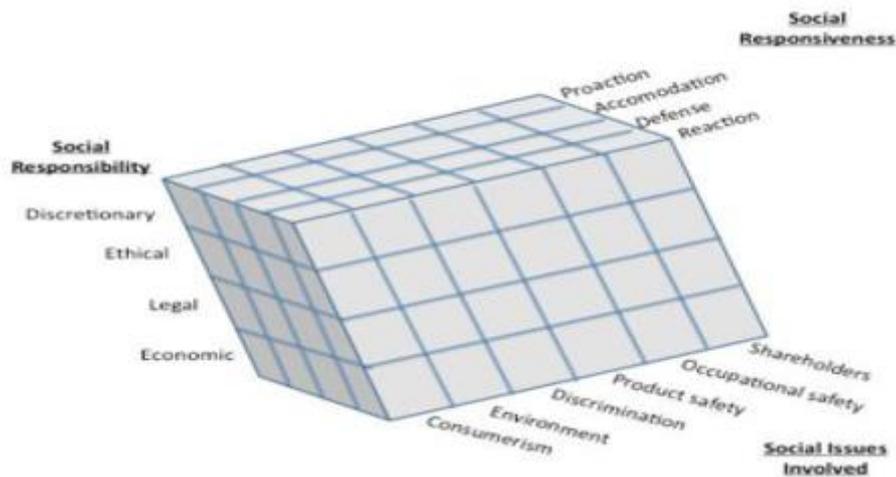
Al vertice della piramide si pone la 'Responsabilità Filantropica', puramente volontarie, che consiste nel predisporre attività basate sul mero altruismo.

Per rispondere a tale responsabilità occorre investire in ruoli sociali e riconoscere loro una forte valenza strategica. Senza dimenticare il fine economico, che è alla base della stessa sopravvivenza dell'impresa, Carroll identifica alcune categorie che servono per implementare l'impegno sociale

¹⁴¹ Carroll B. (1979), *op. cit.*, p.99.

ed economico delle società. Tra tali categorie, Carrol introduce la Corporate Social Performance (CSP) una funzione che ricomprende la Corporate Social Responsibility (CSRS1) nelle sue quattro dimensioni citate (economica, giuridica, etica e filantropica ovvero discrezionale) e la Corporate Social Responsiveness (CSR2) definita in termini di sensibilità nei confronti dell'ambito sociale. Una volta stabilite le funzioni citate, occorre identificare i Social Issues, ovvero gli obiettivi specifici o aree d'interesse a cui l'azienda vuole rivolgersi. Le dimensioni in cui operare diventano, in tal modo, indirizzate al soddisfacimento di ogni istanza, sia societaria che sociale. La figura che segue evidenzia ogni impegno assunto dall'impresa che aderisce alla CSP nonché le specifiche azioni e gli interessi coinvolti.

Fig.3.2: Le dimensioni della CSP



Fonte: Carroll B., A Three-Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Perform, Academy of Management Review, n.4, 1979

A differenza della CSR, la CSP si focalizza sul processo e i metodi impiegati dalle imprese per raggiungere gli obiettivi prefissati coniugando i propri interessi con quelli degli stakeholder.

Carroll analizzava e definiva il CSR1 in termini di principi e categorie, mentre, il CSR2 in termini di strategie e processi per far raggiungere all'impresa obiettivi di responsabilità sociale.

Elaborando la teoria di Carroll, la letteratura economica evolve il concetto di CSP, distinguendo tre fasi ben precise che caratterizzano il comportamento aziendale in risposta alle esigenze sociali.

Secondo Sethi, queste tre fasi-livelli sono indicate nella Fig. n. (6) ¹⁴²:

1. la Social Obligation

2. la Social Responsibility

3. la Social Responsiveness.

Fig.3.3: Social Obligation, Social, Social Responsibility e Social Responsiveness.



Fonte: elaborazione personale

Un ulteriore contributo è consistito nell'ipotizzare la fusione tra Social Responsibility, Social Responsiveness e Social Issue che ha portato a considerare i tre aspetti, studiati da Carroll, ovvero il CSR1 CSR2 e la Social Issue, in maniera dinamica e in continua interazione tra loro¹⁴³. Questa

¹⁴² Sethi P., (1975), *Dimensions of corporate social performance: An analytical framework*, California Management Review, n.17, Spring, p.67.

¹⁴³ Wartick S.L. e Cochran P.L., (1985), *The Evolution of the Corporate Social Performance Model*, The Academy of Management Review, Vol. 10, n. 4, pp. 758-769.

nuova visione induce a considerare l'attività d'impresa dovere essere organizzata per far fronte a tre sfide ben precise:

generare profitti; accettare l'estensione del concetto di responsabilità delle imprese a quella pubblica e ridefinire il concetto di Corporate Social Responsiveness, come una coesione con il CSR e non una contrapposizione.

Nel modello di CSP, proposto dai due autori, il CSR1 occupa una posizione macro (e a livello micro, viene inserito il CSR2). Nel modello descritto dai Wartick e Cochran i due autori individuano una terza dimensione, ovvero il Social Issue Management, funzione sociale che si occupa della minimizzazione delle varie situazioni controverse che si potrebbero presentare all'impresa ricercando soluzioni che tengano conto anche dei cambiamenti dell'ambiente circostante all'impresa¹⁴⁴.

Il modello di CSP di Wartick e Cochran coinvolge tre elementi principali i "principi", i "processi" ed infine le "politiche".

In pratica, la responsabilità che un'impresa assume nei confronti della società, di tipo economico, legale, etico e discrezionale, finisce per coinvolgere ogni aspetto operativo aziendale.

I principi rappresentano i punti fermi dell'attività d'impresa su cui impostare l'organizzazione, i processi, invece, riguardano gli aspetti operativi che, trasversalmente, coinvolgono le funzioni aziendali. Le politiche infine, riguardano l'identificazione e l'analisi dei problemi e la risposta da suggerire per la loro soluzione. La teoria invita, dunque, a considerare l'azienda nella sua dimensione interattiva e, mirando a prevenire problematiche future, ipotizza il ricorso ad una funzione che se ne occupi.

Anche Donna J. Wood, nel 1991, mosse alcune critiche nei confronti del modello di Carroll ritenendolo privo di alcune caratteristiche¹⁴⁵. La Corporate Social Responsiveness, a suo avviso, non poteva essere ricondotta ad un singolo processo consistendo, piuttosto, in una loro combinazione, inoltre, ritenne che la performance sociale potesse esistere anche in assenza della predisposizione di politiche deliberate, infine ritenne che il modello proposto, anche se considerava i principi, processi e politiche, mancasse della componente relativa alle azioni specifiche che un'impresa doveva compiere e la componente relativa ai risultati conseguiti.

La configurazione di un'organizzazione aziendale che basa i suoi 'principi' sulla responsabilità sociale, i 'processi' di risposta sociale, le 'politiche', i programmi e l'osservazione dei risultati,

¹⁴⁴ Ibidem, p.770.

¹⁴⁵ Wood D., (1991), *Corporate Social Performance Revisited*, Academy of Management Review.

secondo Wood, deve essere arricchita di nuove categorie. I Principi della Corporate Social Responsibility vennero suddivisi nel livello ‘istituzionale’, (economico, legale, etico, discrezionale), in quello ‘organizzativo’, che consiste nel far fronte alla pubblica responsabilità e nel livello ‘individuale’ che riguarda la discrezionalità riconducibile alla funzione dei manager¹⁴⁶. La Corporate Social Responsiveness, venne riclassificata aggiungendovi nuove istanze, quali la ‘environmental assessment’, ‘stakeholder management’ e ‘issue management’. Infine, Wood ha introdotto un’ulteriore categoria, Outcomes of Corporate Behaviour, che contempla le Politiche descritte nel modello di Wartick e Cochran, ancorandole ai risultati o alle performance dell’impresa. Tale categoria riguarda: i social impacts; i social programs e le social policies.

Riassumendo, il modello di Donna Wood si basa su 3 dimensioni (Principi, Processi, Risultati) che, però, vengono suddivisi in ulteriori 3 livelli, quello istituzionale, in cui convergono le aspettative che la società ha nei confronti dell’impresa, quello Aziendale che considera le aspettative della società nei confronti dell’impresa e il terzo livello che riguarda le azioni e decisioni prese dai Manager di un’impresa (considerandole come decisioni discrezionali del singolo soggetto che non possono essere sempre descritte in procedure aziendali)¹⁴⁷.

Per quanto attiene alla Corporate social responsiveness, Wood la considera come l’area di azione dell’impresa riferita al contesto di riferimento. Oltre a considerare i ‘Risultati’ (outcome of corporate behaviour) in maniera esplicita, una delle innovazioni proposte nel modello di Wood è stata l’introduzione della ipotesi che, se un’impresa intraprende buone politiche non è detto che esse si trasformino in buoni risultati, potendo accadere che questi ultimi non vengano ispirati da buoni principi potendo anche derivare da cattive politiche aziendali.

3.4 Corporate Social Responsibility e stakeholder theory

Il termine Stakeholder (Freeman, 1984), o “portatore di interesse” indica qualsiasi gruppo o individuo che influenza o viene influenzato dal raggiungimento degli scopi di un’organizzazione¹⁴⁸. In letteratura spesso si è parlato di stakeholders primari e secondari¹⁴⁹. Gli

¹⁴⁶ Sciarelli M. (2018), *La Corporate Social Performance*, CEDAM

¹⁴⁷ Wood D., (1991), op. cit., p.111.

¹⁴⁸ In: Freeman R.E. e Mc Vea J. (1984), *Stakeholder Approach to Strategic Management*, Academy of Management Journal.

