

LUISS



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO I	4
1.1 L’evoluzione della politica di remunerazione del tempo.....	4
1.2. Teoria del Principale - Agente	6
1.3 Retribuzione Incentivante.....	11
CAPITOLO II.....	19
2.1 Corporate Social Responsibility CSR.....	19
2.2 I Parametri ESG: ENVIROMENTAL – SOCIAL – GOVERNANCE	24
2.3. Rating ESG.....	28
2.4 La normativa ESG	32
CAPITOLO III	37
3.1. Codice di corporate governance e la remunerazione.....	37
3.2 Regolamentazione sulla relazione di remunerazione	40
3.3. I fattori ESG nella componente variabile delle retribuzioni dei CEO.....	43
3.4. La ricerca svolta da CANDRIAM.....	49
CAPITOLO 4	57
4.1 Raccolta e Analisi dati	57
4.2 Analisi Dati.....	59
4.3 ANALISI DI REGRESSIONE	64
CONCLUSIONI.....	68
Bibliografia.....	70
Sitografia	72

INTRODUZIONE

Lo scopo di questo lavoro di tesi è quello di andare ad approfondire il collegamento tra la remunerazione dei CEO (Executive compensation) delle società quotate italiane e le performance in contesto di sostenibilità ovvero gli obiettivi legati alle tematiche ESG (Environmental, Social and Governance) in quella che è la quota di retribuzione variabile. Nel dettaglio si vuole analizzare come queste tematiche possono influenzare i comportamenti e le decisioni dei CEO per raggiungere gli obiettivi aziendali, in particolare quelli legati alla sfera della sostenibilità sia sociale che ambientale, senza distogliere l'attenzione dal principale obiettivo la creazione di valore per tutti gli stakeholder nel tempo.

Il seguente lavoro è stato strutturato in capitoli per andare ad analizzare al meglio il tema, esaminando i principali aspetti che hanno contribuito alla nascita del legame tra remunerazione e fattori ESG, analizzandoli secondo un filo logico temporale.

Nel primo capitolo si affronta la letteratura dell'executive compensation analizzandola nel corso del tempo e di come si sia evoluta, in particolare la tematica relativa al rapporto tra manager e azionisti e ai problemi che si generano tra i due ruoli a causa dei conflitti di interesse e alle condizioni di asimmetria informativa che le condizioni contrattuali possono generare, riassumendo queste circostanze nella cosiddetta "Teoria dell'Agenzia"; trovando la migliore soluzione nel meccanismo della pay for performance ovvero collegare la remunerazione dei manager alle performance dell'azienda, distribuendo in maniera equa le varie tipologie di rischio.

Nel secondo capitolo si parte da un'analisi del concetto della pay for performance per poi collegarlo al tema della sostenibilità, in particolare di come si sono evolute le imprese italiane ai cambiamenti ambientali e soprattutto alle esigenze di una società ormai molto attenta alle tematiche di sostenibilità e rispetto delle condizioni dei lavoratori. Da qui è nata la necessità di considerare gli obiettivi ESG al pari degli obiettivi finanziari e quindi inserirli nel meccanismo pay for performance in modo tale da collegare gli obiettivi di sostenibilità alla remunerazione variabile dei CEO, per

spingerli ad intraprendere azioni e decisioni in linea con le tematiche di sostenibilità, rispetto dell'ambiente e diritti dei lavoratori.

Si passa poi ad analizzare i fattori ESG, di come questi si sono evoluti nel tempo e il loro funzionamento; analizzando l'importanza delle linee guida e standard definiti dai governi e dalle legislazioni passando da un'analisi globale ad un focus su quanto viene definito in Italia al fine di portare l'attenzione delle aziende sulle tematiche ESG e a guidarle ad essere trasparenti nel rispetto degli azionisti, dei proprietari e in generale di tutto l'ambiente.

Nel terzo capitolo si analizza la letteratura che si è sviluppata principalmente negli ultimi anni tra l'executive compensation e i parametri ESG. Ci si è voluti concentrare sui principali aspetti emersi dalle ricerche, analizzando i pro e i contro che gli esperti in materia hanno riscontrato dalle evidenze empiriche delle analisi statistiche effettuate.

Infine, attraverso la creazione di un database su Excel abbiamo voluto contribuire effettuando un'analisi di regressione utilizzando come dati un campione di società quotate italiane a conduzione familiare nell'arco temporale di 10 anni (2012-2022), analizzando il collegamento tra remunerazione dei CEO e i fattori ESG.

Nel quarto capitolo abbiamo riportato le conclusioni che concludono questo lavoro di tesi, andando a riassumere i principali aspetti con delle considerazioni personali.

CAPITOLO I

1.1 L'evoluzione della politica di remunerazione del tempo

Dalla seconda metà del XX secolo, ha iniziato a svilupparsi la Teoria Capitalistica Manageriale, superando i limiti teorici associati alla visione dell'impresa fornita dalla Teoria Neoclassica. Quest'ultima teoria poneva una sovrapposizione tra la figura del proprietario e del manager, il cui principale obiettivo era la massimizzazione dei profitti attraverso un contesto di perfetta razionalità, completezza dell'informazione e assenza di conflitti. Tale approccio trasformava l'impresa in un'entità astratta, senza alcuna informazione riguardo alla struttura interna dell'impresa o alle dinamiche tra i diversi attori economici che la costituiscono e, quindi, senza una teoria dell'impresa reale. Nel corso degli anni, hanno iniziato a emergere teorie critiche dell'approccio neoclassico, evidenziando principalmente la differenza tra il proprietario e il manager. Berle e Means hanno sottolineato la separazione tra la proprietà degli azionisti e il controllo gestionale attraverso un'analisi approfondita della struttura interna di circa 200 grandi aziende statunitensi. Questa separazione indica un possibile conflitto di interessi attraverso la cosiddetta "discrezionalità manageriale", dove, sebbene non siano proprietari, i manager hanno mano libera nella gestione dell'impresa senza alcun vincolo. Il loro studio è pubblicato nel 1933 in "The Modern Corporation and Private Property" e fornisce completamente nuovi spunti di riflessione riguardo all'impresa, trattando lo studio delle sue relazioni interne ed esterne, in un aspetto che rappresenta una rottura critica dalla prospettiva neoclassica. Questo nuovo focus solleva una serie di domande fondamentali riguardanti la funzione delle corporazioni, il loro scopo, la relazione tra proprietari e manager, e la relazione dell'organizzazione aziendale con i comportamenti nel mercato. Ciò pone le basi per ulteriori lavori sulla teoria capitalista manageriale. Tra i contributi più significativi a questa teoria, si può citare Robert Marris nel 1964, che, avendo affermato la distanza tra proprietà e gestione, ha elaborato gli obiettivi divergenti fissati da questi due gruppi. Marris mostra come, sebbene nel breve termine possa sembrare che la massimizzazione del profitto per gli azionisti e la massimizzazione della crescita

per i manager siano conciliabili, a lungo termine, ciò sarà impossibile poiché tali obiettivi tenderanno a divergere in modo da creare un dilemma tra crescita e profitto. Già nel 1776, Adam Smith aveva messo in discussione se ciò potesse dar luogo a difficoltà in relazione alla separazione tra proprietà e controllo, avendo sottolineato che i manager, nella gestione delle risorse appartenenti ad altri, non esercitano la stessa cura e diligenza che il proprietario farebbe nella gestione delle sue risorse. Da qui, gli interessi e le prospettive diversi per lo scopo dell'azienda: da una parte si vede il profitto, dall'altra si vedono il potere e i benefici.

“The directors of such [joint stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”.

(Adam Smith, 1776)

Con queste parole si evidenzia appieno il problema affrontato da Smith e che è la base della sua ideologia ovvero un forte disallineamento di interessi e una diversa visione di *scopo*, da una parte gli azionisti, i quali vogliono trarre il massimo profitto, dall'altra gli amministratori i quali vogliono trarre potere e benefici. Proprio da qui scaturisce la divergenza di obiettivi che porta alla nascita dei cosiddetti “problemi di agenzia”, nello specifico il problema “principale agente”.

1.2. Teoria del Principale - Agente

Il profitto rappresenta l'unico obiettivo dell'azienda, e la sua ricerca non può essere limitata all'uso di soluzioni tecnologiche o anche quelle relative al prodotto. L'approccio è olistico, guardando all'intera area dello sviluppo aziendale, alla gestione interna e all'organizzazione delle risorse, considerando l'azienda come un grande team. La separazione della proprietà dalla gestione negli anni '70 ha introdotto una serie di problemi e sfide per un'organizzazione; nel tempo, gli economisti hanno discusso su questa questione, riferendosi a essa come il problema dell'agenzia. Nel 1976, Jensen e Meckling hanno scritto un articolo nel "Journal of Financial Economics", secondo cui hanno sviluppato la "Teoria dell'Agenzia" o "Principale-Agente", che non spiega come gli obiettivi divergenti stabiliti da varie persone che lavorano in un'organizzazione potrebbero venire in equilibrio. Hanno sviluppato un modello focalizzandosi sulla dinamica interna dell'organizzazione aziendale, identificando l'azionista e il manager come le figure del Principale e dell'Agente, rispettivamente. Quest'ultimo si relaziona tramite una relazione contrattuale, esattamente tramite un contratto che costringe l'agente a svolgere determinate funzioni in suo nome a beneficio del principale, comportando un trasferimento di autorità all'agente. È cruciale definire chiaramente non solo il ruolo ma anche i diversi approcci che azionisti e manager possono avere riguardo al contratto, data la sua natura intrinseca. Il Principale si suppone abbia una "esposizione neutra al rischio" attraverso la delega; sta, infatti, permettendo all'Agente di prendere decisioni che possono portare a una perdita ma sono tollerate in vista di un potenziale ritorno. D'altra parte, l'Agente è "avverso al rischio", poiché ogni azione delegata ha un costo, e un possibile successo beneficerebbe il Principale, mentre un fallimento influenzerebbe anche l'Agente, considerando fattori esterni imprevedibili. Il principale svantaggio della teoria dell'agenzia - la base della "visione contrattuale" dell'azienda - è che l'azionista può controllare il lavoro e lo sforzo del manager, ma può solo giudicare i risultati ottenuti, portando a sfide legate al monitoraggio imperfetto e all'informazione asimmetrica.

Una relazione principale-agente emerge ogni volta che il completamento di un'attività richiede specializzazione, necessitando una divisione del lavoro basata sulla specializzazione. Ciò consente all'azionista di delegare responsabilità di gestione e amministrative al manager, considerato il più qualificato per il compito. Tuttavia, questa dinamica contrattuale introduce complicazioni a causa delle asimmetrie informative ex ante ed ex post che potrebbero sorgere una volta eseguito il contratto. La selezione avversa, nota anche come asimmetria informativa o informazione nascosta nella fase precontrattuale, si riferisce al fatto che il principale non ha accesso a informazioni complete sul manager prima della firma del contratto, potenzialmente portando a decisioni subottimali nella scelta del manager. Dopo la firma del contratto, emerge l'azione nascosta o azzardo morale, descrivendo la difficoltà del principale nel valutare il reale impegno del manager perché può osservare solo i risultati, non i metodi utilizzati.

Selezione Avversa

Il concetto di selezione avversa o informazione nascosta descrive la situazione in cui, prima della finalizzazione di un contratto, chi detiene il capitale (il principale) non possiede tutte le informazioni rilevanti riguardo al gestore (l'agente), inclusi i dettagli sulla sua efficienza e sul costo delle sue operazioni. Di conseguenza, il principale non può prevedere con precisione il livello di impegno o l'efficacia delle azioni che l'agente si appresta a intraprendere, portando a una situazione di incertezza che può sfociare in decisioni non ottimali nella selezione del personale gestionale.

Questa dinamica è legata al termine "lemon premium", introdotto dall'economista George Akerlof, che esplora come l'informazione nascosta possa causare inefficienze di mercato, con particolare riferimento al mercato dei veicoli usati. In tale contesto, la difficoltà di distinguere tra veicoli di alta e bassa qualità porta i venditori onesti a ricevere offerte inferiori al valore reale dei loro veicoli. Per evitare di vendere al di sotto del valore, potrebbero decidere di non vendere affatto, risultando in un mercato saturo di veicoli di bassa qualità, o "limoni", e privo di opzioni di alta qualità.

In relazione alla relazione azionista-manager, l'azionista si trova quindi nella posizione di dover raccogliere il maggior numero possibile di informazioni sul manager prima della firma del contratto. Ciò avviene attraverso l'impiego di metodi di selezione rigorosi, come periodi di prova o interviste approfondite, per assicurarsi di massimizzare il beneficio ottenuto dall'agente minimizzando i costi.

Moral Hazard

Dopo che gli investitori hanno fornito i fondi per un progetto e affidato la sua gestione al dirigente, diventa possibile valutare unicamente gli esiti delle sue azioni, senza poter analizzare le strategie adottate per raggiungerli. Questa situazione porta a ciò che viene definito come azzardo morale: il dirigente, sapendo di non poter dimostrare direttamente il proprio impegno, potrebbe limitarsi a compiere quanto richiesto con il minimo sforzo necessario, visto che i suoi interessi potrebbero non coincidere con quelli degli investitori. La premessa fondamentale su cui si basa questa teoria è la naturale avversione al rischio da parte del dirigente. Tale presupposto è essenziale per tutte le teorie che descrivono la relazione tra investitori e dirigenti, iniziando dalla teoria principale-agente. Senza questa ipotesi, le teorie incentrate sui contratti di incentivazione non sarebbero applicabili, poiché, in caso di indifferenza al rischio da parte del dirigente, non esisterebbe distinzione tra le figure dell'investitore e del dirigente, essendo entrambi pronti ad accettare i rischi associati al raggiungimento degli obiettivi aziendali. Di conseguenza, il principale obiettivo per l'investitore è garantire che il dirigente si impegni al massimo per conseguire i migliori risultati possibili a costi contenuti. Ciò implica la necessità di motivare il dirigente a curare gli interessi aziendali come se fossero propri, mediante la creazione di un sistema di incentivi che stimoli un impegno ottimale. Questo si realizza distribuendo i rischi in modo equilibrato, tenuto conto della naturale inclinazione del dirigente a evitare il rischio.

La teoria principale-agente e gli studi correlati hanno sviluppato diverse strategie per superare questi ostacoli, tra cui il sistema di controllo interno di Fama e Jensen e il modello di remunerazione basato sui risultati di Jensen e Murphy, che lega il salario del

dirigente ai risultati conseguiti. Questa tesi si focalizza in particolare sul modello di remunerazione variabile legato ai risultati, esplorando come tale approccio possa efficacemente allineare gli interessi del dirigente con quelli degli azionisti, modulando l'intensità della relazione in funzione del livello di rischio (e quindi di profitto) che l'investitore è disposto ad attribuire al dirigente.

Attraverso questa strategia, l'investitore è in grado di trasferire una porzione del proprio rischio al gestore, benché ciò implichi l'assunzione di un costo specifico, noto come costo di agenzia, derivante dall'equa distribuzione dei rischi e, di conseguenza, dei benefici. Facendo partecipe il gestore del rischio, si aumenta la sua consapevolezza riguardo l'importanza delle sue decisioni; così, il successo delle sue iniziative si traduce in un vantaggio non solo per gli azionisti che lo hanno scelto per quel ruolo, ma anche per lui stesso.

Alla base della redazione del contratto principale e agente attraverso il quale abbiamo lo spostamento del rischio dal primo al secondo, abbiamo il modello che meglio riesce a schematizzare questa ripartizione e capire come le variabili si influenzano tra loro.

X: output, definito come il prodotto osservato

e: sforzo del manager;

3: variabile casuale, definita come l'incertezza legata ad un evento inatteso e non prevedibile

Quindi l'output viene definito in base allo sforzo del manager insieme ad una variabile casuale.

$$\Rightarrow \quad X = f(e; 3)$$

La presenza di β come variabile casuale crea un certo grado di incertezza attorno all'azione del manager, proprio da ciò riusciamo a definire X poiché l'azionista non riesce o meglio non sa attribuire il merito di una buona riuscita completamente al manager o a eventi casuali o fortunati.

Da qui possiamo poi collegare la remunerazione del manager all'output precedentemente definito nel seguente modo:

W : remunerazione manager (agente)

$$\rightarrow W = P(X)$$

L'ultimo passaggio è quello di andare a definire quanto rendere stratta questa correlazione, ottenendo due possibili scenari con delle problematiche differenti:

- Se $W = P(X)$ è elevato allora il rischio che viene attribuito all'agente è alto, di conseguenza, è alta anche la remunerazione. Quindi il manager si trova in una situazione in cui se l'azienda avrà risultati elevati la sua retribuzione sarà molto elevata ma allo stesso tempo se vi sarà una performance negativa si avrà una perdita molto elevata.
- Se $W = P(X)$ è basso allora la correlazione rischio beneficio è altrettanto bassa quindi al manager verranno attribuiti pochi rischi e di conseguenza una remunerazione bassa.