¹⁴⁹ Ibidem

stakeholder primari rappresentano un gruppo che si rivela essere essenziale per la sopravvivenza dell'impresa e fa riferimento ai clienti, ai fornitori, ai lavoratori, agli azionisti, agli investitori ecc.; quelli secondari, invece, sono i soggetti che, pur influenzando o venendo influenzati dall'operare dell'impresa, lo fanno solo in quanto casualmente coinvolti, essi, a differenza dei primi, non sono essenziali alla continuazione dell'attività¹⁵⁰. La teoria degli stakeholders delinea i portatori d'interesse specifici di un'azienda (la cosiddetta teoria normativa dell'identificazione degli stakeholders) e quindi esamina le condizioni cui sono sottoposte dall'azienda tali parti (la teoria descrittiva degli stakeholders). Nello specifico, agli inizi degli anni Novanta, Freeman ed Evan (1988) hanno elaborato una 'teoria normativa' secondo cui sono da ritenersi stakeholders tutti coloro che hanno legittime pretese nei confronti dell'impresa. Gli studi successivi hanno esteso il contenuto ritenendo che anche quelli 'potenziali' debbano essere considerati facenti parte della categoria degli stakeholders trattandosi di soggetti che vedono il loro coinvolgimento solo posticipato¹⁵¹. Negli anni, la teoria degli stakeholders si è evoluta da una pura "teoria dell'impresa" a una tradizione di ricerca che è andata ad affrontare un fenomeno complesso da varie prospettive, giungendo a distinguere tra voluntary stakeholders e involuntary stakeholders, identificando nei primi quella categoria di soggetti che, avendo investito in capitale umano o finanziario, affronta una forma di rischio nell'impresa e, nella seconda, coloro che sopportano un rischio semplicemente 'a causa' dell'attività di impresa¹⁵². L'assunto di questa nuova prospettiva risiede nell'aver delineato l'entità del 'rischio', una variabile che tipicizza l'accezione d'impresa, quale elemento essenziale della qualifica di stakeholder. Oltre a quelle citate, esistono altre classificazioni degli stakeholders, per avere un'idea della loro numerosità si rimanda alla Fig. 3.4.

Fig.3.4: Classificazioni degli stakeholders

¹⁵⁰ Ibidem

¹⁵¹ Clarkson, M. B. E. (1995) *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, Academy of Management Review, Vol.20 No.1, pp.92-116

¹⁵² Ibidem

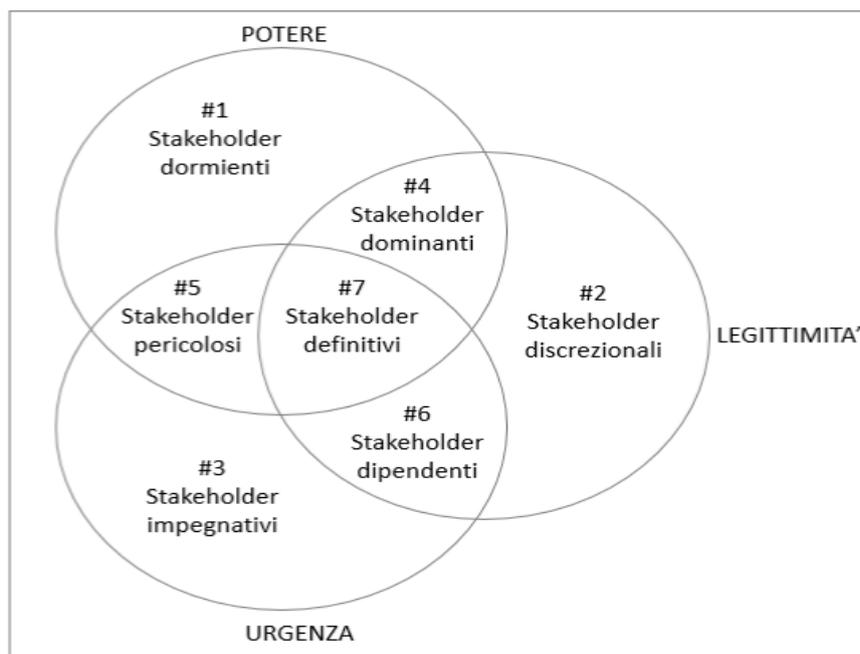
Clarkson	Mitchell-Agle-Wood	Werther-Chandler	Phillips	Sciarelli
Primari: -azionisti -investitori -dipendenti -consumatori -fornitori -Stato -comunità Secondari: -gruppi di opinione -media -sindacati -partiti politici	Latenti -passivi -discrezionali -esigenti In Attesa -dominanti -pericolosi -dipendenti Definitivi	Interni -dipendenti -dirigenti -azionisti -rappresentanze sindacali Contrattuali -clienti -finanziatori -fornitori -distributori Pubblici e nazionale Authority -ambientalisti -aziende del terzo settore	Contrattuali -dipendenti -clienti -finanziatori -fornitori -comunità Derivati -concorrenti -media -attivisti	Contrattuali interni -azionisti -management -dipendenti Contrattuali esterni -clienti -fornitori -finanziatori Regolatori -pubblica amministrazione -authority -comunità locale -concorrenti Di opinione -attivisti -Media - grp di opinione

Fonte: Sciarelli S. e Sciarelli M., (2018), Il Governo etico d'impresa, Wolters Kluwer

Al di là delle classificazioni, è il rilievo che gli stakeholders rivestono in seno alle politiche aziendali a rappresentare il vero nucleo della teoria che li riguarda.

A tale proposito, merita attenzione la teoria sviluppata da Mitchell et al. (1997) che giunge a proporre un framework da cui è ritraibile la “stakeholder salience”, un’analisi che consente di fare emergere le aree di influenza in cui ciascun portatore d’interesse si colloca. Nella Fig.2.5, tale rappresentazione.

Fig.3.5: Stakeholder salience



Mitchell et al., 1997 in: Morri L. (2007), Gli strumenti dell'etica, l'etica degli strumenti e la responsabilità sociale, Sociologia del lavoro n. 106-107, Franco Angeli

Per identificare il rilievo dei singoli stakeholder, il framework utilizza tre attributi¹⁵³: il 'potere', la 'legittimazione' e l' 'urgenza'. Il 'potere' fa riferimento alla capacità di un soggetto (o di una categoria di soggetti) di far prevalere, nei confronti dell'impresa, i propri interessi rispetto a quelli di altri; la 'legittimazione' fa riferimento alla circostanza per la quale si riconosce che gli interessi di una categoria di stakeholder siano rilevanti e meritevoli di protezione; l'urgenza rimanda alla rapidità, incombente in capo all'azienda, di rispondere alle specifiche richieste delle diverse parti interessate. All'interno di ciascuna categoria esistono, secondo il framework, vari tipi di stakeholder, che si differenziano tra loro per il ruolo ricoperto in seno ai rapporti con l'azienda. I dormienti hanno come attributo rilevante il potere. Essi potrebbero imporre la loro volontà ma non avendo una legittimità non lo fanno. I discrezionali detengono la legittimità ma non hanno né il potere né alcuna aspettativa urgente; gli impegnativi impegnano per l'urgenza. Non sono né pericolosi né legittimi ma vogliono solo ottenere l'attenzione.

Gli stakeholder che posseggono almeno due attributi sono detti con "aspettative", e ciò comporta una maggiore attenzione nei loro confronti. Al loro interno si distinguono tre tipi di stakeholder: dominanti, sono potenti e legittimi e attirano l'attenzione dal project manager in quanto la loro

¹⁵³ Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*. The Academy of Management Review, 22(4), 853. <https://doi.org/10.2307/259247>

influenza sul progetto è certa; pericolosi: hanno potere e urgenza ma non legittimità, pertanto potrebbero ricorrere a mezzi coercitivi e/o violenti per rivendicare le proprie pretese; dipendenti: dipendono dagli altri stakeholders del progetto, infatti non hanno potere ma hanno aspettative legittime e urgenti.

Infine, i “definitivi” sono gli stakeholders detentori di tutti e tre gli attributi¹⁵⁴. Poiché tale framework ha come riferimento l’impresa, esso mira a fornire a quest’ultima un supporto per consentirle di compiere le proprie scelte nella consapevolezza di procurare effetti ben distinti e suscettibili di impattare in diversi ambiti. Lo sviluppo e la diffusione delle teorie sugli stakeholders hanno consentito l’introduzione di nuovi protocolli aziendali, non più ispirati all’unico scopo della creazione di profitto, quanto all’acquisizione di un nuovo orientamento, volto alla promozione di benessere realizzantesi attraverso il soddisfacimento di tutti i “portatori d’interesse”¹⁵⁵.

Oltre al fine, anche la gestione dell’impresa ha arricchito il suo senso, fino a “fungere da mezzo per il coordinamento degli interessi degli stakeholders”¹⁵⁶, il che ha condotto all’assunzione di oneri che sono andati anche oltre i meri obblighi imposti dalla legge. La ‘stakeholder theory’ analizza e descrive l’impresa come un’attività volta a gestire l’insieme di interessi relativi a stakeholders che talvolta competono e talvolta coincidono con quelli aziendali, e ciò ha portato all’adozione di comportamenti più responsabili mantenendo fermo l’impegno di assicurare all’impresa vantaggi dal punto di vista economico¹⁵⁷. La teoria degli stakeholders si è anche rivelata un fondamentale supporto per gli studiosi della CSR intenti all’identificazione degli ‘obblighi sociali delle imprese’, imponendosi come un concetto separato da quest’ultimo, ma in parte sovrapposto¹⁵⁸ sottolineando l’importanza di considerare gli interessi socio-ambientali nello svolgimento delle pratiche d’impresa. I due concetti divergono dal momento che la ‘teoria degli

¹⁵⁴ Qualsiasi stakeholder può diventare “definitivo” acquisendo l’attributo che gli manca. Il caso più ricorrente è quando uno stakeholder dominante, dotato di potere e legittimità, avanza un’istanza urgente nei confronti del progetto. Il project manager deve dare una priorità alla richiesta di questo stakeholder che diventa così uno stakeholder definitivo.

¹⁵⁵ Clarkson, M. B. E. (1995), op. cit., p.23

¹⁵⁶ Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). *Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*. California Management Review, 25(3), 88–106. <https://doi.org/10.2307/41165018>

¹⁵⁷ Da un punto di vista normativo, la teoria degli stakeholder considera gli interessi di tutti gli stakeholder legittimi di per sé, ossia aventi un valore non legato al raggiungimento di uno scopo.

¹⁵⁸ Freeman R.E., Dmytriyev S. (2017), *Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other* in: <http://dx.doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriyev>

stakeholders' considera la CSR solo una delle varie forme di responsabilità d'impresa, mentre quest'ultima ritiene prioritario l'orientamento verso i bisogni collettivi¹⁵⁹.

3.5 Le gestioni sostenibili: Best practice CSR ed Executives compensation

Negli ultimi decenni, le imprese hanno impostato le proprie politiche aziendali coerentemente con le indicazioni fornite dalla normativa emanata a sostegno dello 'sviluppo sostenibile', sempre più condivisa a livello planetario. In Europa, le istituzioni comunitarie, hanno provveduto ad emanare fonti normative sottese a limitare gli impatti diseconomici delle attività produttive e a sollecitare la creazione di esternalità positive, rendendo l'attenzione al sociale non più una discrezionalità dell'impresa, ma un obbligo. Allo scopo di far fronte a tali istanze, le imprese si sono dotate di strumenti operativi volti a dimostrare il perseguimento dei nuovi obiettivi, rendicontandoli tramite appositi documenti (Bilancio sociale, Bilancio della materialità, Bilancio delle emissioni ecc.).

Oltre che a rispondere alle Istituzioni, si è compreso che occorre dare una dimostrazione del proprio impegno per il 'contest' anche al pubblico, sempre più attento a tali temi. Si è, così, diffuso, l'uso di indirizzare i propri investimenti in modalità 'sostenibile'. Il concetto di sostenibilità ruota attorno a tre componenti:

Sostenibilità economica: che fa riferimento alla capacità di un organismo di generare reddito ed occupazione. Si tratta di una qualità che non inerisce alla profittabilità ma ai vantaggi relativi all'ambito in cui l'attività produttiva si colloca.

Sostenibilità ambientale: intesa come capacità di preservare la qualità e la riproducibilità delle risorse naturali.

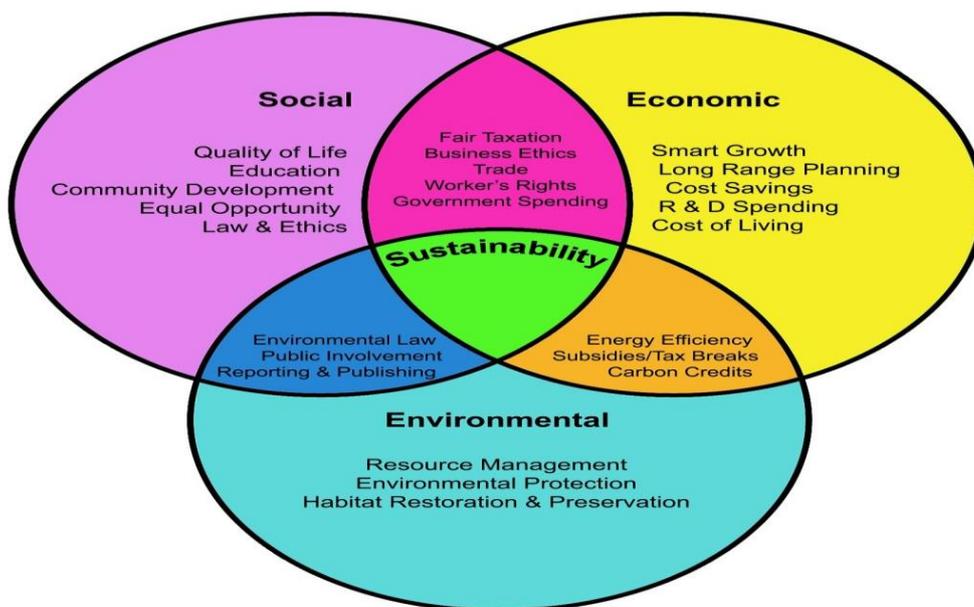
Sostenibilità sociale: che afferisce alla capacità di garantire condizioni di benessere umano (salute, istruzione, sicurezza, democrazia, partecipazione, giustizia) che si ritiene di dovere distribuire in maniera equa tra le classi ed i generi.

L'accezione sociale rimanda alla preservazione della 'qualità della vita', della formazione, dello sviluppo e delle pari opportunità, nonché della legalità e dell'etica, mentre lo sviluppo economico fa riferimento agli aspetti relativi alla crescita, alla programmazione, all'efficienza, alla R&D e ai costi della vita, infine, la sostenibilità ambientale inerisce alla gestione delle risorse, alla difesa

¹⁵⁹ Clarkson, M. B. E. (1995), op. cit., p.23

dell'ambiente e alla sua cura¹⁶⁰. Il concetto relativo alla 'sostenibilità' non si presenta in forma compartimentale, ovvero disgiunta dal contesto, coinvolgendo gli ambiti nella loro trasversalità e ciò è evidente dall'influenza esercitata da alcune attività su un discreto numero di settori. La lotta per la 'sostenibilità' vede le imprese complici dello Stato ed operare nella stessa direzione. L'equa pressione fiscale, ad esempio, ha implicazioni sia economiche che sociali, così come il business ethics, i diritti dei lavoratori e le destinazioni della spesa pubblica. I sussidi e le imposte introdotte in un'ottica ambientale e il perseguimento dell'efficienza energetica coinvolgono, invece, sia le istanze della 'sostenibilità economica' che quella 'ambientale'. Infine, le regolazioni normative, aventi ad oggetto l'ambiente, la politica sociale e l'adozione di report aziendali tesi a mostrare le misure adottate per la sostenibilità, coinvolgono sia aspetti sociali che ambientali. La figura che segue esprime i concetti esposti.

Fig.3.6: Sustainability



Fonte: Ostholt Hoff Hank (2016)

¹⁶⁰ Ostholt Hoff Hank (2016), 4 Ways to Master the Art of Digital Branding. The Huffington Post. Retrieved, p.98.

L'area risultante dall'intersezione delle tre componenti coincide, idealmente, con la perfetta accezione di sviluppo sostenibile, pertanto, le aree intermedie possono essere un riferimento operativo per raggiungere la dimensione ottimale.

Le imprese sono sempre più coinvolte nella questione dello 'sviluppo sostenibile' anche perché leggi severe impongono precise prestazioni sia in termini ambientali che economico-sociali¹⁶¹.

Nell'aprile 2020 la presidente di Enel, Patrizia Grieco, e l'amministratore delegato, Francesco Starace, hanno avviato una campagna interna di crowd funding, insieme a tutto il top management del gruppo, per destinare parte della loro remunerazione ad iniziative di solidarietà. I fondi raccolti sono destinati ad associazioni del terzo settore particolarmente attive nei confronti delle persone più colpite dall'emergenza sociale causata dalla pandemia COVID-19¹⁶².

Oltre a tali iniziative, anche gli investimenti aziendali hanno iniziato ad essere diretti verso obiettivi sostenibili e le remunerazioni variabili del management sono state ancorate anche a target legati alla sostenibilità raggiunta.

In generale, un Social Responsibility Investment è un investimento orientato a lungo termine, che contraddistingue l'impresa con alti profili di responsabilità sociale, valutati a loro volta sulla base dei criteri ESG, cioè ambientali, sociali e di governance¹⁶³.

Questo tipo di investimento mira a fornire i migliori compensi a lungo termine per gli shareholders, e ad apportare un beneficio a livello sociale. Ci si preoccupa di generare un beneficio non finanziario ampliando il portafoglio di investimenti a interessi "pro-sociali"¹⁶⁴. Derwall et al. (2011) distinguono tre tipologie di investitori: Value-Driven investors (VDI), Responsible-Profit seekers (RPS), Irresponsible Profit Seekers (IPS), rispettivamente investitori interessati solo all'utilità non finanziaria derivante dalla natura dell'investimento (VDI), quelli che investono in un RSI, ma dal quale si aspettano di trarre anche un ritorno economico (RPS) e coloro che, invece, sono alla ricerca semplicemente dell'alternativa meramente più profittevole, che comprenda o meno le preoccupazioni di tipo ESG (IPS)¹⁶⁵.

¹⁶¹ Sebbene lo 'sviluppo sostenibile' permanga il principio guida delle aziende attente al sociale il tema sta assumendo una portata sempre più estesa. Molte imprese scelgono di dedicarsi ad iniziative di *Cause related marketing* che le vede sostenere cause sociali destinando parte dei profitti.

¹⁶² La Onlus del gruppo, Enel Cuore, parteciperà a questa campagna, raddoppiando quanto verrà raccolto.

¹⁶³ Auer B.J. e Schuhmacher F. (2016)., *Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data*, *The Quarterly Review of Economics and Finance*.

¹⁶⁴ Hart O. e Zingales L. (2017), *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value.*, *Journal of Law, Finance, and Accounting* 2 (2): pp. 247-270.

¹⁶⁵ *Ibidem*

Anche relativamente all'utilità economica degli investimenti di tipo RSI vi sono diverse ipotesi: una prima considera positivamente la relazione tra CSR e performance finanziaria, la seconda la considera negativamente e la terza la ritiene di per sé innocua rispetto alla creazione o distruzione di valore per l'impresa¹⁶⁶. La direzione in cui si stanno dirigendo le imprese sensibili alla questione è quella della creazione di un valore condiviso che, oltre a portare un'utilità a livello sociale ed etico, genera un vantaggio competitivo per l'azienda. Nonostante le misurazioni riguardo alla corrispondenza tra performance sociale e performance finanziaria siano ancora non esaustive, la ricerca verte in buona parte anche sulla valutazione di quali siano i driver che influenzano la capacità dei programmi di CSR di creare valore ESG. In genere si riconoscono come variabili fondamentali centralità, specificità, proattività, visibilità e volontariato. Per centralità si intende una misura della vicinanza tra una politica o un programma di CSR e la missione e gli obiettivi dell'impresa. Le imprese che partecipano a programmi sociali che, per natura, sono particolarmente centrati rispetto ai loro obiettivi strategici, hanno più probabilità di generare un valore, in quanto svilupperanno una serie di abilità che saranno correlate anche con le altre attività dell'azienda. Inoltre, i progetti coerenti con la missione aziendale faranno sì che non vi sia un incremento di costi nel lungo periodo, in quanto le attività portate avanti non sono fuori dalla competenza dell'azienda. La visibilità si riferisce alla possibilità di un progetto di investimento di essere osservato dagli stakeholders dell'impresa¹⁶⁷.

La loro osservabilità è positivamente correlata alla reputazione che rappresenta un vantaggio competitivo importante rispetto alle altre imprese. La proattività è la qualità delle iniziative sociali insita nell'essere in grado di anticipare le tendenze sociali, coinvolgendo, per tempo, i soggetti interessati e adattandosi alle aspettative emergenti della società. Esse risultano pertanto positivamente correlate alle performance aziendali. La specificità viene definita come la capacità dell'impresa di riuscire a collegare benefici finanziari al raggiungimento di obiettivi societari (un esempio di specificità è la differenziazione di prodotto). Infine, per volontarismo si intende la qualità di questi investimenti di essere intrapresi liberamente, piuttosto che imposti ufficialmente. Un'azienda in grado di creare valore, dunque, non dovrebbe giovare solo ai propri shareholders, bensì dovrebbe indirizzarsi verso le necessità di tutti gli stakeholders (d'altronde, gli stakeholders risentirebbero del fallimento nella creazione dello shareholder value).

¹⁶⁶ Auer e Schuhmacher, op. cit., p.67

¹⁶⁷Hart O. e Zingales L. (2017), op. cit., p. 256

I recenti indirizzi di compensation policy volti a valorizzare l'ESG premiando il management che consegue risultati ad essa collegati, evidenziano il rilievo assunto dal tema.