Questo meccanismo come detto in precedenza fa slittare il rischio dagli azionisti ai managers, parlando quindi di *retribuzione incentivante* tramite il meccanismo della Pay-performance.

La teoria propone quindi che il manager, tendendo ad essere avverso al rischio, deve essere incentivato in modo adeguato ad allineare i suoi obiettivi con quelli degli azionisti e per garantire che si adoperi al massimo per ottenere i migliori risultati possibili al minor costo. Questo si traduce nella creazione di meccanismi di incentivazione che ripartiscono i rischi tra il Principale e l'Agente, in modo che anche l'Agente percepisca l'importanza delle sue decisioni e dei suoi successi, non solo per il bene degli azionisti ma anche per il proprio vantaggio personale.

1.3 Retribuzione Incentivante

La retribuzione variabile dei managers è un argomento che attrae costantemente l'attenzione degli esperti di gestione aziendale. La ricerca si è concentrata sulla relazione tra retribuzione e performance per valutare come una componente variabile del salario influenzi le performance aziendali, il processo decisionale e le operazioni. La letteratura sottolinea la necessità di un forte collegamento tra compensi e risultati, oltre a trovare la proporzione ottimale di retribuzione variabile che si allinei agli interessi sia dell'azienda che degli azionisti. Alcuni studi suggeriscono che un aumento degli incentivi non porti necessariamente a migliori risultati; infatti, una quantità eccessiva di retribuzione variabile potrebbe influenzare negativamente le decisioni manageriali, spingendole verso opzioni meno rischiose che potrebbero ostacolare la performance complessiva dell'azienda. Pertanto, sebbene sia desiderabile collegare il pagamento ai risultati per migliorare le performance attese, è fondamentale bilanciare il rapporto tra remunerazione e risultati per prevenire effetti avversi che contraddicono gli obiettivi intesi. Diversi contributi significativi nella letteratura affrontano la correlazione tra la retribuzione e performance. Nel 1990, Gerhart e Milkovich hanno analizzato la retribuzione di 14.000 manager di 200 aziende, distinguendo tra stipendio base, bonus a breve termine e incentivi a lungo termine. Hanno trovato una correlazione tra la parte variabile del compenso e i risultati finanziari, ma non con lo stipendio fisso.

Leonard ha dimostrato nello stesso anno che i piani di incentivi a lungo termine potevano portare a un ROE più elevato rispetto alle aziende senza tali piani. Abowd, esaminando 250 grandi aziende statunitensi nel 1990, ha osservato che quelle con una correlazione più forte tra pagamento e performance avevano maggiori probabilità di ottenere eccellenti risultati futuri. Nel 1996, McConaughy e Mishra hanno confermato che una forte correlazione tra compensi e rendimenti azionari corrisponde generalmente a migliori performance future. Tosi e Gomez-Mejia nel 1994 hanno concluso che la retribuzione manageriale è strettamente legata ai risultati aziendali.

Uno studio più recente approfondisce i fattori che influenzano l'adozione di determinate strategie retributive, valutando l'efficacia della compensazione variabile per i CEO nel lavoro "Effectiveness of CEO Pay-for-Performance" di McConaughy, Gobeli e Mishra, pubblicato nel 2000 nella Review of Financial Economics. Questo studio rivela una relazione curvilinea tra la sensibilità della retribuzione ai risultati e le performance future, riflettendo l'avversione al rischio dei CEO. Suggestisce che un aumento della sensibilità sia benefico fino a un certo punto, oltre il quale diventa controproducente. Inoltre, sottolinea che il rischio aziendale può amplificare gli effetti negativi di un approccio alla compensazione eccessivamente basato sul rischio. Jensen e Murphy sono stati tra i pionieri a fornire un contributo significativo alla ricerca sulla relazione tra retribuzione e performance con il loro studio del 1990 sul Journal of Political Economy, che ha condotto un'ampia analisi statistica delle retribuzioni di 2213 CEO di 1295 aziende pubbliche americane. Il loro modello, completo ed efficace, è ancora un riferimento per la ricerca in corso. Gli autori di "Effectiveness of CEO Pay-for-Performance" si sono anche affidati al modello di Jensen e Murphy per la loro analisi, utilizzando lo stesso database e i dati raccolti sulla sensibilità della remunerazione ottenuta.

Modello di Jensen e Murphy

Jensen e Murphy basano il loro modello sull'analisi di sensitività della retribuzione incentivante. Iniziano creando un database dove hanno riportato la maggior parte delle informazioni relative alla remunerazione di 2213 Chief Executive Officer di 1295 aziende quotate statunitensi, i dati sono stati pubblicati su Forbes tra il 1974 e il 1986, pubblicando infine la loro Teoria su "The Journal of Political Economic".

La loro analisi parte dalla relazione tra la parte monetaria della retribuzione quindi il compenso più gli eventuali bonus e le performance in relazione allo "shareholder wealth" ovvero il benessere per gli azionisti. Questa relazione viene spiegata attraverso la seguente retta di regressione:

$$\Delta (\text{CEO salary} + \text{bonus})_t = a + b * \Delta (\text{shareholder wealth})_t$$

Variabili:

- **a**: costante
- **b**: la variazione in dollari del compenso del CEO associata ad una variazione in dollari del patrimonio degli azionisti
- **shareholder wealth**: $rt * V_{t-1}$

dove

- **rt**: tasso di rendimento degli azionisti nel periodo fiscale t
- **V_{t-1}**: valore di mercato dell'azienda nel periodo precedente.

Come si evince dalla tabella contenuta nell'opera e di seguito riportata:

INDEPENDENT VARIABLE	DEPENDENT VARIABLE (in Thousands of 1986 Constant Dollars)			
	$\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})$		$\Delta(\text{Total Pay})^\dagger$	Total Pay + PV[$\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})$] ‡
	(1)	(2)			(3)	(4)
Intercept	31.7	30.8	36.6	918.0
Change in shareholder wealth (thousands of 1986 dollars)	.0000135 (8.0)	.0000139 (8.4)	.0000235 (5.2)	.000197 (9.7)
Change in shareholder wealth in year $t - 1$	...	.0000080 (5.5)	.0000094 (2.4)	.000103 (5.8)
R^2	.0082	.0123	.0041	.0157
Estimated pay-performance sensitivity, b^\S	.0000135	.0000219	.0000329	.000300
F-statistic for b	64.0*	93.0*	28.5*	117.7*
Sample size	7,750	7,688	7,688	7,688

Figura 1.1. *Analisi di sensitività della componente monetaria, Jensen Michael C., Murphy Kevin J., “Performance pay and top management incentives, in The Journal of Political Economic”, 1990*

La colonna (1) rappresenta il risultato dell’analisi e il risultato tra parentesi rappresenta il valore della statistica **-t**.

Osservando nel dettaglio la colonna (1) il coefficiente **b** ha un valore di 0,0000135 che è statisticamente diverso da 0 (con statistica t uguale a 8), questo ci consente di rifiutare l’ipotesi di nullità ovvero che b sia uguale a 0, affermando quindi che la pay – performance è positiva: commentando i valori possiamo capire come un amministratore delegato ottiene 0,0135 dollari aggiuntivi per ogni aumento di 1000 dollari del patrimonio – ricchezza degli azionisti.

Successivamente nella colonna (2) abbiamo come risultato l’output calcolato tenendo in considerazione la performance del manager del periodo precedente e la presenza di eventuali bonus differiti, con l’aggiunta di queste due componenti la retta di regressione esaminata precedentemente diventa:

$$\Delta(\text{CEO salary} + \text{bonus})_t = a + b_1 * \Delta(\text{shareholder wealth})_t + b_2 * \Delta(\text{shareholder wealth})_{t-1}$$

Da questa nuova retta si evince come sia fondamentale per andare a definire il salario del periodo attuale t il periodo precedente $t-1$, aggiungendo due nuove componenti $b1$ e $b2$ che sono statisticamente diverse da 0 e positive. Analizzando i dati si nota come la somma di queste due componenti sia positiva (statistica F uguale a 93) ed uguale a 0,0000219 quindi il CEO riceve 2,2 centesimi di dollaro aggiuntivi per ogni aumento di 1000 dollari nella ricchezza degli azionisti. Passando alla terza colonna, i due studiosi hanno considerato nell'executive compensation ulteriori componenti legate i contributi, ai piani pensione e altri benefici.

$$\Delta (\text{CEO Total Pay}) t = \\ = a + b1 * \Delta (\text{shareholder wealth}) t + b2 * \Delta (\text{shareholder wealth}) t-1$$

Ora il coefficiente b , il quale è statisticamente significativo con F uguale a 28,5, ci consente di affermare che il CEO riceve 3,3 centesimi di dollaro aggiuntivi per ogni aumento di 1000 dollari nella shareholder wealth.

Nella colonna (4), oltre tutte le componenti precedentemente descritte, Jensen e Murphy inseriscono un ulteriore fattore legato all'aumento della paga; infatti, il presupposto alla base è che l'aumento salariale abbia delle ripercussioni sui periodi precedenti. Quindi aggiungendo il *present value (PV)* ovvero il valore dei flussi futuri generati dall'aumento scontato per un tasso di sconto pari al 3%, la retta di regressione di vendita la seguente:

$$\Delta (\text{CEO Total Pay}) t + PV [\Delta (\text{CEO Total Pay}) t] = \\ = a + b1 * \Delta (\text{shareholder wealth}) t + b2 * \Delta (\text{shareholder wealth}) t-1$$

Ora il fattore b sale a 0,00030 con una significatività del 117,7: per ogni aumento di 1000 dollari nel patrimonio degli azionisti si ha un aumento aggiuntivo di 30 centesimi di dollaro nella retribuzione del CEO.

Infine, Jensen e Murphy decidono di considerare non solo la componente monetaria della remunerazione ma anche una componente che tutt'ora ha un impatto significativo

sul compenso nel suo insieme: la stock option ovvero diritto di acquistare a un determinato prezzo di convenienza azioni della società stessa entro un termine stabilito. Decidono di creare un nuovo database contenente i dati di 73 aziende e quelli dei 154 relativi CEO, considerando come arco temporale 1969 e 1983. La loro analisi si basa sulla formula Black-Scholes del 1973, in quanto ogni anno i CEO ricevono azioni e di conseguenza essi possiedono azioni dei periodi precedenti ricevute in date differenti e ovviamente aventi valori diversi. Grazie alla formula sono riusciti a calcolare il valore di tutte le stock option in possesso dei CEO al tempo t .

Independent Variable	Dependent Variable (Thousands of 1986 Constant Dollar)				
	$\Delta(\text{Value of Stock Options})$	Total Pay + PV[$\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})$] + $\Delta(\text{Value of Stock Options})$		$\Delta(\text{Value of Inside Stock})^{\dagger} + \text{Total Pay} + \text{PV}[\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})] + \Delta(\text{Value of Stock Options})$	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	79.4	815.9	816.1	818.4	892.9
Change in shareholder wealth (\$ thousands)	.000105 (8.6)	.000176 (5.2)	.000174 (5.0)	.00118 (4.4)	.000198 (3.7)
Change in shareholder wealth in year $t - 1$	.000040 (3.3)	.000131 (3.8)	.000130 (3.8)	.00031 (1.2)	.000168 (3.1)
CEO's fractional ownership x change in shareholder wealth	...	...	.00294 (.7)	...	1.020 (145.0)
R^2	.0807	.0376	.0381	.0216	.9610
Estimated pay-performance sensitivity, b	.000145	.000307	.000309 ²	.00149	.0020 ²
F-statistic for b	58.3*	33.0*	33.2*	12.5*	565.2*

Figura 1.2. Sensitività pay performance ncluso stock option, Jensen Michael C., Murphy Kevin J., "Performance pay and top management incentives, in *The Journal of Political Economic*", 1990

Questa tabella è il risultato della loro analisi, si evince come per ogni 1000 dollari aggiuntivi per gli azionisti il valore delle stock option aumenta di 14,4 centesimi di dollaro per i CEO. Se si considera il duplice effetto della presenza della componente monetaria e stock option, il valore del coefficiente b supera i 30 centesimi di dollaro. Da

qui Jensen e Murphy decidono di inserire un ulteriore elemento che considerano determinante tra gli incentivi nelle paghe dei CEO ovvero il rischio o minaccia di licenziamento. Da performance negative nel manager può scaturire il suo licenziamento e questo incide notevolmente sulla reputazione e sugli eventuali prossimi e futuri lavori del CEO; perciò, i due studiosi hanno analizzato questo fenomeno come terza variabile del loro modello.

PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY FROM CEO DISMISSALS: IMPLIED TURNOVER
PROBABILITIES AND UPPER-BOUND EXPECTED WEALTH LOSSES FROM
TURNOVER FOR 46-, 53-, 58-, AND 62-YEAR-OLD CEOs

CEO Age*	CEOs in Firms Earning 0% Returns Relative to the Market in Each of the Two Previous Years		CEOs in Firms Earning -50% Returns Relative to the Market in Each of the Two Previous Years		Difference in Expected Wealth Loss from Turnover for 0% and -50% Net-of-Market Returns (5)	Estimated Pay- Performance Sensitivity for CEO Dismissal with-50% Net- of-Market Return in Two Previous Years [‡] (6)
	Turnover Probability [†] (1)	Expected Wealth Loss [‡] (2)	Turnover Probability [†] (3)	Expected Wealth Loss [‡] (4)		
46	.036	\$510,000	.116	\$1,665,000	\$1,155,000	89.0¢ per \$1,000
53	.046	459,000	.057	571,000	112,000	8.6¢ per \$1,000
58	.065	407,000	.095	595,000	188,000	14.5¢ per \$1,000
62	.122	346,000	.252	714,000	368,000	28.4¢ per \$1,000

Figura 1.3 Pay-performance con minaccia licenziamento, Jensen Michael C., Murphy Kevin J., "Performance pay and top management incentives, in The Journal of Political Economic", 1990

Si può notare come l'analisi è concentrata su una nuova variabili: l'età. Il presupposto logico su cui si sono basati è che il licenziamento può avere effetti differenti a seconda dell'età che l'amministratore possiede. Perciò Jensen e Murphy considerano e seguenti fasce di età 46, 53, 58, 68 ottenendo un valore medio di 30 centesimi di dollari aggiuntivi per ogni 1000 dollari in più per gli azionisti.

La conclusione a cui si arriva è che la sensitività totale tra remunerazione e performance aziendale è pari a 3,25 aggiuntivi nella remunerazione del CEO ogni 1000 dollari nella ricchezza degli azionisti.

Questa analisi viene considerata come uno dei capi saldi in materia di remunerazione; infatti, si è trattato di un importantissimo passo avanti e tutt'ora viene utilizzata come benchmark di riferimento per ulteriori analisi.

Nel corso degli anni però gli studi relativi a questa relazione tra performance e relazione hanno portato a delle situazioni contrastanti generando molte correnti di pensiero; perciò, riteniamo che sia utile andare a definire il perché questa relazione è così importante.

La risposta a questa domanda è molto semplice e la possiamo trovare nella figura centrale dello stesso CEO. Chief Executive Officer è il punto di riferimento dell'intero sistema aziendale, ha il compito di prendere le decisioni chiave per il raggiungimento del miglior risultato possibile e cercare di raccogliere quanti più input possibili per poter formulare la migliore strategia per il successo sostenibile dell'impresa. È quindi il responsabile delle performance aziendali e della valutazione che gli stakeholder fanno della azienda stessa confrontandola anche con i relativi concorrenti.

Il CEO è colui che crea le basi per sostenere l'impresa sotto ogni punto di vista, non delle basi statiche ma flessibili in modo tale da poter recepire al meglio anche gli stimoli provenienti dall'esterno. Funge da collante e persegue tutti gli obiettivi che sono prefissati e legati non sono agli azionisti ma a tutti gli stakeholder che entrano in contatto con l'impresa.

Proprio da qui passiamo all'analisi delle finalità dell'impresa in particolare come il tema della sostenibilità e quindi i fattori ESG si collocano al loro interno e vengono presi in considerazione come variabile per la remunerazione dei CEO.

CAPITOLO II

2.1 Corporate Social Responsibility CSR

Nel corso del tempo, l'argomento della remunerazione dei dirigenti aziendali, in particolare dei CEO, ha ricevuto notevole attenzione accademica per determinare se i piani di incentivazione fossero realmente in linea con gli interessi degli azionisti. Le analisi sull'interazione tra stipendi dei CEO e risultati aziendali hanno spesso portato a conclusioni divergenti, originando vari filoni di pensiero. Nonostante le molteplici ricerche, la questione rimane ancora oggi molto delicata e ampiamente dibattuta, sottolineando l'importanza cruciale del legame tra la remunerazione dei CEO e le performance dell'azienda. Esaminare le ragioni della rilevanza di tale tematica ci porta a concentrarci sulla figura del CEO, acronimo di Chief Executive Officer, una figura chiave nelle operazioni aziendali e fulcro del management. Il CEO è responsabile delle decisioni cruciali, delle direzioni strategiche da seguire e di interpretare gli stimoli esterni per sviluppare un business sostenibile. Pertanto, la sua performance è diretta corresponsabile dei risultati aziendali e della valutazione che azionisti e stakeholder esterni fanno dell'azienda.

Peter F. Drucker, considerato il padre della gestione aziendale moderna, nel suo articolo del 2004 sul "Wall Street Journal", sottolinea che il CEO è il collegamento tra il contesto interno dell'azienda e l'ambiente esterno, costituito da società, economia, tecnologia, mercati e opinione pubblica, ribadendo che i veri risultati si ottengono solo esternamente.

Milton Friedman, Premio Nobel per l'economia, nel suo articolo del 1970 sul "New York Times", propugnava che l'unico scopo sociale delle imprese è l'aumento dei profitti. Tuttavia, le concezioni aziendali sono evolute e si sono ampliate, includendo considerazioni ambientali e sociali, in risposta alla crescente consapevolezza di consumatori e società.

Oggi, con l'accentuata sensibilità ai temi ambientali, le aziende stanno adottando modelli di business più sostenibili. Ciò ha portato alla nascita di nuovi consumatori che valutano l'impatto sociale, etico e ambientale dei loro acquisti. Questi cambiamenti sono riflessi anche nelle politiche aziendali, che sempre più spesso includono obiettivi di

sostenibilità nelle remunerazioni variabili dei CEO, per incentivare decisioni che favoriscano non solo l'incremento del profitto ma anche il benessere collettivo e la sostenibilità ambientale. Il CEO deve utilizzare le proprie competenze e conoscenze per costruire una base solida che supporti l'azienda da ogni angolazione, garantendone la competitività e la capacità di adattarsi prontamente ai cambiamenti esterni.

Essenzialmente, il CEO persegue gli obiettivi predefiniti che mirano al benessere dell'azienda, degli azionisti, dei consumatori e di tutti gli stakeholder legati all'ente. Questa ricerca si focalizza su un argomento ancora oggetto di numerosi studi: il ruolo della sostenibilità all'interno degli obiettivi aziendali, esaminando come le aziende oggi integrano la sostenibilità nei loro obiettivi e la considerano nelle retribuzioni variabili dei CEO. Con l'avanzare degli anni, eventi storico-economici significativi hanno modificato il contesto competitivo globale, esponendo le aziende a nuove sfide sociali, ambientali ed economiche, che hanno radicalmente cambiato la percezione del ruolo aziendale nella società. L'avvento di nuovi strumenti legislativi e una maggiore consapevolezza collettiva su questioni di lavoro, diritti dei lavoratori e sostenibilità hanno portato alla nascita di un nuovo tipo di consumatore e a un nuovo modello di business più attento alle persone e all'ambiente. Le aziende, in risposta a un consumismo sempre più etico, stanno adattando i loro modelli operativi per rispettare l'ambiente, ridurre gli sprechi e le emissioni e rispettare i principi etici, puntando a stabilire una fiducia duratura con i consumatori. Questo cambiamento è supportato dalla Corporate Social Responsibility (CSR) o Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI), che enfatizza l'integrazione volontaria delle preoccupazioni ecologiche e sociali nelle attività aziendali. Le pratiche di CSR riflettono un impegno per la sostenibilità da una triplice prospettiva: economica, sociale e ambientale. Le aziende adottano quindi politiche sostenibili non solo per beneficiare l'immagine e la reputazione aziendale, ma anche per incrementare i loro risultati finanziari. L'importanza crescente delle questioni ESG (Environmental, Social and Governance) viene riflessa nella nuova normativa UE sulla rendicontazione non finanziaria, che richiede alle grandi aziende di divulgare informazioni relative agli impatti ambientali, sociali e di governance. Questo dimostra come la sostenibilità sia diventata un componente essenziale della strategia aziendale, con le aziende che si interrogano su come integrare efficacemente questi obiettivi per creare valore sostenibile nel lungo termine. I fondamenti teorici per la creazione di

imprese attente all'ambiente sono radicati nel concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) o Corporate Social Responsibility (CSR), un termine definito dall'Unione Europea nel 2001. La CSR è descritta come l'integrazione volontaria delle questioni sociali ed ecologiche nelle operazioni aziendali e nelle interazioni con le parti interessate, assumendo la responsabilità degli impatti generati sulla società.

La CSR esamina la sostenibilità da tre prospettive distinte:

- Economica
- Sociale
- Ambientale

Questo approccio permette alle aziende di armonizzare le attività commerciali con la cura dell'ambiente e del tessuto sociale, adottando politiche ecologicamente e socialmente responsabili e migliorando trasparenza e accessibilità alle informazioni aziendali. Questo impegno verso la responsabilità sociale porta vantaggi tangibili in termini di immagine, reputazione e, di conseguenza, fatturato. Un numero crescente di imprese vede il sostegno alle comunità locali e il rispetto per il capitale umano e l'ambiente come investimenti sostenibili. Nel contesto di un ambiente normativo in rapido cambiamento a livello globale, le aziende sono spinte a essere sempre più trasparenti. Le istituzioni e le leggi giocano un ruolo cruciale nell'imporre standard e obiettivi per lo sviluppo di una società innovativa sul piano sociale.

La norma ISO 26000 e la Direttiva europea del Parlamento Europeo e del Consiglio numero 95 sulle dichiarazioni non finanziarie evidenziano l'importanza crescente delle dimensioni Environmental, Social and Governance (ESG) nella legislazione moderna, l'articolo 1 cita quanto segue:

“Le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500 includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva

in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività [...]”.

La recente direttiva dell'Unione Europea sulla rendicontazione non finanziaria (DNF) evidenzia l'incorporazione delle tematiche ESG (Environmental, Social, and Governance) nelle normative del XXI secolo, rappresentando un concreto esempio dell'attuazione della Responsabilità Sociale d'Impresa. Questo insieme di regolamenti si focalizza sull'impatto etico e sociale delle aziende. La Corporate Social Performance (CSP) è un campo di studio che si dedica a esplorare come le aziende possono influire positivamente sulla società. Questa disciplina si prefigge di misurare empiricamente e quantitativamente le iniziative che sono alla base della Responsabilità Sociale d'Impresa, coprendo tanto le questioni sociali quanto la gestione delle relazioni con gli stakeholder. L'adozione di pratiche sociali e ambientalmente responsabili porta vantaggi competitivi tangibili, che si possono sintetizzare nei seguenti punti:

- Miglioramento della reputazione aziendale, che risponde a un consumatore sempre più informato e critico, con conseguente aumento del fatturato.
- Capacità di anticipare le tendenze ambientali, posizionando l'azienda come pioniera in nuovi contesti di mercato.
- Elevazione della qualità del posto di lavoro, che favorisce la fidelizzazione dei dipendenti attraverso la creazione di un ambiente stimolante e sicuro.
- Rafforzamento delle relazioni con gli stakeholder, in particolare con azionisti e potenziali investitori, grazie a una comunicazione trasparente e una solida reputazione.

Il rapporto ESG 2022 di Nielsen, pubblicato biennialmente e annualmente dal 2021, riflette l'importanza crescente di questi temi, evidenziando come le aziende stiano integrando parametri ESG nelle loro strategie. Nielsen, leader globale nell'analisi delle esigenze del pubblico, studia l'efficacia di tali parametri nel valutare le performance aziendali e nel guidare gli investimenti sostenibili.



Figura 2.1. - Nielsen e le tematiche affrontate in tema CSR, *Global Responsibility Report*, <https://www.nielsen.com/about-us/responsibility-and-sustainability/esg-report/>

In dettaglio, verrà esaminato il collegamento tra ESG e CSR, come l'integrazione di questi parametri si armonizzi con gli obiettivi economici e finanziari dell'azienda, e il modo in cui questi vengono impiegati per valutare le imprese e orientare gli investimenti.

Le aziende sono impegnate a equilibrare le necessità di tutte le parti interessate, integrando rischi e opportunità legati agli ESG nella loro strategia aziendale. Questo processo riflette una trasformazione strategica che richiede una riflessione approfondita su come armonizzare gli obiettivi di sostenibilità con la creazione di valore a lungo termine.

Per comprendere l'efficacia delle aziende nell'ambito della sostenibilità, e quali iniziative stanno adottando per raggiungere questi obiettivi, è fondamentale collegare i parametri di sostenibilità alla remunerazione dei CEO. Questo perché il CEO è colui che prende le decisioni cruciali, orientando l'azienda verso strategie che massimizzano il ritorno per sé stesso, per gli azionisti e per l'intera organizzazione.

Infine, sarà esplorata la letteratura disponibile riguardo la presenza di obiettivi ESG nella parte variabile della remunerazione dei CEO, valutando la loro efficacia nel promuovere decisioni che tengono conto dell'impatto sociale, prima di analizzare più

dettagliatamente i parametri ESG, i fornitori di rating ESG e come gli stakeholder valutino gli investimenti in questo ambito.

2.2 I Parametri ESG: ENVIROMENTAL – SOCIAL – GOVERNANCE

Come descritto precedentemente, la CSR emerge come una concezione intrinsecamente legata ai valori fondanti di un'azienda, sviluppandosi internamente come parte della sua cultura e politiche aziendali. Essa è caratterizzata da un'impostazione spontanea, delineata chiaramente negli obiettivi aziendali e non è il risultato di imposizioni esterne. Questo è riconosciuto anche dalla Commissione Europea, che descrive la CSR come un'"integrazione volontaria" di pratiche aziendali. Al contrario, i criteri ESG sono focalizzati sugli impatti esterni di un'azienda, valutando come questa influenzi l'ambiente e la società circostante, motivo per cui gli ESG sono considerati come parametri e indicatori di performance.

Il concetto di ESG ha le sue origini nel 2005, quando Kofi Annan, allora Segretario Generale delle Nazioni Unite, convocò un vasto gruppo di CEO e influenti investitori globali per promuovere l'integrazione di pratiche di investimento sostenibile nei mercati dei capitali. La formalizzazione di questa idea avvenne nel 2006 con la pubblicazione dei Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (Principles for Responsible Investment, PRI). All'inizio, i firmatari dei PRI erano solo un centinaio, ma oggi gli investimenti sostenibili sono non solo ampiamente adottati ma anche considerati una priorità nel panorama finanziario globale.

Quando si esplorano le responsabilità di un'azienda rispetto a questioni sociali e ambientali, ci si imbatte frequentemente nei termini CSR (già discusso) e ESG. Entrambi questi acronimi sono utilizzati per osservare e valutare l'impatto di un'azienda sulla società. Nonostante siano strettamente correlati e spesso considerati due aspetti dello stesso tema, è importante non confonderli.

Questo il messaggio del Segretario Generale delle Nazioni Unite nel 2019 in “I principi per l’investimento responsabile”.

“Un numero crescente di investitori istituzionali, da tutte le regioni del mondo, sta considerando i fattori ESG nelle proprie decisioni d’investimento e nel proprio azionariato attivo al fine di ridurre i rischi, migliorare i rendimenti finanziari e soddisfare le aspettative dei propri beneficiari e clienti. Nel loro agire, questi investitori stanno inoltre influenzando direttamente le aziende, i decisori politici e altri soggetti attivi nel mercato affinché migliorino le proprie attività in queste aree. Tutto ciò sta apportando benefici tangibili all’ambiente e alla società”.



Figura 2.2. – Le 5 P dello sviluppo sostenibile previsto dall'ONU, <https://www.eso.it/la-nuova-strategia-di-sviluppo-sostenibile-dell-italia-e-le-opportunita-per-la-green-economy-15987>

L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, adottata nel 2015 dai governi dei 193 paesi membri delle Nazioni Unite, rappresenta un impegno globale verso il progresso

sostenibile. Questo piano d'azione definisce lo sviluppo sostenibile come un tipo di progresso che riesce a soddisfare le esigenze attuali senza precludere alle generazioni future la possibilità di soddisfare le proprie. Per realizzare uno sviluppo sostenibile è cruciale trovare un equilibrio tra tre componenti essenziali:

- Crescita economica
- Inclusione sociale
- Protezione ambientale

Questo concetto può anche essere esplorato attraverso il paradigma delle "5P". Nell'ambito del suo vasto piano d'azione, l'Agenda 2030 include 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals, SDGs), che sono stati ufficialmente lanciati all'inizio del 2016. Questi obiettivi mirano a eliminare la povertà, combattere tutte le forme di discriminazione, assicurare il pieno rispetto dei diritti umani per tutti, realizzare la parità di genere e proteggere il nostro pianeta. I paesi membri delle Nazioni Unite si sono impegnati a conseguire questi obiettivi entro il 2030. Nel documento ufficiale dell'Agenda, figura 2.3 presenta uno schema dei 17 obiettivi. Tra questi, viene evidenziata l'importanza della crescita economica, dimostrando come questa debba integrarsi con le questioni sociali e ambientali. Questi aspetti non sono visti come separati o contraddittori, ma piuttosto come interdipendenti e reciprocamente rafforzativi.



Figura 2.3 – Obiettivi per lo sviluppo sostenibile, Agenda 2030,

<https://unric.org/it/agenda-2030/>

L'aumento dell'interesse, in particolare da parte delle autorità pubbliche, verso le questioni di sostenibilità, evidenziate soprattutto dai 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) dell'Agenda 2030, ha sottolineato la necessità di acquisire dati specifici sul contributo delle aziende al raggiungimento degli obiettivi globali in ambiti quali il clima, il sociale e la sostenibilità generale. In questo contesto, i parametri ESG diventano strumenti fondamentali, fornendo un'ampia gamma di informazioni rilevanti. La sostenibilità e l'etica sono ormai diventate priorità essenziali per un numero crescente di aziende e investitori globali, e questa trasformazione nelle preferenze degli investitori si riflette chiaramente nelle tendenze di mercato. Secondo uno studio recente di Deloitte e l'ESG European Institute, solamente nell'ultimo trimestre del 2021, gli investimenti nel settore sostenibile hanno raggiunto un volume di 143 miliardi di dollari. Inoltre, un'indagine condotta nel 2020 da Sustainability ha rivelato che, per diversi tipi di investitori, le informazioni sulle performance aziendali in termini di sostenibilità sono diventate una delle principali fonti di interesse. Informazioni che provengono dai cosiddetti rating ESG e tutti i vari report di sostenibilità.

“Il rating ESG è un quadro di valutazione attraverso il quale sono analizzati e misurati in modo sistemico gli aspetti legati a questioni ambientali, sociali e di governance di una azienda [...] attribuendo un punteggio in base al grado di compliance con le direttive internazionali in materia di sostenibilità, all’impatto ambientale generato dall’attività economica, al rispetto dei valori sociali e agli aspetti legati alla governance societaria, o al grado di rischio cui una società è sottoposta in relazione a tali fattori.”

Questa è la definizione dei rating ESG da dove si può evincere come i fattori ESG siano diventati una priorità per i consiglio di amministrazione poiché gli azionisti hanno notevolmente spostato i loro interessi verso questa tematica.

Ormai gli investitori hanno cambiato la loro prospettiva nei confronti degli investimenti indicizzati ESG e soprattutto nelle aziende dove riscontrano la presenza dei parametri ESG.

2.3. Rating ESG

I rating e gli indici ESG rappresentano elementi fondamentali nel panorama aziendale del ventunesimo secolo, assicurando che aspetti critici del business siano riflessi nelle valutazioni delle imprese, rendendo queste ultime monitorabili da investitori e altri stakeholder. La valutazione delle aziende mediante rating ESG non è semplice, a causa della complessità intrinseca di questi parametri. A differenza dei criteri finanziari, che si basano su misure e valori chiari e universalmente accettati, i rating ESG richiedono l'analisi di molteplici dimensioni e caratteristiche, sia qualitative che quantitative, rendendo complessa la creazione di standard universalmente applicabili e facilmente quantificabili. Prima di procedere con l'analisi della letteratura esistente, è essenziale definire cosa si intende per rating ESG e indice ESG.

Il termine "rating ESG" si riferisce a un sistema di valutazione che misura la performance di una società, sia essa quotata in borsa o privata, di un settore specifico o di un intero Paese, in base ai fattori ESG, attribuendo un punteggio sistematico che riflette il risultato combinato di questi fattori.

Invece, il termine "indice ESG" designa un indice investibile, generalmente ponderato secondo la capitalizzazione di mercato, che si ottiene aggregando i punteggi ESG delle singole aziende per valutare la performance complessiva di un gruppo di società che costituiscono l'indice.

Numerose aziende operano nel campo dei rating ESG, tra cui spiccano nomi come MSCI, S&P Dow Jones, FTSE Russell, Oekom, Sustainalytics e Thomson Reuters. Una società specializzata in rating ESG può scegliere di calcolare, di collaborare con i fornitori di indici di investimento per commercializzare e vendere i propri indici ESG.