Il Report '2020 Esg survey of board members and senior executives' pubblicata da Willis Tower Watson, società di consulenza e di brokeraggio a livello mondiale ha evidenziato la diffusione internazionale delle società che hanno adeguato le remunerazioni del management all'ESG¹⁶⁸.

Solo il 48% degli intervistati ha ammesso di aver integrato i piani e le iniziative Esg in ogni aspetto rilevante per l'organizzazione.

La ricerca ha mostrato che risultano ancora complesse le definizioni dei target, nonché l'identificazione e la definizione delle metriche di valutazione ESG.

Inoltre, è emerso che, mentre molte organizzazioni non governative e indipendenti stanno procedendo con la creazione di schemi autonomi e distinti di rendicontazione e misurazione, ciò non viene osservato tra le realtà for profit.

Harvard Business Review, nel luglio del 2019, ha pubblicato gli steps for tying executive compensation to Sustainability, raccomandando di iniziare a chiarirne l'ambito di applicazione, ovvero a quali aree, funzioni, business unit, progetti dell'organizzazione, andrebbero valutati per calcolare gli incentivi e quantificare il periodo di riferimento su cui tarare gli obiettivi.

Ad oggi, gli indici a cui vengono collegate le parti variabili riguardano i livelli specifici di sostenibilità raggiunti, tra i più importanti, le riduzioni di emissioni, il riciclaggio realizzato, le iniziative sul territorio intraprese, il grado d'uso di materiale riciclabile.

Le priorità ESG sono allineate a fattori quali il desiderio di aumentare il valore a lungo termine delle loro organizzazioni (79%), ragioni morali ed etiche (80%) e l'allineamento con la strategia aziendale (74%)¹⁶⁹.

Nel 2020, in molti ambiti la compensation policy risulta essere stata agganciata agli ESG. Ad esempio, il gruppo Intesa SanPaolo, ha misurato la parte variabile della remunerazione di 4 top manager e 35 manager al Kpi "Impact and Esg" "valutato sulla base di specifici driver volti a monitorare, tra l'altro, l'inclusione del gruppo in indici di sostenibilità di società specializzate, il

¹⁶⁸ La ricerca, condotta tra settembre e ottobre 2020, si basa sulle risposte di manager, dirigenti e membri di consigli di amministrazione (sia esecutivi che indipendenti) di 168 aziende in Nord America, Europa, Asia, Africa e Medio Oriente.

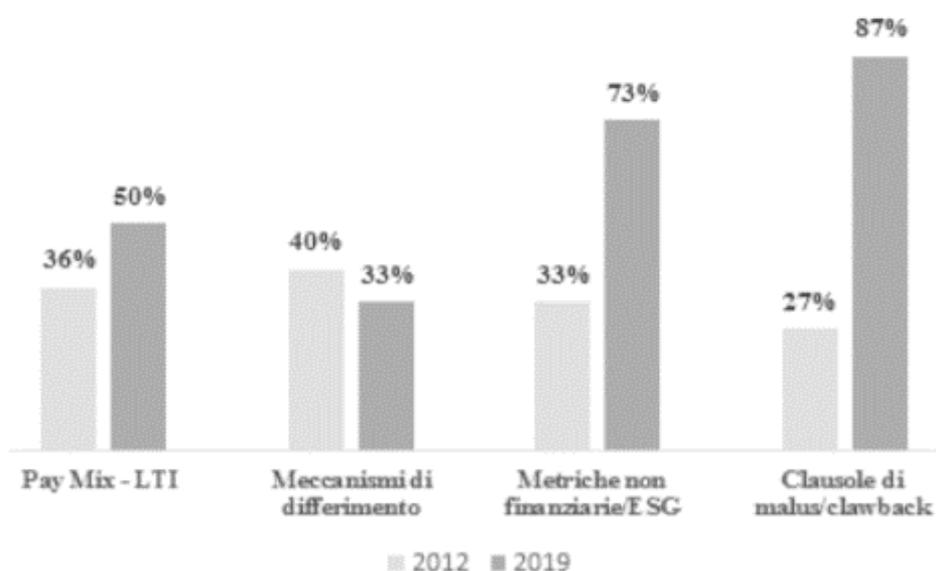
¹⁶⁹ Sebbene i risultati rivelino che la maggior parte dei datori di lavoro sta sviluppando piani di implementazione ESG (84%) e ha identificato le priorità ESG (81%), solo circa la metà (48%) ha incorporato questi piani in / attraverso tutti gli aspetti dell'organizzazione: strategia aziendale, operazioni, e offerte di prodotti e servizi (Willis Towers Watson, 2020).

sostegno alla green e circular economy, l'impegno del gruppo nella finanza d'impatto per favorire l'inclusione e il sostegno all'occupabilità giovanile”¹⁷⁰.

Sul totale della premialità variabile, il Kpi ha avuto un peso del 10%. Oltre al Kpi, un'altra parte della remunerazione variabile dei manager Intesa è il Kpi Diversity and Inclusion, che viene calcolato in base al posizionamento del gruppo nei rapporti internazionali realizzati da società specializzate¹⁷¹.

Di seguito, una figura che illustra come, in seno ai vari parametri correlati alla parte variabile della remunerazione, quelli associati all'ESG siano cresciuti, negli ultimi anni, in maniera incisiva.

Fig.3.7: Trend delle parti variabili della compensazione



Guida A.A. (2019)

¹⁷⁰ Gruppo Intesa SanPaolo, *Dichiarazione consolidata non finanziaria (Dnf)*, 2020, p.135

¹⁷¹ Che tengono conto, oltre che alla promozione dello *smart working*, alla valorizzazione del talento femminile e del *gender pay gap*.

CAPITOLO IV

EXECUTIVES COMPENSATION E ESG PERFORMANCES. IL CASO DELLE SOCIETÀ QUOTATE AL FTSE MIB

Premessa

Il tema della ‘sostenibilità’ sta entrando in modo preponderante nei processi e nelle politiche aziendali delle società.

Sempre più aziende hanno introdotto i criteri ESG all’interno delle proprie organizzazioni, anche in termini di governance e politiche aziendali, non da ultime, nelle politiche retributive. Tale processo, come si è visto, è stato veicolato anche dal D. Lgs. n. 49/2019, attuativo della direttiva 2017/828 (SHRD II) e dal Codice di Corporate Governance che ha raccomandato, a partire dall’esercizio 2021, di collegare le remunerazioni dei manager agli obiettivi di ESG raggiunti.

Si tratta di un passo avanti portentoso verso l’integrazione, in azienda, degli obiettivi di sostenibilità, riservandogli un rilievo mai sperimentato in precedenza. In futuro, sarà interessante verificare se gli obiettivi di ESG risulteranno essere maggiormente centrati, grazie alla novità introdotta dal Codice in oggetto. In realtà, tra molte aziende di grandi dimensioni, come si è visto, il collegamento delle remunerazioni agli obiettivi di ESG è già praticata da tempo e ciò, ad esempio, è evidente tra le società quotate al FTSE Mib (le 40 società che presentano la maggiore

capitalizzazione in Italia). Il capitolo che segue analizza la dimensione assunta del collegamento tra le politiche di remunerazione adottate dalle società quotate al FSTE MIB e gli obiettivi di ESG con lo scopo di verificare l'effettivo avvio di iniziative sostenibili.

In tale ottica verranno analizzati vari aspetti della questione in modo da riuscire ad avere un esaustivo quadro d'insieme.

4.1 Politica di remunerazione e misure di ESG nelle società quotate al FTSE 100 di Londra

La metà, circa, delle società del FTSE 100 di Londra¹⁷² collega il Piano di remunerazione alle misure ESG¹⁷³. Il FTSE 100 rappresenta l'indice delle 100 maggiori società del Regno Unito (la valutazione è basata sulle loro capitalizzazioni).

Il 37% delle società prevede l'inclusione delle metriche ESG nel proprio Piano bonus, mentre il 19% le include nel proprio LTIP (Long Term Incentives Plan), con una proporzione del 16% di retribuzione totale collegata alla performance¹⁷⁴.

Unilever, Standard Chartered, Royal Dutch Shell e BP rientrano tra le società che hanno provveduto ad effettuare tale collegamento.

Al momento, si osserva che le misure ESG variano da settore a settore ed hanno generato una proliferazione di Key Performances Index (KPI) differenti, che rende poco chiaro un confronto tra i vari risultati raggiunti.

4.2 Il caso delle società quotate al S&P500 e al FTSE All World

Negli Stati Uniti, circa il 50% delle società S&P 500, le società di massima capitalizzazione del Paese, incorporano i parametri ESG nei loro Piani di remunerazione annuali¹⁷⁵.

Apple, Chipotle Mexican Grill, McDonald's e Starbucks, sono alcune delle società ad avere collegato una parte della retribuzione del top management a parametri ESG. Osservando gli

¹⁷² Il FTSE 100 di Londra è il listino azionario che quota i principali titoli del mercato. Esso è ancorato a quello di Milano, essendo gestito dalla stessa società.

¹⁷³ Dato riferito al 6 aprile 2021. È il risultato di uno studio condotto dalla London Business School e da PricewaterhouseCoopers (PWC), sulla base di quanto contenuto bilanci 2020 a proposito dei piani retributivi e delle eventuali connessioni a obiettivi ESG.

¹⁷⁴ Ibidem

¹⁷⁵ S&PGlobal-London Business School PWC (2021).

specifici obiettivi perseguiti, tra i vari possibili, si rileva una particolare attenzione alla riduzione delle emissioni e al rispetto delle diversità. Tali dati, tuttavia, non rendono le reali dimensioni del fenomeno visto che, mentre l'11% delle prime 350 società europee ha legato i premi di incentivazione a obiettivi sulle emissioni di CO₂, solo il 2% delle società statunitensi dello S&P 500 lo ha fatto¹⁷⁶.

Solo il 9% delle società dell'indice azionario FTSE All World (che riguarda più di 3.100 società) collega la retribuzione del management ai criteri ESG e i parametri cui ci si collega sono, soprattutto, relativi a salute e sicurezza sul lavoro, piuttosto che questioni come il cambiamento climatico o diversità di genere¹⁷⁷.

4.3 La situazione italiana

Lo studio Mercer Italia del 2020, sui compensi dei membri C.d.A. delle società quotate al FTSE-MIB ha evidenziato che, in generale, a seguito della diffusione della pandemia COVID-19, data la grande incertezza, si registra una sostanziale prudenza nella gestione dei sistemi di incentivazione generali. I Comitati Remunerazione e i Consigli di Amministrazione, in tale contesto di crisi globale, sono stati chiamati ad assumere importanti decisioni in merito all'alternativa tra continuare ad incentivare la performance degli Executive (cui viene richiesto di dimostrare elevate doti di leadership e resilienza) e di assicurare che vi sia equità di trattamento rispetto ad azionisti, dipendenti e tutti gli altri stakeholder. Gli obiettivi di ESG in termini remunerativi sono presenti nelle politiche remuneratorie, tanto che il 69% delle aziende FTSE MIB lo prevede. Più precisamente, è presente un indicatore ESG all'interno dei sistemi incentivanti di breve termine (STI), dato in crescita rispetto al 56% rilevato nel 2019¹⁷⁸.

Poiché i dati disponibili riguardano il 2020, si trae che, già prima dell'obbligatorietà le imprese del FTSE MIB avevano collegato la propria politica di remunerazione agli obiettivi di ESG.

Si ritiene che già l'attesa del recepimento della SRD II abbia contribuito a far sì che la politica retributiva iniziasse ad essere basata sulla creazione di valore sostenibile per gli azionisti nel medio e lungo periodo. Anche la consapevolezza che la valorizzazione dei temi socio ambientali sia un viatico per promuovere la reputazione aziendale e rafforzare la fiducia di tutti gli stakeholders, ne

¹⁷⁶ Willis Towers Watson

¹⁷⁷ Dati tratti dal documento dell'aprile 2020 pubblicato dalla società di ricerca Sustainalytics

¹⁷⁸ CONSOB.it

spiega l'adeguamento, prima dei termini, delle retribuzioni degli executives. Infine, anche l'attenzione di Proxy Advisor e Investitori, divenuta sempre maggiore, spiega la scelta di rendere visibile la sensibilità aziendale a tali valori, anche tramite l'indicatore relativo alle remunerazioni degli executives.

4.4 La sostenibilità nelle società FTSE MIB

Le società operative nel FTSE MIB rappresentano le 40 maggiori imprese operative in Italia. Di seguito l'elenco di tali società.

Juventus	Unipol Sai	Exor	Leonardo	Atlantia
Campari	ENI	Unipol	Pirelli	STMicro-electronics
Poste Italiane	Ferrari	Saipem	Banco BPM	Telecom Italia
Moncler	Enel	Fiat-Chrysler Automobiles	Tenaris	Buzzi Unicem
Amplifon	Italgas	Recordati	CNH Industrial	Banca Generali
Fineco	Diasorin	BPER	Brembo	Prysmian
Terna	Generali Assicurazioni	Ferragamo	Intesa Sanpaolo	Unicredit
A2A	Snam	Mediobanca	UBI Banca	Azimut

Tali società hanno adottato programmi di induction sulla sostenibilità, a cui hanno preso parte circa il 76% dei C.d.A.¹⁷⁹.

Già all'atto di delineare la composizione del C. d. A è possibile osservare una particolare attenzione alla valutazione delle competenze nella sostenibilità: il 43,3% delle società del FTSE-MIB considera l'esperienza professionale sviluppata negli anni sul tema, nonché la formazione su temi socio-ambientali (30,0%) e le competenze tecnico-scientifiche (30,0%).

Tab.1: Valutazione delle competenze dei Consiglieri

¹⁷⁹ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)

Definizione	Utilizzo
Esperienza professionale	43,3%
Formazione su temi socio-ambientali	30,0%
Competenze tecnico-scientifiche socio-ambientali	30,0%
Esperienza in settori legati allo sviluppo sostenibile	16,7%
Altro	6,7%

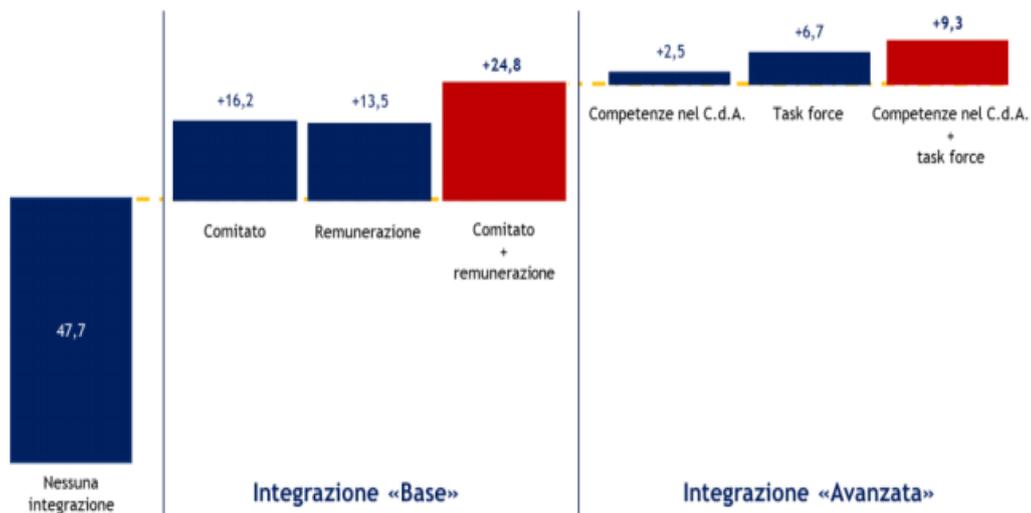
Fonte: Osservatorio del CSR Manager Network (2020)

Laddove sia stato costituito un Comitato con deleghe alla sostenibilità, il C. d. A. si confronta con esso (più volte l'anno), soprattutto riguardo a scenari e obiettivi. Il Comitato tende ad avere anche scambi con l'A.D.

4.5 Il legame tra le forme di Governance e la sostenibilità

Come si è visto, già prima della raccomandazione inserita nel Codice di Corporate Governance di associare la remunerazione degli executives alle performances di ESG, e delle indicazioni della direttiva SRDII, le società del FTSE MIB hanno, dunque, provveduto a predisporre iniziative volte ad introdurre la sostenibilità in azienda sotto forma di incentivi alla remunerazione. Comitati dotati di apposite deleghe, remunerazione legata a ESG, richieste di competenze di sostenibilità, task force manageriali sono osservabili già da anni. La figura che segue mostra le varie forme di Governance tese ad evidenziare il cammino verso l'acquisizione degli obiettivi di sostenibilità.

Fig. 4.1: Forme di Governance nel raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità



Fonte: Osservatorio del CSR Manager Network (2020)

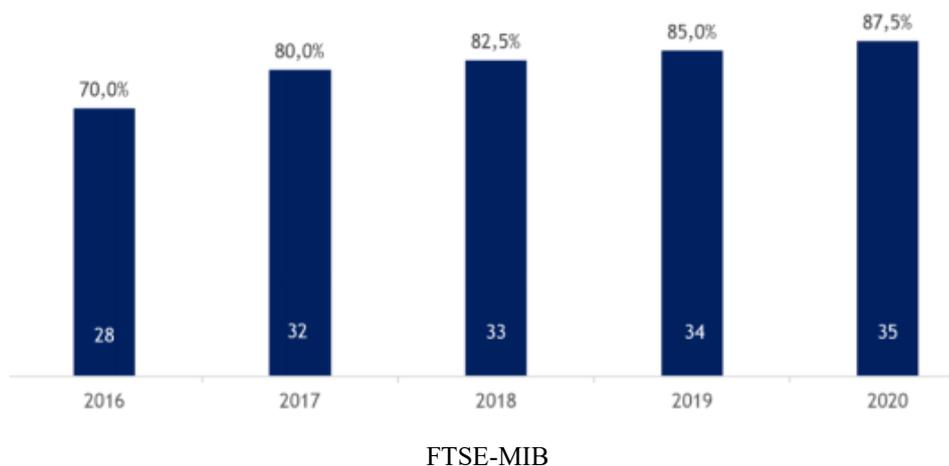
L'integrazione delle politiche di sostenibilità è stata attuata ricorrendo a varie forme di Corporate Governance, sia in modalità elementare che dotandosi di comitati e politiche di remunerazione ad hoc oppure, infine, con la previsione di competenze specifiche già nel C.d.A. e con task force.

Negli ultimi 5 anni, tra le società del FTSE MIB l'attenzione alla sostenibilità è stata tendenzialmente crescente, e l'introduzione di Comitati di sostenibilità, nel 2020, ha raggiunto l'87,75% (35 società su 40) delle aziende del FTSE MIB¹⁸⁰.

Di seguito, una figura che mostra il trend di crescita, nel tempo, dell'introduzione di tali Comitati.

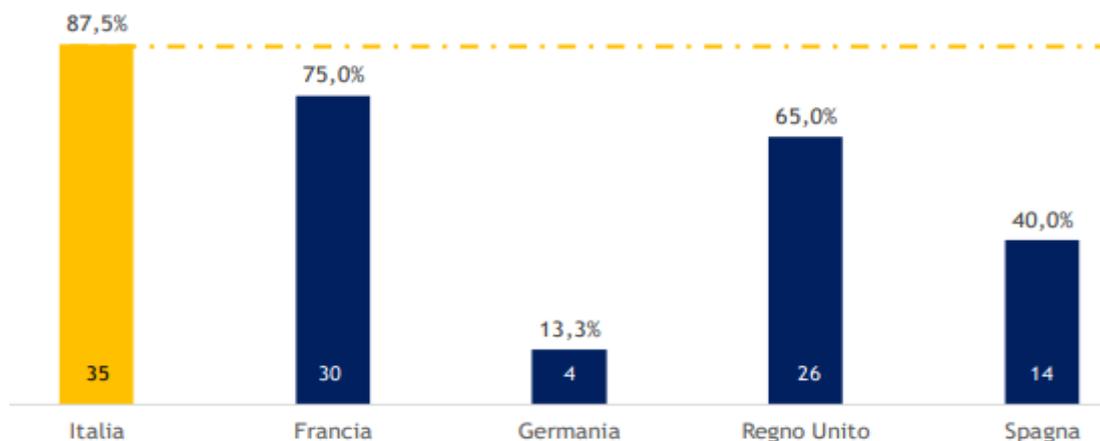
Fig. 4.2 L'evoluzione della presenza di comitati con deleghe alla sostenibilità tra il 2016 e il 2020

¹⁸⁰ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)



35 delle 40 società quotate al FTSE-MIB si sono dotate di un Comitato interno al Cda con il compito di presidiare i temi di sostenibilità (a fronte delle sole 4 su 30 della Germania, 14 su 35 della Spagna, 26 e 29 su 40 rispettivamente del Regno Unito e della Francia)¹⁸¹.