Chi crea un indice ESG ha ampia libertà nella definizione della sua struttura. Gli indici azionari ESG, similmente agli indici tradizionali, mirano a fornire un'immagine rappresentativa del mercato di riferimento attraverso un processo ben definito: Si seleziona un insieme di società quotate che rispettano specifici parametri per garantire che rappresentino adeguatamente la struttura settoriale del mercato. A ogni società selezionata viene assegnato un peso secondo criteri predefiniti. Utilizzando le quotazioni delle azioni selezionate e i pesi attribuiti, si calcola il valore dell'indice.

Incorporando un filtro di sostenibilità ESG in questo processo, la metodologia rimane sostanzialmente la stessa, con la differenza che l'universo delle società eleggibili per l'indice non comprende tutte le società quotate sul mercato, ma solo quelle che soddisfano criteri specifici legati alla sostenibilità ambientale, sociale, al rispetto dei lavoratori, alla località geografica e alle leggi vigenti. In questo tipo di indici, nessun settore viene escluso a priori; piuttosto, vengono selezionate aziende di ogni settore che raggiungono uno standard minimo di sostenibilità ESG, rappresentando così una significativa novità nel panorama degli indici di mercato.

Etica News, la prima pubblicazione giornalistica dedicata al mondo ESG nel settore finanziario, ha rivelato dati che mostrano come, nel 2019, gli indici ESG abbiano generalmente superato quelli non ESG in termini di rapporto rischio/rendimento. Questo indica che gli indici ESG hanno prodotto rendimenti superiori a parità di rischio o rendimenti comparabili con un rischio inferiore, offrendo così una prova empirica tangibile del valore dei fattori ESG nella valutazione degli investimenti. Il mercato dei rating ESG ha visto una crescita guidata sia dalla domanda (demand-pull) che dall'offerta (supply-push): da un lato, l'evoluzione della domanda diversificata da parte degli stakeholder, la globalizzazione della copertura dei dati ESG e l'avanzamento tecnologico che ha migliorato la disponibilità dei dati; dall'altro, le necessità di redditività e scalabilità.

Per completezza, è utile esaminare gli indici forniti dai principali produttori di indici ESG, che coprono un ampio spettro sia in termini di numero di aziende che di aree geografiche coinvolte:

- gli "MSCI Global Sustainability Indexes" sono una serie di indici progettati per offrire esposizione agli investimenti in aziende con elevate performance ESG. Utilizzando metodologie "best-in-class", selezionano aziende con i rating ESG più alti. I rating MSCI ESG considerano 37 specifici aspetti ESG del settore e, attraverso una combinazione di punteggi e ponderazioni, forniscono una valutazione complessiva dell'azienda su una scala da "AAA" a "CCC". Per rimanere inclusi negli indici MSCI, i componenti esistenti devono avere un rating MSCI ESG superiore a CCC, mentre nuove aziende devono avere un rating superiore a B per essere considerate idonee.
- Lanciati nel 2019, i "DJSI Index" (Dow Jones) sono una famiglia di indici che valutano la sostenibilità delle 2500 principali società quotate nel Dow Jones Market Index con un approccio best-in-class, senza escludere nessun settore dal processo di selezione. Utilizzano un questionario che varia da 80 a 120 domande a seconda del settore, assegnando un punteggio a ciascuna domanda e un peso percentuale al questionario totale. Le aziende ricevono un punteggio di sostenibilità totale (TSS) da 0 a 100 e vengono classificate rispetto alle altre del loro settore. Le aziende top performer, basate sul TSS, vengono selezionate per l'inclusione nel DJSI.
- Lanciato nel 2001, il "FTSE4Good Index Series" è stato progettato per valutare obiettivamente le performance delle società che rispettano gli standard ESG globalmente riconosciuti e facilitare gli investimenti in tali aziende. Utilizza un approccio a soglia assoluta per selezionare le aziende da includere nell'indice, dividendo i tre pilastri ESG in circa 14 punteggi ciascuno. Ogni azienda è generalmente valutata su 10-35 indicatori (a seconda del settore) con un rating FTSE ESG da 0 a 5. Le aziende con un rating pari o superiore a 3,2 vengono incluse.
- il "TRCRI" di Thomson Reuters è una famiglia di indici progettati per misurare le prestazioni delle aziende con elevate performance ESG, applicando un rating ESG che mira ad essere oggettivo, trasparente e basato su regole. Utilizza un approccio "best-in-class" per selezionare il 50% delle top aziende del TRCRI che, a giugno 2016, copriva oltre 4600 aziende a livello mondiale. Il rating TRCRI include un rating ESG suddiviso nelle tre macroaree (ambientale,

sociale, governance), ulteriormente divise in 15 categorie che coprono oltre 250 indicatori chiave di performance (KPI). Ogni KPI è valutato con un punteggio da zero a uno, e i punteggi sono aggregati in un numero compreso tra 0 e 100 assegnato all'azienda.

L'incremento significativo dei rating e degli indici ESG rappresenta tanto sfide quanto opportunità per investitori e CEO. Questo sviluppo implica che gli investitori possono beneficiare dall'uso di tali strumenti se riescono a interpretare e valutare l'efficacia con cui le aziende implementano e aggiornano le loro politiche ESG. Come Slager ha evidenziato nel suo studio del 2012, numerosi CEO considerano seriamente i rating ESG e modellano le politiche aziendali di conseguenza. È stato anche osservato che le iniziative ESG intraprese dai CEO possono migliorare la reputazione aziendale e accrescere la lealtà dei consumatori verso i prodotti e i servizi offerti.

Inoltre, un'analisi condotta da Clark, Feiner e Viehs, che hanno esaminato vari studi precedenti, ha rivelato che la vasta maggioranza (88%) mostra come le aziende con alti punteggi ESG tendano a registrare una performance operativa superiore e che l'80% degli studi rileva anche un impatto positivo sulla performance degli investimenti. Questi risultati suggeriscono che i dirigenti aziendali stanno prendendo seriamente in considerazione le questioni ESG, e che le relative iniziative stanno guadagnando crescente interesse non solo da parte degli investitori istituzionali e dei regolatori, ma anche dei consumatori.

Un indice ESG può essere creato valutando un singolo criterio ESG o più criteri contemporaneamente, assegnando poi un punteggio alle aziende basato su questi criteri per sviluppare un indice complessivo ponderato. Alternativamente, può essere formulato selezionando un insieme di aziende e ricalibrando l'indice secondo una valutazione aggiuntiva dei fattori ESG nel confronto tra le aziende. Gli standard di ammissibilità per un indice ESG sono generalmente determinati dalle ricerche ESG condotte dalle agenzie che emettono i rating ESG.

I rating ESG e gli indici ESG sono quindi diventati strumenti fondamentali nel contesto degli investimenti aziendali contemporanei, poiché forniscono agli stakeholder e agli utenti finali una visione completa del valore creato dall'azienda, considerando non solo i rendimenti finanziari, ma anche l'impatto sociale e ambientale.

2.4 La normativa ESG

La regolamentazione ESG comprende una serie di criteri adottati per misurare quanto bene un'azienda sta performando in ambiti ambientali, sociali e di governance. Questi criteri sono impiegati per valutare il rischio associato nell'investire in una particolare società. La normativa ESG abbraccia diversi ambiti, spaziando dal settore energetico a quello finanziario, dall'agricoltura alla tecnologia. Le aziende che evidenziano un serio impegno verso la sostenibilità ambientale, sociale e di governance sono percepite come più sicure e affidabili da investitori e stakeholder. I principali documenti normativi di riferimento per l'ESG includono il Regolamento EU 2019/2088 del Parlamento e del Consiglio Europeo del 27 novembre 2019, che riguarda le divulgazioni relative alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, e il rapporto finale dell'EBA su "Linee guida per l'origine e il monitoraggio dei prestiti" del giugno 2020.

Il Regolamento 2088 mira a regolare il reporting sulla sostenibilità all'interno del settore dei servizi finanziari e ha applicazione in tutta l'area economica europea. Adottando un approccio simile a quello del GDPR, l'Unione Europea richiede che tutti gli operatori finanziari che desiderano commercializzare prodotti e servizi finanziari etichettati ESG si conformino a queste norme per operare in Europa.

Questa normativa è cruciale dato che il mercato europeo è particolarmente attento alle questioni di sostenibilità e rappresenta un terreno fertile per gli investimenti sostenibili.

Il Regolamento UE 2019/2088 rappresenta un passo importante nel contesto del Piano d'azione europeo per la finanza sostenibile. La sua finalità principale è quella di fornire una definizione chiara di "sostenibilità" nel contesto degli investimenti finanziari e di introdurre requisiti di trasparenza per le entità che gestiscono tali investimenti.

Specificatamente, il regolamento mira a migliorare e standardizzare le informazioni che gli investitori ricevono riguardo i prodotti finanziari ESG, che considerano fattori ambientali, sociali e di governance. Grazie a queste informazioni, gli investitori possono confrontare più agevolmente i diversi prodotti finanziari e comprendere meglio il loro livello di sostenibilità.

L'obiettivo ultimo di questa normativa è proteggere gli interessi dei consumatori e degli investitori, esigendo che gli intermediari finanziari valutino l'impatto dei rischi di sostenibilità sui prodotti che vendono o raccomandano. Inoltre, essa mira a garantire che

i clienti possano capire in maniera più approfondita la sostenibilità dei loro investimenti e le politiche relative ai rischi di sostenibilità adottate.

La Sustainable Finance Disclosure Regulation di livello 2 introduce criteri aggiuntivi di trasparenza per i prodotti finanziari sostenibili, focalizzandosi sia sugli impatti negativi sui fattori di sostenibilità sia sulle informazioni dettagliate precontrattuali relative ai prodotti finanziari. Questo dovrebbe contribuire a migliorare la trasparenza nel mercato dei prodotti finanziari ESG e a combattere il fenomeno del greenwashing, ossia la pratica di etichettare erroneamente i prodotti come sostenibili senza adottare politiche d'investimento veramente coerenti con gli obiettivi di sostenibilità definiti.

Per gli strumenti finanziari sostenibili, classificati negli Articoli 8 e 9, è richiesta la pubblicazione di documenti precontrattuali e periodici che rispettino standard ben definiti stabiliti dalla legislazione europea. Questi documenti devono includere dettagli cruciali sulle politiche d'investimento del prodotto, come la definizione di obiettivi di sostenibilità, il loro contributo agli obiettivi, la proporzione di investimenti conformi alla tassonomia verde dell'UE e le misure intraprese per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità precedentemente stabiliti.

La SFDR di livello 2 stabilisce che i prodotti finanziari etichettati come Articolo 8 e Articolo 9 debbano fornire informazioni standardizzate e siano soggetti a responsabilità rafforzate, conformi agli obiettivi di mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici come delineato nel regolamento sulla tassonomia. Tuttavia, l'assenza di una definizione universale di "investimento sostenibile" e l'applicazione non uniforme delle normative creano difficoltà nell'interpretazione e nella comparabilità delle informazioni.

Esperti del settore indicano che la programmazione delle future normative rappresenta una sfida significativa. Attualmente, la legislazione europea non obbliga le aziende a divulgare i propri criteri ESG fino al 2024, mentre si richiede agli asset manager di valutare gli impatti negativi dei loro investimenti in termini ESG e di riportare una soglia minima di conformità alla tassonomia e di investimenti sostenibili già entro il 2023. La normativa ESG sta assumendo un'importanza crescente nel panorama degli investimenti sostenibili. Gli enti di investimento e le banche stanno prestando maggiore attenzione ai fattori ESG quando decidono in quali aziende o progetti investire. Questo interesse ha incrementato la domanda di informazioni su questi fattori da parte degli investitori, spingendo le aziende a rendere note le loro politiche e obiettivi di

sostenibilità. L'impatto dei criteri ESG sulle aziende è un argomento di rilevante interesse per quelle organizzazioni che desiderano investire in sostenibilità. I principi ESG sono diventati linee guida essenziali che definiscono come le aziende possono operare per minimizzare il loro impatto ambientale e sociale. Questi criteri sono diventati fondamentali nel tempo, fornendo alle aziende un modo per misurare le loro performance ambientali, sociali ed economiche.

In particolare, le aziende tecnologiche giocano un ruolo cruciale nell'adozione dei criteri ESG, poiché sono in grado di sviluppare soluzioni innovative che affrontano efficacemente i problemi ambientali e sociali. L'Unione Europea sta compiendo passi significativi verso la creazione di un quadro normativo che promuova un'economia sostenibile, con l'obiettivo finale di combattere il cambiamento climatico e raggiungere le emissioni zero entro il 2050. Al momento, le grandi aziende sono già soggette alla Direttiva sull'informativa non finanziaria dell'UE, che le obbliga a divulgare informazioni non finanziarie. Tuttavia, recenti sviluppi hanno portato all'introduzione della Direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), che amplia i requisiti di reporting a un numero maggiore di aziende, incluse tutte le grandi imprese e le società quotate nei mercati regolamentati. Negli Stati Uniti, l'importanza dei criteri ESG è anch'essa in crescita, con l'emanazione di ordini esecutivi e la pubblicazione di rapporti specifici. A livello globale, si osserva una tendenza verso la standardizzazione della rendicontazione ESG, anticipando un futuro di maggiore uniformità nelle informazioni ESG divulgate dalle aziende a livello internazionale. Nell'ambito del Green Deal europeo, la CSRD gioca un ruolo cruciale nel favorire l'integrazione della sostenibilità nei modelli di business. Questa direttiva espande significativamente il numero di aziende obbligate a fornire informazioni sulla sostenibilità, passando dalle 11.700 attuali a circa 49.000, di cui 4.000 in Italia. Dal 2026, anche le PMI quotate dovranno conformarsi a questa direttiva, e persino le imprese non quotate potrebbero trovarsi a dover adottare simili misure a causa delle richieste di approvvigionamento verde nella supply chain o delle pressioni competitive. La CSRD introduce il concetto di doppia materialità, che obbliga le aziende a relazionare non solo sull'impatto delle loro attività su persone e ambiente (approccio inside-out), ma anche su come le questioni di sostenibilità influenzano le loro operazioni, risultati e situazioni generali (approccio outside-in). In pratica, le

organizzazioni sono chiamate a un impegno concreto nell'integrare gli obiettivi ESG (Environmental, Social e Governance) nella propria strategia aziendale, posizionando le loro operazioni all'interno di un ampio ecosistema che comprende ambientale, economico e sociale, il quale incide sull'azienda e viceversa. La Direttiva n. 2022/2464, che modifica la precedente Direttiva 2013/34/UE, riguarda la rendicontazione di sostenibilità aziendale e estende l'obbligo di divulgazione di informazioni non finanziarie per le grandi imprese. Secondo un report di Pwc sulla CSRD, l'Unione Europea sta promuovendo lo sviluppo di un sistema economico-finanziario più sostenibile, al fine di rendere le aziende più consapevoli e responsabili del loro impatto su persone e ambiente. Nel perseguimento dell'obiettivo di neutralità climatica entro il 2050, l'UE ha implementato una serie di riforme e introdotto misure strutturali nell'ambito dell'Industrial Green Deal e della roadmap per la Sustainable Finance, redatta dall'EBA (European Banking Authority). La CSRD si inserisce in questo quadro con l'obiettivo primario di migliorare la rendicontazione di sostenibilità, elevando l'importanza delle informazioni ESG a un livello paritetico con quelle finanziarie tradizionali e riconoscendone l'intreccio naturale.

La regolamentazione ESG sta acquisendo un ruolo sempre più centrale anche in Italia. Dal 30 giugno 2023, le aziende del settore finanziario dovranno pubblicare informazioni relative all'anno fiscale 2022. Questa nuova normativa è volta a garantire che gli investitori dispongano delle informazioni necessarie per effettuare scelte finanziarie informate e responsabili dal punto di vista ambientale e sociale. L'obiettivo è anche quello di favorire l'integrazione della sostenibilità nella valutazione e nella gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie. Di conseguenza, le aziende finanziarie saranno tenute a divulgare dettagli approfonditi su come i loro prodotti finanziari contribuiscano agli obiettivi di sostenibilità stabiliti dall'Unione Europea. Queste informazioni dovranno essere accessibili in modo trasparente e chiaro a tutti gli investitori. Già da sei anni sono in vigore gli obblighi derivanti dal decreto legislativo del 30 dicembre 2016 n. 254 che, dando attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, ha introdotto la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (DNF) per talune imprese e gruppi di grandi dimensioni. Le informazioni da fornire riguardano questioni ambientali, sociali, rispetto dei diritti umani e anticorruzione.