Fig. 4.3: La presenza di comitati con deleghe alla sostenibilità in Italia e in Europa (2020)



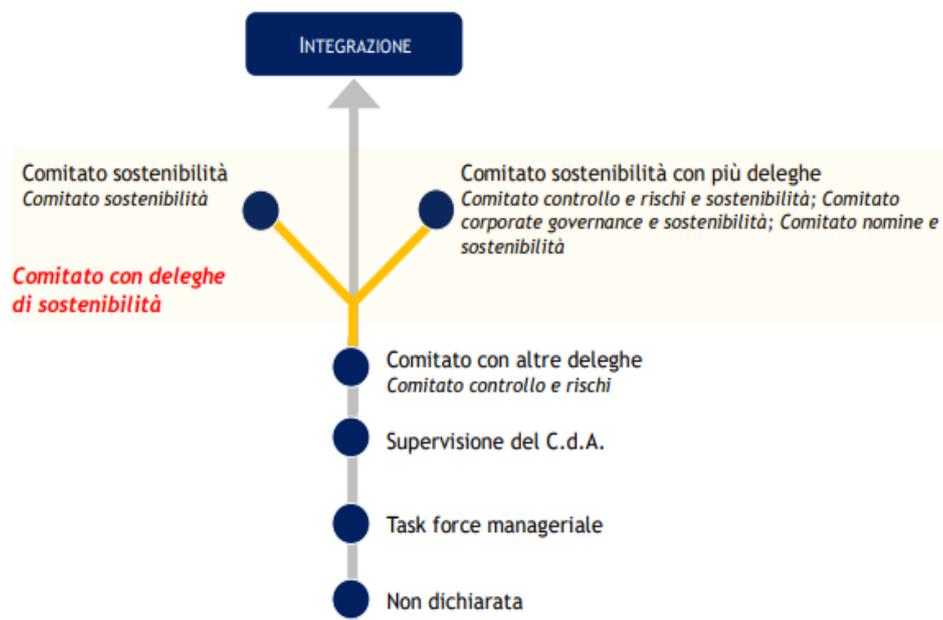
FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX35

Le società che hanno adottato un Comitato sostenibilità lo hanno fatto in diverse forme, o attribuendogli l'intera funzione, oppure, ripartendola tra vari Comitati.

Le forme adottate sono riassunte nella figura seguente.

Fig. 4.4: I livelli di integrazione della sostenibilità nella governance

¹⁸¹ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)



Fonte: Minciullo (2019)

L'Italia si pone, nel contesto europeo, in maniera equilibrata, non presentando, come accade ad esempio nel Regno Unito, sbilanciamenti a favore del ricorso alla Supervisione del C.d.A.

Tab.2: Le forme di governance alternative al comitato di sostenibilità in Italia e in Europa

Paese	Supervisione del C.d.A.	Task Force Manageriale	Non Dichiarata
Italia	7,5%	5,0%	0,0%
Francia	0,0%	15,0%	10,0%
Germania	6,7%	30,0%	50,0%
Regno Unito	22,5%	12,5%	0,0%
Spagna	5,7%	8,6%	44,4%

FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX35

Per quanto attiene alle specifiche attenzioni agli obiettivi di ESG, questi si sono concentrati, essenzialmente, sui seguenti temi:

Macro-trend e scenari relativi alla sostenibilità, Obiettivi di sostenibilità nel piano strategico, matrice di materialità, processi aziendali, rischi socio-ambientali, risultati socio-ambientali, rating ESG, Iniziative di dialogo con gli stakeholders¹⁸².

In merito alle iniziative che hanno visto il C.d.A. sostenere l'iniziativa si osservano: i progetti per le comunità locali, gli impatti sull'ambiente, il programma a favore dei dipendenti, il coinvolgimento dei fornitori, il coinvolgimento dei clienti.

4.6 Relazione tra Remunerazioni e sostenibilità nelle società quotate al FTSE MIB

Osservando i dati del 2020, tra le società del FTSE MIB, 3 su 5 (62,5%) adottano una politica di remunerazione degli executives (amministratori esecutivi e AD) collegata ai risultati ESG¹⁸³.

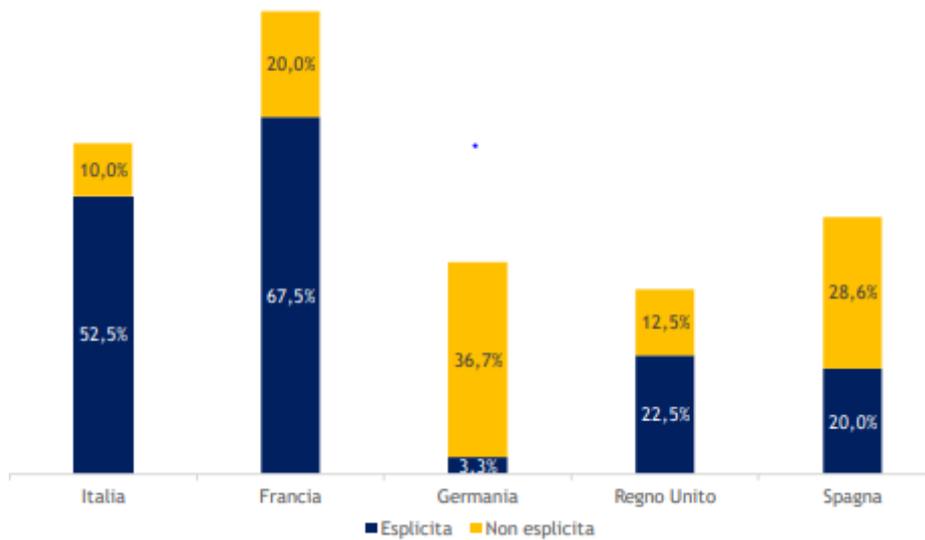
Nel 2016, solo 15 aziende su 40 (37,5%) del FTSE MIB adottava tale politica mentre, tra il 2019 e il 2020 si è verificato un aumento significativo della diffusione degli schemi di remunerazione improntati alla sostenibilità, 25 su 40 (il 62,5% citato) e, tra i paesi europei, solo in Francia (87,5%) si ha una maggiore diffusione dei legami tra remunerazione e sostenibilità. Il dato è spiegabile dalla circostanza per cui la Francia, già nel 2019, ha provveduto a raccomandare di legare la remunerazione variabile degli executives a uno o più aspetti di sostenibilità cosa che l'Italia ha introdotto solo a partire dal 2021.

Dalla figura che segue è possibile risalire alle situazioni relative ai vari paesi europei.

Fig. 4.5: La disclosure degli indicatori di sostenibilità nella remunerazione variabile in Italia ed Europa

¹⁸² CONSOB.it

¹⁸³ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)



FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX3

In Italia, le società che legano la componente variabile dello stipendio ad obiettivi di sostenibilità adottano tale politica nel 42,5% dei casi nei confronti dei soli Amministratori delegati, nel 17,5% dei casi nei confronti degli amministratori esecutivi e nel 2,5% dei casi nei confronti di entrambe le figure¹⁸⁴.

L'adozione di politiche di remunerazione indirizzate solo agli A.D. è rilevante solo in Spagna.

4.7 Il peso degli obiettivi di ESG sulla remunerazione dei consiglieri esecutivi

In Italia, al FTSE MIB, il peso medio della sostenibilità sul compenso dei consiglieri esecutivi si è attestato, nel 2020, al 15%¹⁸⁵. La figura che segue evidenzia il trend dal 2016 al 2020.

Fig.4.6: Il peso della sostenibilità sulla retribuzione variabile dei consiglieri esecutivi

¹⁸⁴ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)

¹⁸⁵ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)



Come si può osservare, il valore minimo, nel 2020 non è andato sotto il 5%, mentre quello massimo è passato dal 25% nel 2016-17 al 35% nel 2019-2020.

Il valore massimo, medio e minimo indicano la percentuale della retribuzione associata ai risultati di ESG.

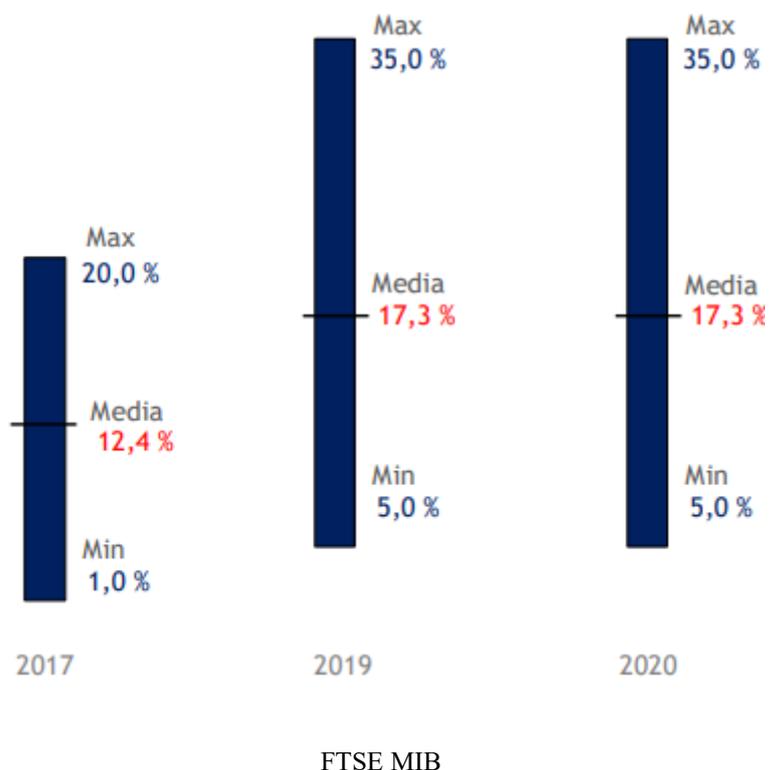
4.8 Il peso degli obiettivi di ESG sulla remunerazione degli Amministratori Delegati

Gli schemi di remunerazione degli A.D. considerano le performance di sostenibilità in misura maggiore rispetto a quella dei Consiglieri esecutivi.

Se nel 2017 circa il 12,4% della componente variabile della remunerazione degli A.D. era legata ad aspetti di natura socio-ambientale, nel 2020, le aziende del FTSE MIB legano in media a tali aspetti il 17,3% della remunerazione variabile. Anche per gli A.D. sono aumentati il valore di minimo, che oggi parte dal 5%, e il valore massimo, passato dal 20% rilevato nel 2017 al 35,0% rilevato nel 2019-2020¹⁸⁶.

Fig.4.7: Il peso della sostenibilità sulla retribuzione variabile degli A.D.