Di seguito la principale normativa italiana:

- Decreto Legislativo 3 dicembre 2010, n. 254: questo decreto prevede obblighi di rendicontazione non finanziaria DNF per le grandi imprese, che devono includere informazioni ESG nelle loro relazioni annuali. È stato abrogato e sostituito dal decreto successivo.
- Decreto Legislativo 30 dicembre 2016, n. 254: questo decreto, recependo la Direttiva Europea 2014/95/UE, richiede a determinate grandi imprese italiane di fornire informazioni non finanziarie DNF, comprese quelle relative ai fattori ESG, nelle loro relazioni annuali. Le imprese interessate sono quelle che soddisfano determinati criteri di dimensione, come il numero di dipendenti, il fatturato e l'attivo di bilancio.
- Decreto Legislativo 8 giugno 2017, n. 101: questo decreto prevede disposizioni in materia di trasparenza delle informazioni non finanziarie DNF da parte di alcune categorie di società, comprese le banche, le compagnie di assicurazione e gli intermediari finanziari.
- Linee guida della Consob: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) ha emesso diverse linee guida relative alla trasparenza e alla divulgazione delle informazioni non finanziarie DNF da parte delle società quotate, che includono anche i fattori ESG.

CAPITOLO III

3.1. Codice di corporate governance e la remunerazione

In questo capitolo ci si focalizzerà sulla disciplina della remunerazione in particolare con quanto previsto dal Codice di Corporate Governance e dalle linee guida della CONSOB. Infine, si affronterà il tema dell'utilizzo dei parametri di performance ESG nelle retribuzioni dei CEO.

XV. La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società.

XVI. La politica per la remunerazione è elaborata dall'organo di amministrazione, attraverso una procedura trasparente.

XVII. L'organo di amministrazione assicura che la remunerazione erogata e maturata sia coerente con i principi e i criteri definiti nella politica, alla luce dei risultati conseguiti e delle altre circostanze rilevanti per la sua attuazione.

Questi sono i principi previsti dal Codice di Corporate Governance dove si evince che la remunerazione sia strettamente collegata al successo sostenibile della società in quanto deve essere in grado di stimolare il management nel raggiungere gli obiettivi prefissati, come già descritto nel Capitolo 1. Quindi il consiglio di amministrazione deve affidare al Comitato remunerazione il compito di coadiuvarlo nel trovare la migliore politica di remunerazione. In particolare, Il comitato remunerazioni, ha il compito di assistere nell'elaborazione delle politiche di remunerazione. Le responsabilità specifiche del comitato includono:

a) Supportare nella definizione della politica retributiva;

- b) Proporre e fornire consulenze riguardo la remunerazione degli amministratori esecutivi e di altri amministratori con ruoli chiave, oltre a definire gli obiettivi di performance legati alla componente variabile della retribuzione;
- c) Supervisionare l'attuazione effettiva della politica di remunerazione e controllare il raggiungimento degli obiettivi di performance;
- d) Valutare regolarmente l'efficacia e la coerenza della politica di remunerazione per gli amministratori e il top management.

Per garantire che gli amministratori, sia esecutivi sia non, e i membri dell'organo di controllo ricevano una remunerazione adeguata, quest'ultima viene determinata in base alle pratiche comuni nei settori di riferimento e in società di dimensioni simili, considerando anche le esperienze internazionali e, quando necessario, ricorrendo a un consulente indipendente. Il comitato remunerazioni è costituito esclusivamente da amministratori non esecutivi, per lo più indipendenti, ed è guidato da un amministratore indipendente. Almeno uno dei membri del comitato deve avere competenze ed esperienze rilevanti in ambito finanziario o nelle politiche di remunerazione, qualità che devono essere valutate dall'organo di amministrazione al momento della nomina.

La politica di remunerazione per gli amministratori esecutivi e il top management stabilisce:

- a) Un equilibrio tra la componente fissa e quella variabile della remunerazione, che sia adeguato e allineato agli obiettivi strategici e alla gestione dei rischi dell'impresa, considerando le specificità del settore di operatività. La componente variabile dovrebbe costituire una quota significativa del totale della remunerazione, con dei limiti massimi ben definiti per l'erogazione di tali componenti;
- b) Obiettivi di performance chiari e misurabili, predefiniti e significativamente correlati a risultati di lungo termine. Questi obiettivi dovrebbero essere in linea con gli obiettivi strategici dell'azienda e mirati al suo successo sostenibile, includendo eventualmente anche parametri non finanziari, qualora pertinenti;

c) Un periodo di differimento adeguato per il pagamento di una parte significativa della componente variabile, post-maturazione, in coerenza con le specificità dell'attività e i rischi correlati;

d) Clausole contrattuali che permettano alla società di richiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione, in tutto o in parte, o di trattenere importi differiti, se basate su informazioni che si rivelino successivamente errate, e altre condizioni specificate dall'azienda;

e) Norme chiare e predefinite riguardo alla possibilità di erogazione di indennità in caso di cessazione del rapporto di amministrazione, definendo un limite massimo per l'importo erogabile, legato a un determinato ammontare o a un numero specifico di anni di remunerazione. Tale indennità non viene corrisposta in caso di cessazione dovuta al mancato raggiungimento di risultati adeguati.

I piani di remunerazione basati su azioni per gli amministratori esecutivi e il top management sono progettati per incentivare l'allineamento con gli interessi degli azionisti su un lungo termine, prevedendo che la maggior parte del piano abbia un periodo di maturazione e di mantenimento delle azioni attribuite di almeno cinque anni. La remunerazione per gli amministratori non esecutivi è determinata in modo da riflettere adeguatamente la competenza, la professionalità e l'impegno richiesti dai loro ruoli nell'organo di amministrazione e nei comitati consultivi, con una parte minore legata a obiettivi di performance finanziaria. Infine, il compenso per i membri dell'organo di controllo è stabilito in base alla competenza, alla professionalità e all'impegno necessari, considerando l'importanza del ruolo, le dimensioni e il settore dell'impresa, nonché la situazione specifica in cui opera.

3.2 Regolamentazione sulla relazione di remunerazione

La Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi erogati viene redatta nel rispetto del quadro normativo di riferimento sia nazionale che dell'Unione Europea riguardante le politiche di remunerazione. Questo include in particolare:

- La Direttiva UE 2017/828/UE, anche nota come Direttiva Shareholder Rights II, che modifica la Direttiva 2007/36/CE. Questa direttiva riflette un nuovo approccio dell'Unione Europea alla governance delle società quotate, mirando a promuovere un impegno a lungo termine degli azionisti e a garantire trasparenza nelle pratiche aziendali, in particolare riguardo all'allineamento con i temi ESG. Un aspetto rilevante è il meccanismo di "say-on-pay", che permette agli azionisti di votare sulla politica di remunerazione aziendale.
- L'articolo 123-ter del Testo Unico della Finanza (TUF), modificato dal Decreto Legislativo n° 49 del 10 maggio 2019, articolo n° 3. Questo decreto attua la Direttiva 2017/828/UE e dettaglia come deve essere strutturata la Relazione sulla Remunerazione, in conformità alle normative stabilite dalla CONSOB.
- Le Delibere CONSOB n° 21623 del 10 dicembre 2020 e n° 21639 del 15 dicembre 2020, che hanno modificato il Regolamento Emittenti. Queste delibere forniscono linee guida aggiornate sulla politica di remunerazione in adempimento alle disposizioni del TUF.

La relazione quindi si conforma a questi principi e regolamenti, assicurando che la politica di remunerazione sia trasparente, equa e allineata con gli interessi a lungo termine sia degli azionisti sia della società.

La CONSOB, o Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, è l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari in Italia. Ha il compito di assicurare la trasparenza e la

correttezza delle operazioni, proteggere gli investitori e mantenere la fiducia e la competitività del sistema finanziario, intervenendo quando necessario per prevenire o sanzionare comportamenti inappropriati. La regolamentazione della CONSOB relativa alla redazione della relazione sulla remunerazione è costantemente aggiornata per riflettere i cambiamenti della società e dei mercati, così come le evoluzioni legislative. L'ultima versione del "Regolamento Emittenti Adottato", aggiornata con le modifiche della delibera n° 22551 del 22 dicembre 2022, è entrata in vigore il 1° gennaio 2023. Secondo la normativa CONSOB, come previsto dall'articolo 123-ter del TUF, la Relazione sulla remunerazione deve essere suddivisa in due sezioni:

- Sezione I, che riguarda la politica di remunerazione;
- Sezione II, che dettaglia i compensi effettivamente corrisposti.

La Sezione I della Relazione sulla remunerazione deve presentare in modo chiaro e comprensibile le seguenti informazioni:

- Gli enti e le persone coinvolte nella definizione della politica di remunerazione.
- Le condizioni di lavoro dei dipendenti e come queste influenzano la politica di remunerazione.
- Gli obiettivi della politica di remunerazione, inclusa la sua contribuzione allo sviluppo della strategia aziendale, al raggiungimento degli obiettivi di breve e lungo termine, e alla sostenibilità dell'azienda sotto il profilo economico, ambientale e sociale.
- Una descrizione delle componenti fisse e variabili delle retribuzioni del Top - Management.
- La presenza di meccanismi di correzione ex-post per la componente variabile, noti come claw-back.
- La durata dei contratti di lavoro e le modalità di gestione delle cessazioni del rapporto di lavoro, con le relative conseguenze.

La Sezione II si articola in due parti:

- La prima parte fornisce informazioni dettagliate sui tipi e gli importi dei compensi attribuiti ai membri degli organi di amministrazione e di controllo, ai direttori generali e ad altri dirigenti con responsabilità strategiche.
- La seconda parte include tabelle dettagliate che elencano i compensi erogati, sia in contanti sia basati su strumenti finanziari, dalla società di riferimento e da eventuali società controllate o collegate.

Le figure 3.1 e 3.2 mostrano rispettivamente gli schemi delle tabelle come richiesto dalla CONSOB e come vengono compilate dalle società. Queste figure illustrano il formato e la struttura con cui devono essere presentate le informazioni relative ai compensi e alle partecipazioni detenute dai membri degli organi di amministrazione e di controllo, dai direttori generali e dagli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

TABELLA 1: Compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, ai direttori generali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

(A)	(B)	(C)	(D)	(1)	(2)	(3)		(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Nome e cognome	Carica	Periodo per cui è stata ricoperta la carica	Scadenza della carica	Compensi fissi	Compensi per la partecipazione a comitati	Compensi variabili non equity		Benefici non monetari	Altri compensi	Totale	Fair Value dei compensi equity	Indennità di fine carica o di cessazione del rapporto di lavoro
						Bonus e altri incentivi	Partecipazione agli utili					
(I) Compensi nella società che redige il bilancio												
(II) Compensi da controllate e collegate												
(III) Totale												

Figura 3.1. – *Compensi corrisposti ai componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, nonché agli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche, da Regolamento Emittenti della Consob, chrome extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.consob.it/cnbarchives/docmenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/Art_SRD_II_EMI.pdf*

Tabella 1

Partecipazioni dei componenti del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e degli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche.

Nome e cognome	Carica	Società partecipata	N° di azioni possedute al 31.12.2020	N° di azioni acquistate	N° di azioni vendute	N° di azioni possedute al 31.12.2021
----------------	--------	---------------------	--------------------------------------	-------------------------	----------------------	--------------------------------------

Figura 3.2 - *Partecipazioni dei componenti del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e degli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche, chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.consob.it/cnbarchives/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/Art_SRD_II_EMI.pdf*

3.3. I fattori ESG nella componente variabile delle retribuzioni dei CEO

Secondo il database ISS Executive Compensation Analytics, si osserva un significativo aumento delle aziende che integrano parametri ESG nei sistemi di retribuzione dei loro CEO: nel 2021, il 30% delle aziende nel database utilizzava metriche ESG come indicatori chiave di performance (KPI), rispetto al 3% del 2010. Questa tendenza solleva diverse questioni che sono state ampiamente esplorate nella letteratura accademica, tra cui gli impatti economici dell'adozione delle metriche ESG nelle politiche di retribuzione e le caratteristiche aziendali, come la posizione geografica, il settore, le dimensioni o la struttura proprietaria, che possono influenzare questa scelta. Diversi studi si sono concentrati su questi temi, esaminando i risultati economici delle aziende che adottano la "retribuzione ESG" e cercando di capire quali fattori spingano alla sua adozione. Questo capitolo mira a offrire una panoramica dei risultati ottenuti finora, fornendo una visione completa degli effetti della retribuzione ESG su vari aspetti aziendali, inclusi gli impatti sui CEO, sull'azienda in generale e sugli azionisti. L'ipotesi sottostante è che i proprietari e i membri del Consiglio di Amministrazione delle aziende che adottano le metriche ESG nei pacchetti retributivi dei dirigenti siano

motivati da un interesse intrinseco nei risultati ESG, o perlomeno percepiscano un ritorno tangibile che soddisfi i loro ideali e le loro necessità.

Il BlackRock Investment Institute, insieme ad istituti, sta spingendo le aziende a sviluppare e espandere i loro programmi di sostenibilità a fronte dei rischi finanziari legati al cambiamento climatico, che impattano tutti direttamente. Di conseguenza, le metriche ambientali, come le emissioni di anidride carbonica, sono considerate indicatori cruciali del rischio finanziario futuro. Gli stakeholder delle aziende sono dunque particolarmente attenti a queste metriche, soprattutto perché molte attività aziendali possono generare costi esterni, come inquinamento, che non sono pienamente assorbiti dall'azienda stessa. Incorporando le metriche ESG, che tengono conto di questi costi esterni, nei piani di remunerazione dei dirigenti, i proprietari possono dimostrare agli stakeholder un impegno serio del management verso la gestione di questi impatti. Inoltre, la possibilità per gli azionisti di esprimere il proprio voto sulla politica retributiva attraverso il "say-on-pay vote" è vista come un'opportunità per influenzare le aziende verso il raggiungimento di obiettivi di lungo termine. Investitori influenti come Cevian e Allianz sottolineano l'importanza di includere obiettivi ESG nei piani di remunerazione, considerando il voto say-on-pay un mezzo concreto per chiedere ai consigli di amministrazione di rendicontare l'efficacia dei loro obiettivi ESG. Tuttavia, definire una strategia efficace per le retribuzioni ESG non è semplice, poiché la valutazione di queste metriche può essere soggettiva e i dettagli su come vengono applicati i vari indicatori di performance non sono sempre accessibili agli osservatori esterni.

Un'importante ricerca condotta da PwC UK e dalla London Business School ha esaminato le motivazioni e le considerazioni dietro l'inclusione degli obiettivi ESG nelle retribuzioni e analizzato le tendenze correnti nel mercato. Il risultato di questa collaborazione è il report "Paying for good for all" pubblicato nel 2022, che evidenzia l'importanza dell'integrazione degli ESG nelle strategie retributive aziendali e ne discute le sfide e le opportunità. La ricerca ha coinvolto oltre 600 leader senior globali da 9 paesi e 28 settori, rappresentando un'ampia gamma di tipologie aziendali, da quelle quotate in borsa a quelle a conduzione familiare e gestite dai proprietari.

I senior leader intervistati ritengono che gli obiettivi ESG più rilevanti da integrare nei piani di remunerazione siano quelli strettamente legati alla strategia aziendale e al

processo di creazione di valore. In particolare, enfatizzano l'importanza di obiettivi interni quali la soddisfazione dei dipendenti (56%), la salute e sicurezza (56%), la diversità (41%), la decarbonizzazione (35%) e altri obiettivi ambientali (36%), come illustrato nella figura 3.3.

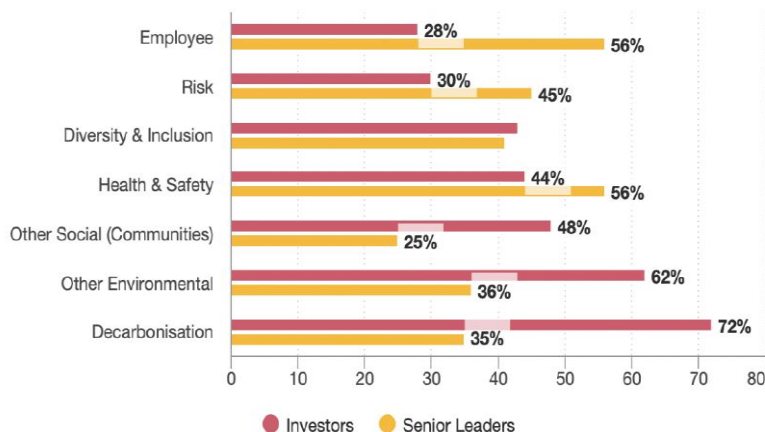


Figura 3.3. - *Priorità ESG per investitori e Senior Leader intervistati, da Paying for good for all PwC [2022], 25th Annual Global CEO Survey, pwc.com*

Negli ultimi due anni, due terzi dei leader intervistati hanno osservato un notevole aumento dell'interesse per gli ESG da parte dei consigli di amministrazione, dei dirigenti, dei dipendenti, dei proprietari e di altre parti interessate, portando a una revisione delle strategie aziendali che ora includono nuove politiche di remunerazione basate su metriche ESG. A livello globale, la maggior parte delle aziende nei Paesi analizzati adotta in qualche modo gli ESG nei propri piani di remunerazione. Oltre due terzi degli investitori (68%) sostengono l'idea di legare le remunerazioni agli obiettivi ESG, ma i senior leader si mostrano più prudenti: poco più della metà (55%) dei dirigenti sostiene che le remunerazioni dovrebbero essere legate agli obiettivi ESG nella maggior parte delle aziende, mentre un terzo ritiene che tale collegamento dovrebbe essere applicato solo in quelle aziende che affrontano questioni ESG in modo significativo, come evidenziato nella figura 3.4.

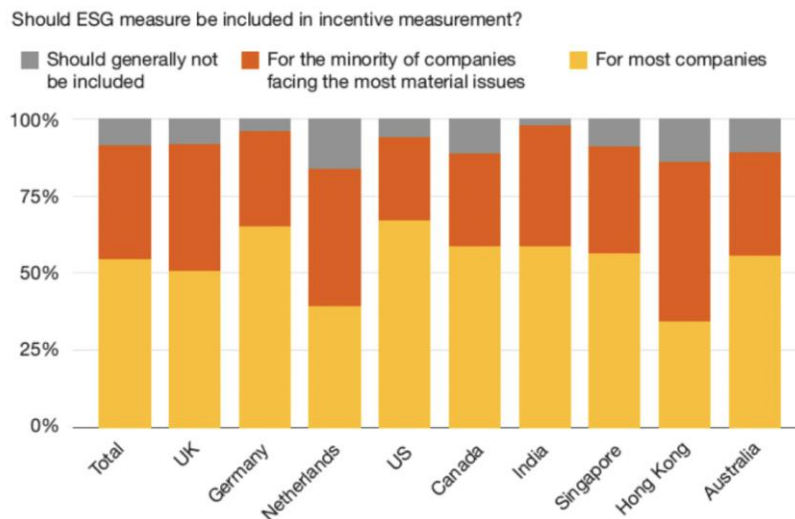


Figura 3.4. - *Integrazione ESG nella retribuzione dei CEO, Paying for good for all*

PwC [2022], 25th Annual Global CEO Survey, pwc.com

Il fatto che un terzo degli intervistati ritenga che il collegamento tra ESG e retribuzione debba essere applicato solo nelle aziende che affrontano in modo significativo i problemi ESG è confermato da un'ulteriore analisi nel report "Paying for good for all". Sebbene l'ESG sia considerato importante, non tutti gli investitori lo vedono come centrale nella creazione di valore: il 42% degli investitori ritiene che i fattori ESG abbiano un impatto minimo sulle entrate e il 37% sul margine di profitto. Questi dati riflettono un panorama di ricerca accademica variegato riguardo al legame tra ESG e valore aziendale, che mostra risultati misti: mentre alcuni studi indicano un legame positivo tra l'adozione di pratiche ESG nella retribuzione e il valore aziendale a lungo termine, altri presentano risultati contrastanti o inconcludenti. Questa varianza nei risultati può essere attribuita a diversi fattori, come la mancanza di standardizzazione nelle misure ESG, la difficoltà nel quantificare l'impatto finanziario diretto delle pratiche ESG e il fatto che i benefici di tali pratiche possano manifestarsi solo nel lungo periodo, e quindi non siano immediatamente evidenti attraverso le metriche finanziarie tradizionali utilizzate per valutare le performance aziendali a breve termine. Alcuni investitori possono vedere i fattori ESG più come legati al rischio e alla reputazione piuttosto che alla performance finanziaria di base. Quindi, sebbene i fattori ESG siano considerati importanti, potrebbero non essere visti come i più cruciali. Questo non diminuisce l'importanza dell'integrazione degli ESG nella retribuzione come parte di

una strategia aziendale resiliente ed efficace, ma sottolinea che esistono altre dimensioni importanti che competono con l'ESG per l'inclusione nelle metriche retributive. Ad esempio, il 54% dei CEO include obiettivi di automazione e digitalizzazione nelle loro strategie aziendali a lungo termine, una percentuale significativamente più alta rispetto agli obiettivi di decarbonizzazione (37%) o di rappresentanza di genere (38%).

L'utilizzo di bonus è diventato un metodo comune per integrare le misure ESG nelle aziende; tuttavia, poiché alcune misure ESG, come la riduzione delle emissioni di carbonio, implicano cambiamenti a lungo termine, è difficile ottenere un impatto significativo attraverso incentivi a breve termine. Di conseguenza, i parametri ESG vengono spesso incorporati non solo nei bonus ma anche nei piani di incentivi a lungo termine (LTIP), come illustrato nella figura 3.5.

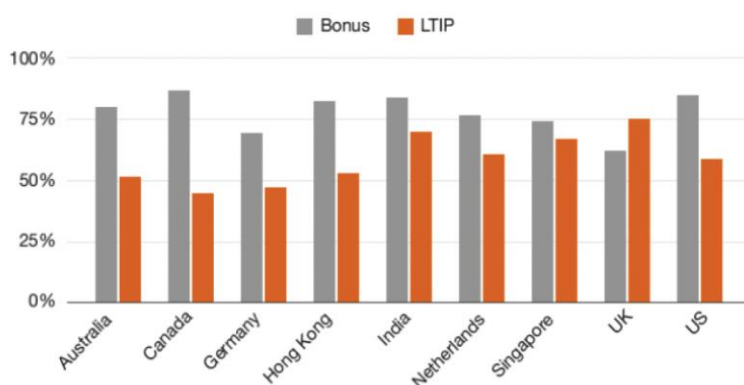


Figura 3.5. - *Componente della retribuzione in cui è presente ESG, Paying for good for all PwC [2022], 25th Annual Global CEO Survey, pwc.com*

Per integrare le misure ESG negli incentivi a lungo termine, le aziende devono comprendere chiaramente come tradurre obiettivi a lungo termine, come il raggiungimento delle emissioni nette zero, in traguardi a breve termine specifici, un processo che può rivelarsi complesso. Nel novembre 2021, si è scoperto che circa il 30% delle 2.000 principali aziende globali si è impegnato a raggiungere zero emissioni nette. Tuttavia, solo una frazione di queste ha definito obiettivi a breve termine basati su criteri scientifici per orientarsi verso i traguardi a lungo termine. Attualmente, vi è un crescente interesse nel capire come convertire gli obiettivi a lungo termine in target misurabili a breve termine. L'84% degli investitori crede che integrare gli obiettivi ESG nei piani retributivi dei CEO incoraggi le aziende a stabilire obiettivi a breve termine

che facilitino il raggiungimento di quelli a lungo termine, e l'85% dei leader senior concorda che l'inclusione di tali obiettivi nei piani retributivi aiuta a definire traguardi a breve termine. Questo tocca un concetto fondamentale riguardante il legame tra aspetti tangibili e intangibili: le ricerche evidenziano come i leader senior enfatizzino l'importanza di una stretta relazione non solo tra obiettivi teorici e criteri scientifici e misurabili, ma anche tra gli obiettivi e la strategia aziendale. I leader hanno sottolineato l'importanza di selezionare metriche che supportino la strategia dell'azienda, ponendo l'accento su questi componenti intangibili, oltre alla progettazione tecnica degli incentivi. Per esempio, il sondaggio annuale sui CEO condotto da PwC mostra che la retribuzione dei CEO segue la strategia piuttosto che guidarla. È molto più probabile che le misure ESG compaiano negli incentivi di un CEO se queste sono già parte integrante della strategia aziendale. Per analizzare meglio come i CEO affrontano le questioni delle emissioni, è stato esaminato l'allineamento tra gli impegni per il clima e le loro priorità strategiche, gli incentivi personali, le risorse aziendali, le tendenze del settore e i fattori normativi. Le aziende esaminate sono state suddivise in quattro gruppi diversi, in base al livello di impegno nella decarbonizzazione: dal gruppo con l'impegno più serio, supportato da parametri scientifici, al gruppo con l'impegno meno serio o senza impegni chiari. Si è scoperto che quanto più significativo è l'impegno nella decarbonizzazione, tanto più probabile è che l'azienda includa obiettivi relativi alle emissioni nella sua strategia aziendale. Questo è confermato dal 70% delle aziende nel gruppo con l'impegno più serio, il 44% delle aziende con impegni non allineati alla scienza e solo il 9% delle aziende senza alcun impegno.

Analogamente, per gli incentivi, il 34% delle aziende con impegni seriamente allineati alla scienza ha collegato le emissioni alla retribuzione del CEO, rispetto a solo l'1% delle aziende senza impegni. La figura 3.6 riassume sinteticamente questi dati, dimostrando l'efficacia di collegare i parametri ESG alla retribuzione dei CEO, a condizione di un impegno aziendale trasparente e obiettivo verso l'ESG, una chiara definizione di obiettivi e la creazione di una strategia aziendale allineata agli obiettivi desiderati e agli interessi di tutte le parti interessate.

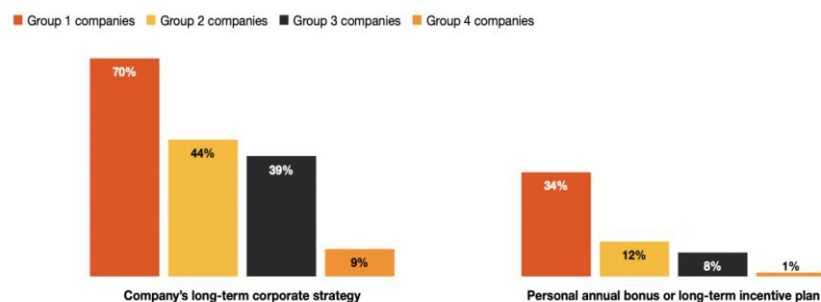


Figura 3.6. - *Allineamento fra strategia e incentivi retributivi dei CEO. PwC [2022], 25th Annual Global CEO Survey, pwc.com.*

3.4. La ricerca svolta da CANDRIAM

Un'altra ricerca molto interessante è stata quella svolta da CANDRIAM, una controllata di New York Life, è una società globale di gestione patrimoniale specializzata in più settori. Al 31 dicembre 2022, Candriam gestiva patrimoni per un valore di 139 miliardi di euro. Fondata nel 1998, Candriam si occupa della gestione di investimenti orientati all'investimento responsabile in una varietà di classi di asset, inclusi reddito fisso, azioni, alternative, allocazione di asset e immobiliare. Candriam ha la sua sede principale in Lussemburgo e possiede uffici a Bruxelles, Parigi e Londra, oltre a rappresentanti dei clienti in tutta Europa, Medio Oriente, Asia e Stati Uniti.

La ricerca si sviluppa inizialmente nell'andare a identificare i legami tra i parametri ESG e la remunerazione dei CEO evincendo come le società quotate in borsa stanno integrando criteri ESG (Environmental, Social, Governance) nei sistemi di remunerazione dei loro dirigenti, perseguendo una maggiore trasparenza e responsabilità verso gli azionisti. Nel 2021, il 73% delle aziende dell'indice S&P 500 ha deciso di collegare i bonus dei dirigenti ai risultati ESG, un incremento rispetto al 66% del 2020. Tra gli indicatori adottati, hanno osservato un incremento nell'adozione di traguardi legati alla diversità, equità e inclusione (DEI), che sono saliti dal 35% nel 2020 al 51% nel 2021, riflettendo l'importanza data da investitori e stakeholder a questi temi. Inoltre, a causa della crescente preoccupazione per il cambiamento climatico, la

quota di imprese che associano i target di riduzione delle emissioni e dell'impronta di carbonio ai compensi dei dirigenti è aumentata significativamente, dal 10% nel 2020 al 19% nel 2021. Questi dati mostrano come i comitati di remunerazione stiano cominciando a integrare i criteri ESG ai classici parametri finanziari nella valutazione dei compensi dei dirigenti, segnalando così un allineamento tra retribuzioni, strategia aziendale e performance futura, inviando un messaggio forte a dirigenti, dipendenti, investitori e altri stakeholder. Le aziende che vogliono mantenersi competitive devono necessariamente integrare criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) nelle loro strategie di business. Un passo cruciale in questa direzione è stato quello di effettuare una valutazione della doppia materialità, che analizza sia l'impatto dell'organizzazione sui contesti interni ed esterni, sia l'effetto di questi contesti sull'azienda. Tale valutazione non solo è stata vitale per l'adozione degli aspetti ESG nelle strategie aziendali, ma è stata anche richiesta dalla Direttiva dell'Unione Europea sulla Corporate Sustainability Reporting (CSRD), che sottolinea l'importanza della doppia materialità come già indicato nei capitoli precedenti. Il processo inizia con la definizione di una visione di sostenibilità che delinea l'impronta a lungo termine che l'azienda aspira a lasciare nel mondo e identifica i temi ESG più significativi per l'organizzazione. Dopo aver determinato questi temi, personalizzandoli in base alle circostanze specifiche dell'azienda, i passaggi successivi hanno incluso la prioritizzazione di questi argomenti in base alle aspettative degli stakeholder e la definizione di obiettivi chiari. Per assicurare l'adempimento di questi obiettivi ESG a livello di management, una strategia efficace consiste nel collegare il raggiungimento di tali obiettivi alla remunerazione dei dirigenti.

Viene individuato un approccio a tre fasi:

- Definire la visione di sostenibilità e i temi essenziali in termini di ESG
- Stabilire obiettivi ESG a breve e lungo termine
- Collegare gli obiettivi ESG alla remunerazione dei dirigenti.

Articolare una visione di sostenibilità chiara è essenziale per radicare la strategia aziendale e tracciare il suo percorso a lungo termine. Questa visione riflette lo scopo dell'azienda, ovvero la ragione della sua esistenza, le sue aspirazioni di lungo periodo e i valori che supporteranno l'organizzazione nel perseguire tali cambiamenti. Questo processo culmina con la definizione degli argomenti ESG più critici per l'azienda. Successivamente è stato importante stabilire obiettivi sia a lungo termine che intermedi per monitorare e stimolare i progressi. Questi obiettivi devono essere formulati con il supporto attivo dei dirigenti e del consiglio di amministrazione. Il monitoraggio e il supporto dei progressi devono avvenire sia a livello operativo che strategico, con responsabilità ben definite e linee di reportistica chiare per ogni aspetto e impegno ESG. Infine, incorporare i criteri ESG nella remunerazione variabile dei dirigenti, sia nel breve che nel lungo termine, è una strategia efficace per assicurare l'adesione alla strategia ESG delineata.

Dagli studi svolti è emerso come l'Europa è riuscita a superare gli Stati Uniti nel peso dei parametri ESG. Le imprese europee, incluso il Regno Unito, si posizionano come leader mondiali nell'integrare i criteri ESG nei pacchetti retributivi dei loro dirigenti. Tra le prime 100 società europee quotate in borsa, 42 hanno incorporato i parametri ESG come parte variabile della remunerazione dei dirigenti. Inoltre, circa il 17% delle società europee quotate applica una correlazione tra ESG e compensi dei dirigenti, una percentuale superiore rispetto al 13% osservato negli Stati Uniti e in Canada. In Europa, la tendenza a collegare la performance ESG ai compensi è spesso stimolata da normative e dall'evoluzione dei codici di corporate governance. Per esempio, le leggi sul "say-on-pay" in vari paesi europei stanno incorporando disposizioni che promuovono il collegamento tra sostenibilità e compensi. La Direttiva sui Diritti degli Azionisti II incrementa la trasparenza sugli aspetti non finanziari nei piani di remunerazione, il codice di corporate governance francese incita all'integrazione dei criteri ESG nei compensi dei dirigenti, e l'Autorità di Condotta Finanziaria del Regno Unito ha recentemente stabilito nuovi obiettivi di diversità per le società quotate, inclusa una quota di genere nei consigli di amministrazione del 40%. Negli Stati Uniti, invece, l'adozione di misure simili è più spinta dalle dinamiche di mercato piuttosto che dalla regolamentazione. È improbabile che le future normative della SEC richiedano l'inclusione di fattori ESG nei programmi di remunerazione, e la regola finale sulla

remunerazione in base alla performance, recentemente adottata dalla SEC, non implica la necessità di divulgare indicatori non finanziari.

Il continente asiatico è ancora indietro in questa tendenza, con meno del 4% delle aziende che hanno un piano di incentivi ESG. Tuttavia, circa il 70% delle aziende nella regione prevede di introdurre misure ESG nei piani di incentivi a lungo termine nei prossimi tre anni, mentre il 61% mira a includerli nei piani a breve termine.