¹⁸⁶ Osservatorio del CSR Manager Network (2020)

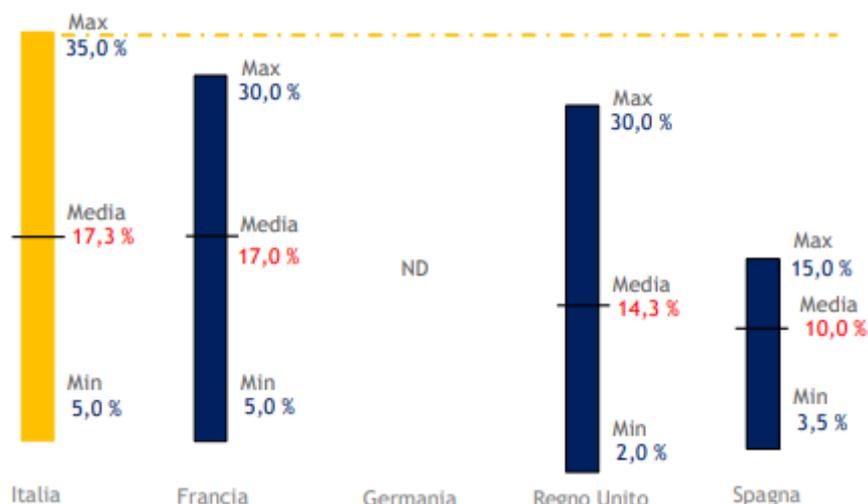


Nel 2019 sono state solo 11 le società che hanno raggiunto o superato tale soglia, a conferma della grande varianza del peso di tali indicatori di performance.

Rispetto agli altri Paesi europei, l'Italia si pone al livello della Francia che lega, il 17% della componente variabile del compenso percepito dagli amministratori delegati alla sostenibilità, al disopra si pone il Regno Unito (12,6%) e al di sotto della Spagna (16%).

Osservando le remunerazioni degli A.D. il caso italiano mostra un peso medio e un valore massimo superiori a tutti gli altri contesti (17, 3%).

Fig.4.8: Il peso della sostenibilità sulla retribuzione variabile degli A.D. in Italia ed Europa



FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX35

Si nota, infine, che, nelle esperienze dei Paesi osservati, in nessun caso il valore medio supera la soglia di rilevanza del 20%, a dimostrazione che il tema dell'ESG compensation caratterizza i sistemi di governance in misura ancora poco rilevante nei principali mercati europei (ciò non dovrebbe più accadere nel 2021, con l'adozione della direttiva SHRDII). Le aziende che raggiungono o superano la soglia del 20% rappresentano il 44,0% in Italia (11 casi su 25, di cui 9 solo per gli A.D., 2 anche per gli esecutivi), il 31,4% in Francia (11 casi su 35, di cui 1 solo per esecutivi, 7 per gli A.D., 3 su entrambi), il 28,6% nel Regno Unito (4 casi su 14, sia per gli esecutivi sia per gli A.D.) e l'11,8% in Spagna (2 casi su 17, sia per gli esecutivi sia per gli A.D.)¹⁸⁷. Questi dati testimoniano che in Italia è più rilevante rispetto all'estero il numero di società che ha dato enfasi agli indicatori di performance di sostenibilità (anche se, al 2020, la maggioranza delle aziende considerate si è collocata al di sotto del valore soglia).

4.8 Short term e Long term incentives

In base alle osservazioni, in Italia, il peso medio degli obiettivi di lungo termine (LTI) per gli esecutivi risulta essere, correttamente, maggiore di quello associato al breve termine.

Ciò vale sia per le remunerazioni dei Consiglieri che degli A.D. Di seguito, il caso relativo ai consiglieri.

¹⁸⁷ CONSOB.it

Tab.3: Il peso medio della sostenibilità sulla remunerazione variabile dei C.d.A. in Italia e in Europa

Paese	<i>Incidenza degli obiettivi di sostenibilità di breve periodo sul compenso</i>	<i>Incidenza degli obiettivi di sostenibilità di lungo periodo sul compenso</i>
Italia	10,0%	27,5%
Francia	17,1%	10,0%
Germania	N.D.	N.D.
Regno Unito	12,5%	17,5%
Spagna	12,1%	20,0%

FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX35

Non si tratta di un dato scontato, basti osservare il valore registrato in Francia che non rispetta tale formula. Di seguito, la tabella che indica il peso degli obiettivi di breve e lungo termine per i soli A.D.

Tab.4: Il peso medio della sostenibilità sulla remunerazione variabile degli A.D. in Italia e in Europa

Paese	<i>Incidenza degli obiettivi di sostenibilità di breve periodo sul compenso</i>	<i>Incidenza degli obiettivi di sostenibilità di lungo periodo sul compenso</i>
Italia	15,4%	20,0%
Francia	17,0%	18,0%
Germania	N.D.	N.D.
Regno Unito	17,5%	15,0%
Spagna	9,8%	11,2%

FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX35

Nel caso degli A.D., si conferma la scelta di associare le componenti variabili della remunerazione associate agli obiettivi di ESG di lungo termine, tuttavia il gap tra il breve ed il lungo non appare marcata come nel caso dei componenti del C.d.A.

4.9 Gli indicatori

In base alle osservazioni, la Politica di remunerazione associata ad obiettivi di ESG ha perseguito obiettivi molto differenti nei diversi Paesi europei. In Italia, gli indicatori più diffusi riguardano la riduzione delle emissioni (44,0% delle aziende prese in esame), la riduzione degli infortuni (40,0%

dei casi), l'introduzione di prodotti a valenza socio-ambientale e la presenza negli indici legati alla sostenibilità (36,0% dei casi).

La tabella che segue, evidenzia i diversi indicatori adottati dai principali Paesi europei.

Tab.5: Gli indicatori di performance di sostenibilità in Italia e in Europa

Paese	Principale Indicatore di performance	Altri indicatori
Italia	Riduzione delle emissioni (44,0%)	Riduzione degli infortuni (40,0%) Prodotti a valenza socio-ambientale (36,0%) Indici azionari legati alla sostenibilità (36,0%)
Francia	Politiche a favore dei dipendenti (20,0%)	Riduzione delle emissioni (17,6%) Prodotti a valenza socio-ambientale (17,6%) Indici azionari legati alla sostenibilità (17,6%).
Germania	N.D.	N.D.
Regno Unito	Riduzione delle emissioni (57,0%)	Riduzione degli infortuni (21,0%)
Spagna	Sostenibilità nel piano strategico (17,6%)	Riduzione delle emissioni (12,0%)

FTSE-MIB, CAC40, DAX30, Top FTSE100, IBEX35

I dati italiani appaiono, dunque, più versatili di quelli degli altri Paesi.

4.10 Politiche di remunerazione e raggiungimento di obiettivi di ESG

Mentre in Francia, Regno Unito e Spagna, gli schemi di remunerazione risultano più presenti nelle società che hanno assegnato le deleghe alla sostenibilità a un Comitato, in Italia tale relazione non si evidenzia. Nel nostro Paese, infatti, gli schemi di remunerazione prescindono dalla presenza, o meno, di comitati.

In merito alla esistenza di una relazione tra politica di remunerazione e risultati di ESG si evince che tali performance sono di norma leggermente migliori nelle aziende in cui è presente uno schema di remunerazione che lega la componente variabile a obiettivi di sostenibilità. In altri termini, gli ESG score risultano più bassi e inferiori alla media nazionale, nelle aziende che non considerano la sostenibilità nel sistema di remunerazione.

Tab.6: La remunerazione variabile e le performance ESG

Remunerazione variabile	ESG Score medio
Assenza di integrazione di indicatori di sostenibilità	65,6
Integrazione di indicatori di sostenibilità	71,1 [▲5,5]

FTSE-MIB

Si evidenzia altresì che, le performance ESG delle società che assegnano le deleghe di sostenibilità a un comitato e che hanno schemi di remunerazione ad hoc, porta a risultati migliori e ad una minore varianza degli stessi. Si osserva un quadro leggermente meno ‘forte’ nelle le aziende che si sono unicamente dotate di un Comitato.

La tabella che segue mostra i risultati di tali relazioni.

Tab.7: Le forme di governance e remunerazione e le performance ESG

Forme di governance	ESG Score medio
Nessuna	47,7
Solo remunerazione	61,2 [▲ 13,5]
Solo comitato	68,3 [▲ 4,2]
Comitato + Remunerazione	72,5 [▲ 15,1]

FTSE-MIB

Conclusioni

L'elaborato ha evidenziato che la politica di remunerazione delle società ha implicazioni molto estese, andando oltre la mera premialità riconosciuta agli Executive.

La compensation policy non può riguardare solo il rapporto tra azienda e manager richiedendo di essere calibrata tenendo conto che essa rappresenta anche un viatico per sollecitare alcuni comportamenti opportunistici, i quali potrebbero compiere scelte basate sul proprio interesse ad incassare i premi previsti, ignorando le istanze degli stakeholders. Ciò ha importanti implicazioni in termini di rischi cui si espone l'azienda che si trasmettono sugli shareholders e, in generale, di tutti gli stakeholders.

Consapevoli di tali criticità, recenti interventi normativi hanno attribuito al voto degli azionisti in assemblea (cd say on pay) una natura vincolante in seno alle politiche remuneratorie e ciò ha contribuito al rafforzamento del ricorso a best practices tese a fornire maggiori garanzie.

Da un punto di vista tecnico, la Compensation policy si basa su un equilibrio tra la componente fissa della remunerazione con le variabili di breve (Short Term Incentive-STI) e di lungo termine (Long Term Incentive -LTI).

L'abuso di premialità LTI ha generato, in passato, il fenomeno dello short termismo, consistente in gestioni manageriali basate, unicamente, su obiettivi immediati che hanno sacrificato gli aspetti strutturali che, invece, creano valore nel lungo periodo e, quindi, sono più affidabili.

Inoltre, la best practice prevede che, ad un manager con responsabilità strategiche sia più consono riconoscere una proporzione a vantaggio dell'emolumento fisso rispetto a quello variabile mentre, per un Amministratore Delegato vale il contrario.

Tra gli strumenti più usati per premiare i manager vanno ricordate le stock options, opzioni che consentono di acquistare le azioni della società gestita ad un prezzo prestabilito. Se la gestione realizza un incremento delle quotazioni ecco che, chi possiede le stock options potrà beneficiarne, acquistando ad un prezzo più basso e rivendendo a quello di mercato.

Le phantom options riproducono fedelmente le stock options con la variante che, l'eventuale differenza tra il prezzo d'esercizio e il valore corrente dell'azione della società, viene corrisposta dalla società al dipendente in denaro. Di recente sono stati introdotti in alcuni accordi contrattuali con i manager, meccanismi di claw-back o malus, che consentono, rispettivamente, di recuperare quanto erogato nel caso in cui i risultati, che hanno dato luogo alle remunerazioni, si rivelino

successivamente non sostenibili o di ridurre la remunerazione variabile maturata nel periodo di differimento, per gli stessi motivi.