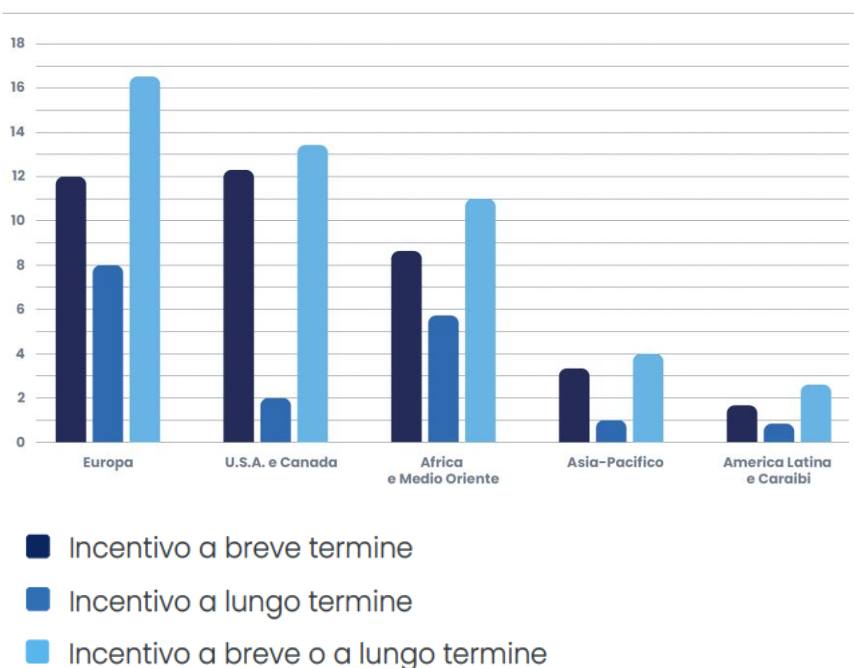


Figura 3.7. – *Incentivi a lungo termine basati su fattori ESG, Dati sustainanalytics, www.Candriam.com*

L'integrazione dei criteri ESG nella determinazione dei compensi dei dirigenti è diventata il metodo preferito per stimolare miglioramenti nelle performance ESG delle aziende e per rendere i dirigenti responsabili di tali risultati. Viene evidenziato come selezionare parametri ESG che siano pertinenti, stimolanti e che rispecchino veramente le attività aziendali rappresenta una sfida non trascurabile. Spesso, questo processo rischia di essere visto come un mero esercizio formale piuttosto che come un'occasione per identificare i criteri ESG che realmente portano valore sostenibile a lungo termine per l'azienda. Le aziende orientate a un impatto reale tramite il loro business tendono a scartare qualsiasi tentativo di greenwashing, incluso l'inserimento di parametri nei pacchetti retributivi dei dirigenti che non siano genuinamente allineati con i loro obiettivi ESG o che possano ostacolarli. Individuare e attuare il parametro giusto è

cruciale per dimostrare agli stakeholder l'impegno dell'azienda a rispettare gli standard. Dalla ricerca si può notare come sempre più imprese adottano criteri ESG nei compensi dei dirigenti, quindi diventa essenziale distinguere quelle che effettivamente promuovono un valore sostenibile a lungo termine da quelle che non ne comprendono l'importanza. In risposta alla richiesta di maggiore chiarezza e trasparenza da parte degli investitori, enti regolatori hanno introdotto linee guida più specifiche. A livello internazionale, il World Economic Forum ha rilasciato un white paper con parametri e linee guida standardizzati per il reporting della creazione di valore sostenibile. Anche l'Unione Europea, la Prudential Regulatory Authority del Regno Unito e la Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti hanno emesso nuove linee guida in risposta all'aumento dell'interesse degli investitori per il reporting dei rischi ESG. Sebbene non esista ancora una guida definitiva e semplice che permetta agli investitori di valutare facilmente i criteri da correlare ai compensi dei dirigenti, viene consigliato di utilizzare diversi indicatori per assicurarsi della loro validità.

Nonostante l'insistente richiesta da parte degli investitori affinché le aziende selezionino parametri ESG pertinenti e comunichino valutazioni chiare e oggettive al pubblico, si è evidenziato come resta incerto in quali tipi di piani questi parametri debbano essere inseriti. Attualmente, non esistono regole o preferenze uniformi tra gli investitori, ma le tendenze di mercato indicano che i parametri sociali, che si possono monitorare annualmente, tendono a essere inclusi nei piani di incentivazione a breve termine.

D'altra parte, gli indicatori di performance ambientale, che richiedono più tempo per manifestare cambiamenti significativi e possono richiedere adeguamenti organizzativi, sono spesso riservati ai piani a lungo termine. Uno studio del 2021 ha rilevato che meno del cinque per cento delle società nell'indice S&P 500 ha integrato parametri ESG nei propri piani di performance share di lungo termine, una percentuale molto inferiore rispetto al 57% che li include nei piani annuali. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che, secondo il feedback degli investitori, è più facile e rapido ottenere risultati attraverso piani annuali, specialmente se l'azienda non dispone di un programma di incentivazione a lungo termine strutturato annualmente. Per realizzare obiettivi ESG su un arco temporale più esteso, la prassi migliore consiste nello stabilire obiettivi intermedi annuali che riflettano le strategie e le priorità aziendali, come descritto. In effetti, tutti gli obiettivi a lungo termine dovrebbero essere supportati da traguardi

annuali specifici nei piani di remunerazione variabile annuale. È preferibile impostare obiettivi ambiziosi e ben strutturati su basi annuali piuttosto che perseguire obiettivi a lungo termine formulati in modo vago. Anche se alcuni obiettivi ambientali sono orientati al lungo termine, per raggiungere risultati specifici è essenziale una programmazione chiara con traguardi annuali. La modalità di inclusione dei parametri ESG nei piani non è cruciale, purché gli obiettivi siano impegnativi per l'azienda e coerenti con la sua strategia. In conclusione, viene esplicito come gli incentivi a breve, medio e lungo termine devono essere comunque collegati alla performance complessiva dell'azienda, e incoraggiamo l'inclusione di parametri ESG rilevanti in tutti i piani di incentivazione. Dall'introduzione dei parametri ESG nei pacchetti retributivi dei dirigenti, è emerso un vivace dibattito sulla ponderazione più adeguata di tali parametri nei piani di retribuzione variabile. Un report del 2021 di JP Morgan ha rivelato che nei piani di remunerazione delle aziende del FTSE 100, i KPI legati agli ESG costituiscono il 15% dei bonus annuali e il 16% dei piani di incentivazione a lungo termine. Tuttavia, questa distribuzione non è uniforme; alcune aziende nel nostro portafoglio stanno incrementando l'incidenza dei parametri ESG, riflettendo l'importanza crescente che attribuiscono alla performance ESG nelle loro strategie aziendali. Per esempio, Unilever ha stabilito che il Sustainability Progress Index rappresenti il 25% del suo piano di incentivi a lungo termine, coprendo obiettivi come la riduzione delle emissioni di gas serra, la diminuzione dei rifiuti, l'alimentazione sostenibile e la protezione e rigenerazione dell'ambiente. Analogamente, Danone ha destinato il 20% del peso ai parametri non finanziari nel suo piano di incentivi a breve termine, di cui il 10% è legato all'engagement dei dipendenti. Nella valutazione dei parametri ESG, viene posta grande attenzione alla natura dei parametri selezionati, al loro allineamento con la strategia aziendale e alla loro ponderazione adeguata nei piani di retribuzione variabile. La trasparenza nelle attività, rischi e risultati aziendali è una delle richieste principali degli investitori, i quali cercano di assicurarsi che il valore per gli azionisti non sia compromesso dagli interessi personali degli agenti. Questo concetto si deve estendere anche all'inserimento dei parametri ESG nei pacchetti retributivi dei dirigenti: il principio di "pagamento basato sulla performance" serve a sincronizzare gli interessi dei dirigenti con quelli degli altri stakeholder. Solo incrementando la trasparenza su come le

remunerazioni sono legate alle performance ESG si è potuto valutare l'effettivo allineamento.

L'integrazione dei parametri ESG in un piano di retribuzione variabile dipende da diversi fattori, come la struttura del piano stesso e il proposito aziendale. A seconda del settore, vengono elencate perciò alcune metodologie impiegate dalle aziende che hanno integrato criteri ESG nei loro piani di incentivazione:

- **Scorecard:** in questo approccio, i parametri non hanno un peso specifico, ma sono parte di un insieme di criteri non finanziari valutati in modo aggregato (ad esempio, il 25% del premio di incentivazione a breve termine potrebbe essere legato a tali parametri).
- **Stand-alone:** un parametro specifico è collegato a una singola ponderazione nel piano e include soglie, obiettivi e performance massime predefinite, adatti per stabilire obiettivi individuali per ciascun dirigente.
- **Performance Modifier:** utilizzato per aggiustare l'intera remunerazione al rialzo o al ribasso in base ai risultati ESG.
- **Underpin:** i parametri ESG devono essere raggiunti prima che possa avvenire una valutazione complessiva del piano di incentivazione.

Secondo uno studio di Deloitte sulle proxy statements delle aziende Fortune 100, l'approccio scorecard è il più comune per integrare i parametri ESG nei piani annuali dei dirigenti, seguito da modificatori e metodi stand-alone. È fondamentale sottolineare che la scelta del metodo è individuale e varia da azienda a azienda. Non esiste un metodo universale per incorporare un parametro ESG, ma è cruciale che la valutazione della performance rifletta adeguatamente la performance aziendale complessiva e che i target siano sfidanti e chiaramente comunicati agli stakeholder. Generalmente, la maggior parte dei parametri ESG viene inclusa tramite un approccio basato su scorecard, che è più semplice da implementare rispetto a valutazioni individuali, specialmente per metriche difficili da quantificare. Tuttavia, questo può lasciare più spazio alla discrezionalità dei comitati di remunerazione, un aspetto che dovrebbe essere chiaramente esposto al pubblico nei report annuali e supportato da una motivazione convincente.

In generale, la metodologia di Candriam per valutare la materialità e la pertinenza di un parametro ESG associato a un piano di remunerazione variabile si articola attorno a otto domande chiave:

Elementi da considerare	Domande da rivolgere
Incentivi a breve e lungo termine	1. L'orizzonte temporale scelto è in linea con la strategia aziendale?
Pesi	2. Il peso attribuito a ciascun parametro è impegnativo e rilevante per l'azienda?
Divulgazione e target	3. L'azienda fornisce informazioni chiare sulle motivazioni della selezione dei parametri ESG?
	4. L'informativa sulle ragioni alla base della scelta dei parametri e dei target è chiara e comprensibile?
	5. Il parametro è chiaro, misurabile, sfidante, lungimirante e realizzabile?
Allineamento	6. Il parametro ESG è rilevante per la strategia ESG dell'azienda?
Valutazione delle prestazioni	7. L'azienda fornisce informazioni sufficienti sulla valutazione di ciascun parametro di performance e sul suo conseguimento?
	8. L'azienda spiega l'eventuale discrezionalità utilizzata?

Figura 3.8. – *Domande chiave risultato della ricerca Candriam, candriam.com*

Pur analizzando ogni azienda individualmente, i principali criteri di valutazione sono stati basati sulle informazioni trovate nelle comunicazioni aziendali, nei materiali delle riunioni e nelle relazioni annuali delle società. Per determinare se un particolare parametro ESG sia congruente con la strategia aziendale e gli obiettivi ESG futuri, Candriam continua a collaborare con analisti di settore.

CAPITOLO 4

4.1 Raccolta e Analisi dati

Con questa tesi si intende offrire un contributo personale alla letteratura che esamina l'integrazione dei parametri ESG nei sistemi di remunerazione dei CEO, anche se in modo meno significativo rispetto alle analisi precedenti. Per raggiungere questo obiettivo, il lavoro è iniziato con una fase di raccolta dati per la creazione di un database, che ha rappresentato il punto di partenza per le analisi successive.

Siamo partiti dal considerare tutte le società familiari quotate al 2022 nei mercati italiani e considerato un arco temporale di analisi pari a 10 anni ovvero dal 2012 al 2022. I dati raccolti sono facilmente disponibili sui siti delle società (nei loro archivi) e sul sito di Borsa Italiana nelle Relazioni sulla Remunerazione. Ogni anno, le imprese quotate italiane e dell'Unione Europea sono tenute a pubblicare una relazione sulla remunerazione in conformità con la direttiva della CONSOB. Questo documento illustra, tra l'altro, l'importo della remunerazione del CEO, evidenziando le componenti variabili, fisse e tutte le altre voci che la compongono. È utile approfondire la legislazione che le aziende seguono per redigere questo documento: si tratta dell'articolo 123-ter del Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria (TUF), noto anche come Testo Unico della Finanza. Questo è il Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (come già ampiamente discusso nel capitolo precedente).

Il lavoro di analisi si è concentrato sullo svolgere una scrematura per quanto riguarda gli anni in cui non si riuscivano a reperire dei dati tenendo perciò all'interno del database solo quelle società, i quali dati erano disponibili su internet. Ottenendo un numero di aziende pari a 106. Per questo gruppo di aziende, è stata effettuata la ricerca dei dati relativi al CEO, alla paga del CEO e a riferimenti ai parametri ESG.

Per tutte le società si è proceduto a raccogliere i dati relativi alla composizione del consiglio di amministrazione, gli stipendi complessivi, il CEO dell'anno a cui facevamo riferimento e lo stipendio annuo dello stesso diviso in componente fissa e componente variabile.

Si è svolta un'approfondita analisi sulla Relazione sulla Remunerazione andando a ricercare se la società adottasse o meno dei parametri ESG, riportando il relativo peso. Nel database il dato può essere osservato nelle quattro colonne “*compensation linked to ESG*” “*percentage of compensation linked to ESG*” “*ceo compensation linked to ESG*” “*ceo_percentage of compensation linked to ESG*”. La prima e la terza colonna fanno riferimento al fatto se la società adotta i parametri ESG rispettivamente all'interno della remunerazione del board e in quella del CEO e abbiamo indicato con il numero 1 la risposta positiva e con lo 0 la risposta negativa. La seconda e quarta colonna fanno riferimento al peso che i parametri ESG, se presenti, hanno all'interno della remunerazione variabile.

Successivamente si è proceduto a reperire, per ogni anno di analisi, i dati di bilancio relativi alle società ovvero (abbiamo utilizzato lo 0 quando il dato non era disponibile):

- EBIT
- NET PROFIT
- ROE
- ROA
- ROI

Per la raccolta di questi dati è stato utilizzato il software REFINITIV EIKON, messo gentilmente a disposizione dalla nostra università.

Di seguito il grafico che evidenzia mostra come la maggior parte delle aziende italiane abbia inserito i parametri ESG all'interno della remunerazione degli amministratori solo a partire dal 2021.

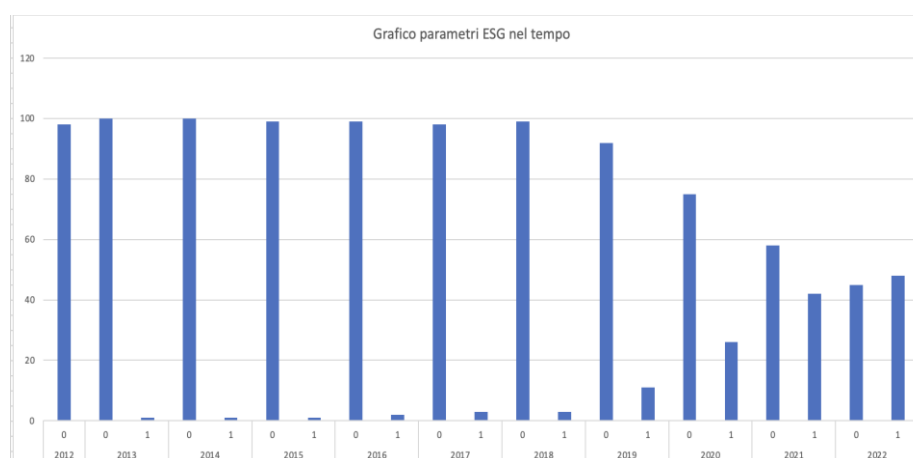


Figura 4.1 Parametri ESG nel tempo (0 NO ESG, 1 SI ESG)

Nello specifico andando ad osservare il 2022 possiamo notare come oramai più della metà delle società oggetto di analisi adotta dei parametri ESG all'interno della remunerazione degli amministratori.



Figura 4.2 Presenza dei fattori ESG nella remunerazione dei CEO 2022. (1 Si ESG, 0 No ESG).

Questo è un dato molto importante, al 2022 48 aziende su 93 hanno incluso nella parte variabile della remunerazione dei CEO parametri legati alla sostenibilità in qualsiasi forma, impegnandosi a raggiungere nel breve e nel lungo periodo obiettivi sostenibili, inoltre dobbiamo considerare che i dati fanno riferimento al 2022 e si prevede che nel prossimo triennio questi aumenteranno.

Tutto ciò è molto confortante perché dimostra come le società italiane stanno cercando di evolversi e migliorare insieme al panorama internazionale.