Le opzioni citate potrebbero indurre il management ad adottare politiche di gestione di breve periodo (il citato short termism) a discapito dell'interesse degli azionisti alla creazione di valore sul medio-lungo, esclusivamente per alterare al rialzo i corsi azionari in concomitanza con la possibilità di esercizio delle opzioni di cui dispongono e contestuale vendita delle azioni.

Per contrastare l'adozione di politiche remunerative poco efficienti sono state introdotte misure volte ad orientare verso una maggiore responsabilizzazione, tra cui la direttiva SHRD II che, nell'attribuire al say on pay una valenza vincolante ha spinto verso una più chiara definizione dell'executive compensation, rafforzandone la rendicontazione e la giustificazione degli emolumenti.

Oggi è prevista 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 remuneratoria.

Nel recepire le indicazioni ricevute a livello europeo dalla Direttiva SHRD II, il Codice di Corporate Governance, rivolto alle società quotate, ma riferimento per tutte le grandi società prevede che, dal 2021, venga formulata una politica di remunerazione che si basi sulla visibilità. In particolare, oltre a promuovere Rendicontazioni circa gli obiettivi cui collegare le componenti variabili, ed i risultati conseguiti, il Codice prevede che tra gli target vengano inseriti anche quelli della sostenibilità e, più in generale, scopi di ESG (Environmental, Social and Governance).

Nel Codice si auspicano intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, delle componenti variabili della remunerazione versate (oppure di trattenere somme differite), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati

In particolare, secondo il Codice, è il Comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti, oppure non esecutivi ed in maggioranza indipendenti, che deve formulare proposte in materia al C.d.A. valutando, periodicamente, l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione. Il

Codice di Corporate Governance ha individuato la necessità di riservare un'attenzione particolare, in fase di gestione delle remunerazioni, alla sostenibilità (anche ambientale e sociale).

Con riferimento al budget disponibile, il Codice di Corporate Governance prevede che il Comitato remunerazioni possa ricorrere a consulenti esterni per lo svolgimento dei propri compiti. I consulenti esterni dovranno detenere requisiti e competenze che ne assicurino l'adeguatezza per

esprimere pareri sulle politiche retributive (anche ciò ha rafforzato la trasparenza del protocollo relativo alla politica di remunerazione, ma l'eventuale mancanza di disponibilità di budget può pregiudicare la piena operatività dell'organo).

Un ruolo sempre maggiore in termini di responsabilizzazione delle società nelle loro politiche remuneratorie è stato quello assunto dai Proxy Advisor che hanno iniziato a fornire dei propri pareri sulle politiche di remunerazione ed essendo incaricati da parti contrattuali molto forti, ovvero dagli Investitori Istituzionali, l'attenzione delle politiche di remunerazione ai principi e alle raccomandazioni fornite ha assunto una crescente considerazione. I Proxy Advisor si sono raccomandati di collegare i piani di remunerazione societari ad una serie di aspetti, tra cui quelli di rilievo macroeconomico, come ad esempio nella diffusione di una pandemia, che anticipa una contrazione del fatturato e delle attività, oppure il mancato raggiungimento di obiettivi fissati in precedenza, o, ancora, la presenza di tensioni con gli stakeholders.

Nella parte empirica dell'elaborato è emerso che la scelta di adeguare le remunerazioni a obiettivi ESG, presente nella direttiva SHD II e in vigore del Codice di Corporate Governance dal 2021 è risultata essere stata anticipata dalle società quotate al FTSE Mib di Milano. L'analisi dello stato dell'arte nella politica di remunerazione adottata al FTSE Mib ha mostrato, infatti, che il nostro paese presenta un livello di Corporate Governance molto ben sostenuto in termini di riferimenti al collegamento delle componenti variabili a obiettivi ESG: 35 su 40 sono le società che hanno già istituito un Comitato Sostenibilità o i cui organi hanno ricevuto deleghe alla sostenibilità.

In Europa, l'Italia è il Paese con il maggior numero di società dotate di un Comitato per la sostenibilità.

Nel 2020, tra le forme impiegate nel FTSE MIB alternative al Comitato di sostenibilità, per il perseguimento di obiettivi di ESG si osservano attività di supervisione del Consiglio di amministrazione oppure task-force manageriale investita del ruolo di garantirli.

Le politiche di remunerazione indirizzate alla valorizzazione degli obiettivi socio-ambientali hanno fatto ricorso soprattutto a tali schemi operativi.

Dopo la Francia, l'Italia è il Paese che presenta la migliore rendicontazione in termini di sostenibilità perseguita e soddisfatta. Differenziando gli Executive in Consiglieri esecutivi e Amministratori delegati (A.D.) si osserva che, nel 2020, il peso delle componenti variabili legate a obiettivi di sostenibilità sulla retribuzione variabile totale ha raggiunto, per entrambi, il 35% come massimo e non è sceso al di sotto del 5%.

Tra gli obiettivi perseguiti dai C.d.A. del FTSE MIB, nel 2020, si osservano: i progetti per le comunità locali, gli impatti sull'ambiente, il programma a favore dei dipendenti, il coinvolgimento dei fornitori, il coinvolgimento dei clienti. Gli indicatori più diffusi hanno riguardato la riduzione delle emissioni (44,0% delle aziende prese in esame), la riduzione degli infortuni (40,0% dei casi), l'introduzione di prodotti a valenza socio-ambientale e la presenza negli indici legati alla sostenibilità (36,0% dei casi).

Nelle aziende FTSE MIB, a differenza di quanto avviene in Europa, gli schemi di remunerazione associati ai target ESG prescindono dalla presenza, o meno, di Comitati anche se le performance delle società che hanno assegnato le deleghe di sostenibilità a un Comitato e che hanno schemi di remunerazione premianti, sono risultate migliori di quelle che non lo hanno ancora fatto.

In merito alla esistenza, o meno, di una relazione tra politica di remunerazione e risultati di ESG si evince, dunque, che tali performance sono di norma leggermente migliori nelle aziende in cui è presente uno schema di remunerazione che lega la componente variabile a obiettivi di sostenibilità. Tali dati autorizzano a ritenere che, dal 2021, con l'adeguamento di tutte le componenti variabili delle remunerazioni agli obiettivi socio-ambientali, i risultati centrati non potranno che aumentare.

Bibliografia

AA.VV., AccountAbility, Stakeholder Engagement Standard, AA1000SES, 2015

Alfiero S., Vignati F., Financial P. R., (2014), La comunicazione finanziaria nelle società quotate, Giuffrè

Auer B.J. e Schuhmacher F. (2016)., Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, *The Quarterly Review of Economics and Finance*.

Banca d'Italia, dicembre 2020: Modifiche alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche) in. Dirittobancario.it

Beghetto A. (2012), La remunerazione degli amministratori nelle società quotate, in *Nuove leggi civili commentate*

Campobasso G.F. (2017), *Manuale di diritto commerciale*, UTET

Carroll B., A. (1979) Three-Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Perform, *Academy of Management Review*, n.4

Clark C., Rosenzweig W., Long D., Olsen S., Double bottom line project report: Assessing social impact in double bottom line ventures, 2004, in http://www.riseproject.org/DBL_Methods_Catalog.pdf.

Clarkson, M. B. E. (1995) A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance, *Academy of Management Review*, Vol.20 No.1

Conforti C. (2012), Nomina e revoca degli amministratori di società, in *Trattati a cura di Paolo Cendon*, Milano, Giuffrè

Conti V. (2010), Sistemi di remunerazione, incentivi e corporate governance: alcune riflessioni sulla recente crisi, in C. Amatucci (a cura di), *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Milano

De Santis I. (2012), *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam

Ferrl F. – Maber D. A. (2013), Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK, in *Review of Finance*, Vol. 17 Issue, pp. 527-563; Smith G.I. (2012), Chief Executive Pay and Remuneration Committee Independence, in *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, Vol. 74, Issue 4

Ferri F. e Göx R.F., (2018), *Executive Compensation, Corporate Governance, and Say on Pay (Foundations and Trends (R) in Accounting, Now*

Frè, P., Art. 2389, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*5, Bologna, 1982.

Freeman R.E. e Mc Vea J. (1984), Stakeholder Approach to Strategic Management, *Academy of Management Journal*.

- Freeman R.E., Dmytriyev S. (2017), Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other in: <http://dx.doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriyev>
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106. <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Frooman J., Stakeholder Influence Strategies, (1999), *The Academy of Management Review*
- Hart O. e Zingales L. (2017), Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value., *Journal of Law, Finance, and Accounting* 2 (2)
- Kaplan R.S., Norton D.P. (2012), Balanced scorecard. Tradurre la strategia in azione, Isedi Libro Verde della Commissione europea del 18 luglio 2001
- Mariotti S. e Piscitello L. (2006), Multinazionali, Innovazione e strategie per la competitività, Il Mulino, Bologna
- Michieli V. (2016), La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate, Milano, Giuffrè
- Minervini G., con il quale concorda S. Ambrosini, Il collegio sindacale, in Trattato Rescigno, 16, t. 6, Torino, 2013
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853. <https://doi.org/10.2307/259247>
- Murphy K.J. (2012), The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation, in *Research Handbook on Executive Pay*, edited by Randall S. Thomas-Jennifer G. Hillm, Edward Elger, Cheltenham-Northampton
- Osthoff Hank (2016)., 4 Ways to Master the Art of Digital Branding. The Huffington Post. Retrieved
- Pan L. (2013), A Contemporary Literature Review Of Corporate Governance: An Overview, Working Paper
- Rossi G., Propersi A., (2018), Gli enti No Prof, Feltrinelli
- Rowley T. J., & Moldoveanu M. (2003). When will stakeholders groups act? An interest and identity based model of stakeholder group mobilization. *Academy of Management Review*, 28(2)
- Saly P.J. (1994), Repricing Executive Stock Options in a Down Market, in *Journal of Accounting and Economics*, 18
- Schneider P.J. (2013), The Managerial Power Theory of Executive Compensation, in *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 67 Issue 3

Sciarelli M. (2018), La Corporate Social Performance, CEDAM

Sethi P., (1975), Dimensions of corporate social performance: An analytical framework, California Management Review, n.17, Spring

Shashwat Alok et All, (2017), Stock Price Informativeness and Executive Compensation, Indian School of Business WP

Valensise P. (2019), Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte, in Società, n.18 Vol. 24, No. 2

Wartick S.L. e Cochran P.L., (1985), The Evolution of the Corporate Social Performance Model, The Academy of Management Review, Vol. 10, n. 4

Wood D., (1991), Corporate Social Performance Revisited, Academy of Management Review.