4.2 Analisi Dati

L'analisi è partita con la descrizione delle principali variabili della popolazione e come queste si sono evolute nel tempo andando a calcolare la media annuale:

- CEO TOTAL COMPENSATION

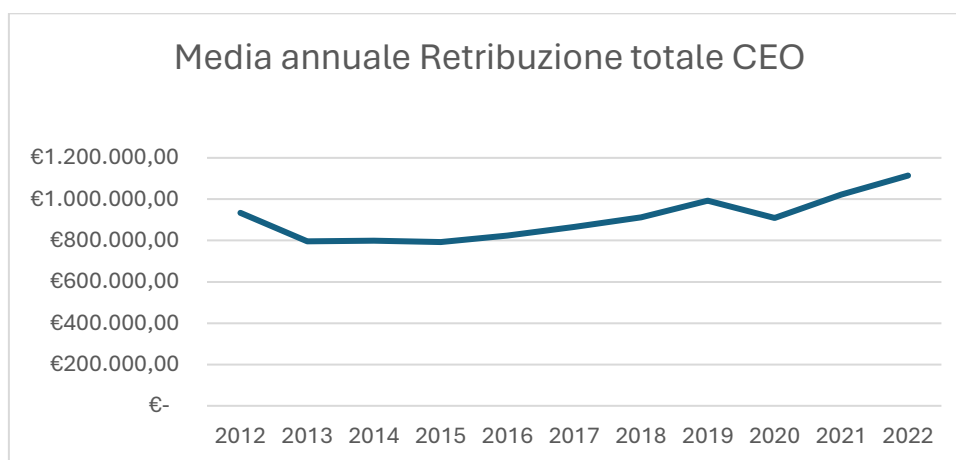


Figura 4.3 Media annuale Retribuzione totale CEO

Nel grafico si può notare l'andamento medio della retribuzione totale degli amministratori delegati. Si osserva come dal 2013 al 2022 la variabile ha avuto un costante aumento giustificato da alcune ragioni interconnesse tra loro. In primo luogo, questo aumento è dovuto da quanto già descritto nel primo capitolo ovvero dalla retribuzione incentivante che nel corso del tempo ha aumentato la consapevolezza degli investitori di utilizzare la retribuzione dei CEO come uno dei punti di partenza per migliorare le performance aziendali. In secondo luogo, l'aumento è dovuto alla globalizzazione; con il diffondersi di questo fenomeno molte delle aziende osservate sono cresciute di dimensioni e di complessità espandendosi nei mercati internazionali, di conseguenza gestire e amministrare aziende più grandi e complesse comporta competenze altamente specializzate e maggiori responsabilità che si riflettono sull'aumento delle retribuzioni.

- EBIT

La seconda variabile oggetto di osservazione è stata l'EBIT (*Earnings, Before Interest and Tax*) ovvero il reddito operativo. Questo indicatore economico consente di misurare il livello di redditività di un'azienda, in particolare della gestione operativa. Infatti, il reddito operativo è il risultato di tutte le operazioni che interessano l'area della gestione caratteristica, la quale dobbiamo intendere come il core business dell'azienda. Di

conseguenza è a partire da questo indicatore che possiamo effettivamente osservare le scelte operative del management e dei CEO che influiscono sulle performance aziendali, dandoci indicazione di quanto la società sia solida.

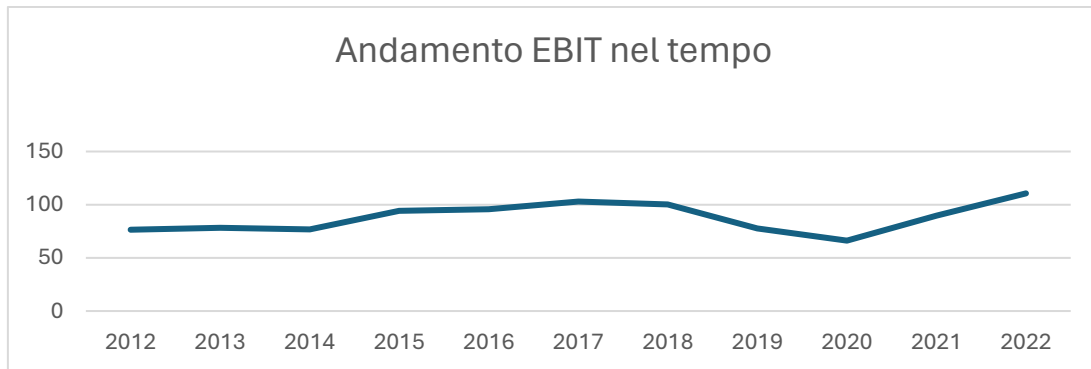


Figura 4.4 Andamento EBIT nel tempo

Anche in questo caso si può osservare un aumento costante nel tempo, confermando la teoria della retribuzione incentivante: negli ultimi 10 anni i CEO sono stati motivati dalle politiche retributive delle società e ciò ha comportato performance aziendali elevate e in costante miglioramento. Eccezione però per gli anni 2019 e 2020 i quali sono stati caratterizzati dalla pandemia del COVID-19 che ha comportato un significativo impatto negativo su tutte le società non solo italiane ma anche mondiali.

- **NET PROFIT**

Il Net Income o Risultato netto di gestione è un altro indicatore della redditività dell'impresa, oltre a quanto detto precedentemente per l'Ebit esso tiene conto anche della sfera finanziaria oltre che quella operativa.

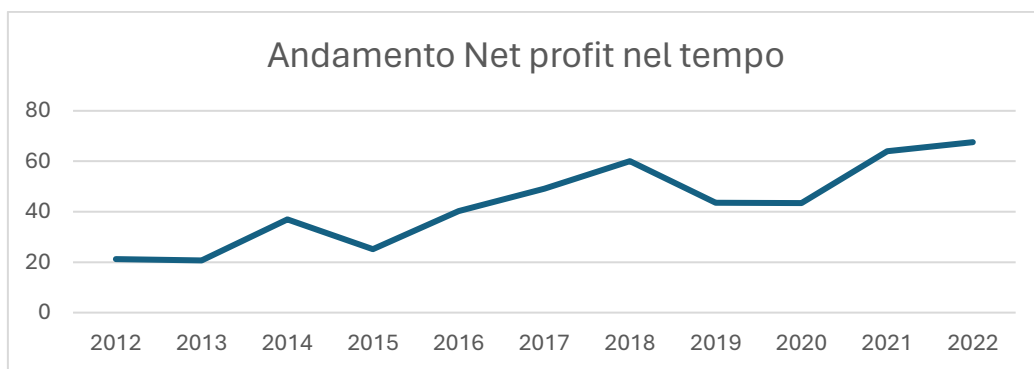


Figura 4.5 Andamento Net Income dal 2012 al 2022

Osservando il grafico si può notare un significativo aumento dell'indicatore nel corso del tempo, dando un'altra conferma positiva per quanto riguarda il collegamento tra le performance aziendali e la retribuzione incentivante oltre che le società italiane negli ultimi dieci anni sono riuscite a crescere e rimanere competitive nel panorama mondiale.

- ROE

Il ROE o Return on Equity è uno dei principali indicatori di bilancio di un'azienda ed indica la sua redditività complessiva, può essere considerato come una sintesi dell'economicità di un'azienda. Serve a misurare la capacità del patrimonio netto di generare profitti e serve all'investitore per valutare come il management è stato efficiente nel gestire e sfruttare al meglio il capitale per aumentare gli utili della società.

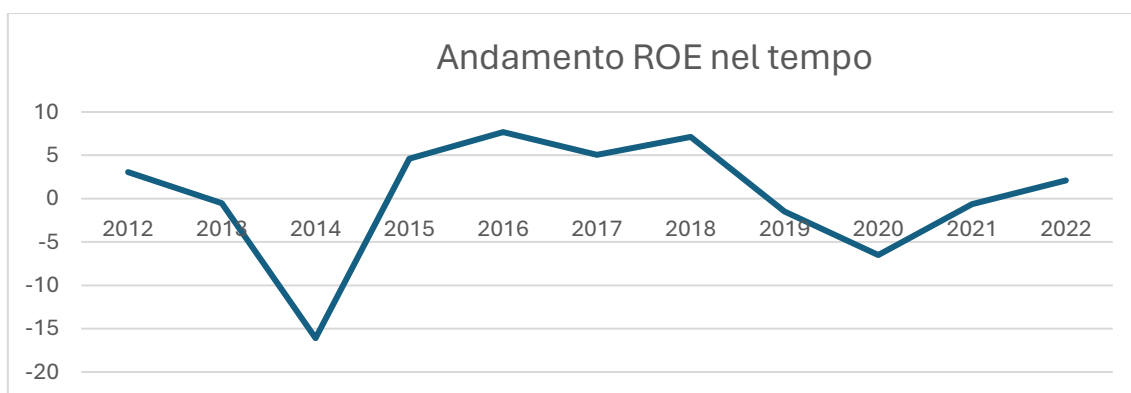


Figura 4.6 Andamento ROE dal 2012 al 2022

Il grafico mostra come nel corso del decennio il ROE delle società italiane ha subito delle forti variazioni dovute nel 2013-2014 a vari fattori ed eventi economici che hanno colpito non solo l'Italia ma il mondo in generale (i.e. aumento del prezzo del petrolio) e dopo una forte crescita e stabilizzazione nel 2019-2020 si è avuto un'ulteriore ricaduta per l'impatto negativo della pandemia.

- ROA

Il Return on Asset è un altro importantissimo indicatore da tenere in considerazione e viene utilizzato per valutare la capacità di un'azienda di ottenere e realizzare flussi di reddito dallo svolgimento della propria attività. Aiuta a capire se l'azienda è capace di rendere redditivi i propri asset.

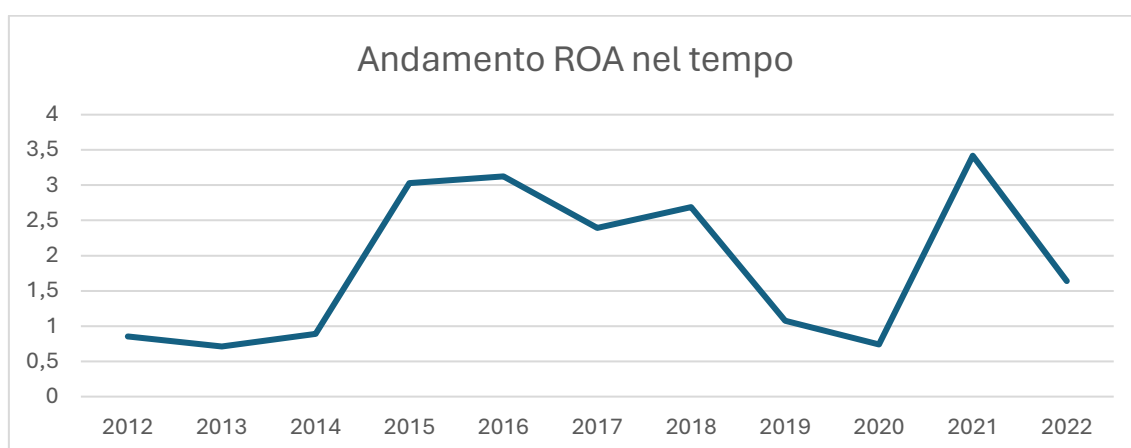


Figura 4.7 Andamento ROA dal 2012 al 2022

Anche in questo caso si osserva una crescita costante dell'indicatore (eccezione sempre per il biennio del COVID-19), ulteriore elemento a conferma del legame positivo tra performance aziendali e retribuzione incentivante.

- ROI

Quanto osservato e descritto, infine, si collega a un'altra variabile molto importante ovvero il ROI (*Return on Investment*), un altro indicatore economico molto importante della redditività aziendale. Esso indica se un investimento in una

determinata azienda è redditivo e profittevole, cioè ci indica l'efficienza dell'azienda nel gestire il capitale investito e la sua capacità di generare reddito.

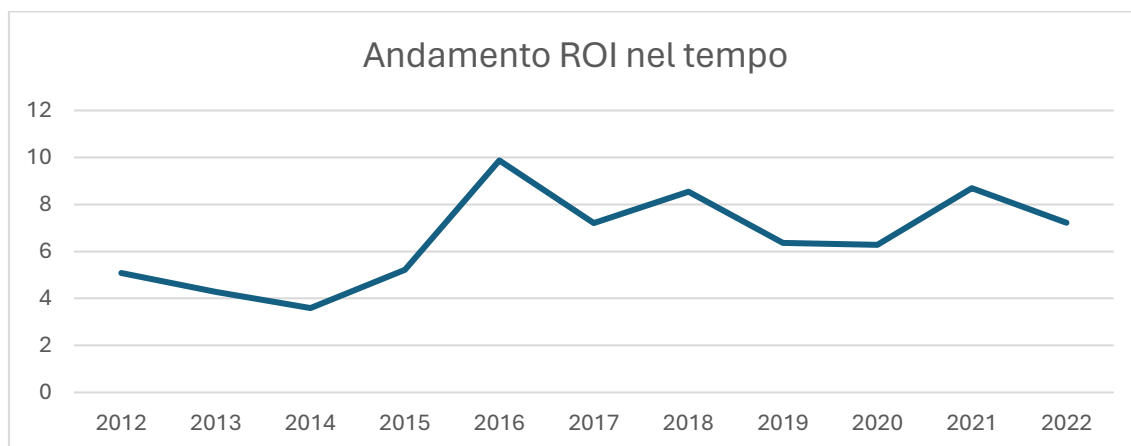


Figura 4.8 *Andamento ROI dal 2012 al 2022*

Fatta sempre eccezione per gli anni 2019 e 2020 come detto in precedenza, anche il ROI segue lo stesso andamento delle altre variabili indicando l'impatto positivo dell'aumento delle retribuzioni sulle performance aziendali.

4.3 ANALISI DI REGRESSIONE

L'Analisi di regressione è una metodologia statistica utilizzata per analizzare una serie di dati il suo scopo è quello di andare a spiegare una possibile o eventuale relazione funzionale esistente tra le due tipologie di variabili rappresentate da una variabile dipendente e una o più variabili indipendenti. Esistono varie tipologie di analisi di regressione ma quella che abbiamo utilizzato è la regressione lineare semplice: essa è una tipologia di analisi che cerca di stimare i coefficienti di una equazione lineare coinvolgendo le due o più variabili oggetto di analisi, creando appunto una equazione lineare basata sul modello ideato da Gauss:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + u_i$$

Dove

- i varia tra il numero di osservazioni
- Y_i è la variabile dipendente
- X_i è la variabile indipendente
- $\beta_0 + \beta_1 X_i$ è la retta di regressione
- β_0 è l'intercetta della retta di regressione
- β_1 è il coefficiente angolare
- u_i è l'errore statistico.

Per la nostra analisi di regressione siamo partiti dalle variabili descritte nel paragrafo precedente per sviluppare una duplice analisi e cercare di domandarci se l'introduzione dei parametri ESG nella remunerazione dei CEO incida sulle performance aziendali, evidenziando come gli stessi parametri ESG possano rappresentare uno strumento per la retribuzione incentivante e quindi spingere il CEO a prendere decisioni Sostenibili che creino un valore economico e uno sviluppo sostenibile dell'impresa stessa.

1ª ANALISI DI REGRESSIONE

Per la prima analisi di regressione si è deciso di utilizzare le seguenti variabili:

- Variabile dipendente: ROA
- Variabile Indipendente: La presenza di parametri ESG nella remunerazione dei CEO (variabile "*ceo_compensation linked to ESG*") dove:
 - 1 risposta positiva
 - 0 risposta negativa
- Variabili di controllo: il numero di membri nel board e la remunerazione totale degli amministratori. Abbiamo deciso di inserire queste due variabili di controllo in maniera tale da rendere il nostro risultato il più preciso possibile e per

collegare il nostro modello a delle dinamiche interne proprie della governance aziendale.

-

Analizzando l'output ottenuto si può subito notare come il valore R multiplo è pari a 0,09549 (9,55%). Questo dato è il coefficiente di correlazione che misura la forza della relazione tra le due variabili. Esso è un numero compreso tra 1 e -1, maggiore è il valore più forte è la relazione (sia in senso positivo che in senso negativo). In questo caso si può osservare una leggera correlazione positiva e ciò implica che la presenza dei parametri ESG nella remunerazione influisce positivamente sulle performance aziendali. A conferma della bontà di questo modello di regressione bisogna osservare il dato “*significatività F*” pari a 0,01811 (1,811%). Questo valore dà un'idea di quanto sono statisticamente affidabili i risultati e deve essere un valore inferiore a 0,05 (5%). Con i coefficienti ottenuti, infine, si può costruire l'equazione di regressione lineare:
 $ROA = -0,33 + 0,16(ESG) + 0,12(Board\ size) + 0,0000005(Board\ Compensation)$

Il coefficiente della variabile indipendente è pari a 0,1617, evidenziando la relazione positiva tra le due variabili quindi in media all'aumentare della variabile indipendente abbiamo un aumento della variabile dipendente: la presenza dei parametri ESG influisce positivamente sulla performance aziendale grazie alla retribuzione incentivante.

2^a ANALISI DI REGRESSIONE

Per la seconda analisi le variabili scelte sono state:

- Variabile dipendente: ROA
- Variabile indipendente: “ceo_percentage of compensation linked to ESG” ovvero peso percentuale che gli obiettivi ESG prefissati dalle società hanno nella remunerazione dei CEO
- Variabili di controllo: il numero di membri nel board e la remunerazione totale degli amministratori.

Anche in questo caso si può notare una correlazione positiva data da un valore di R multiplo pari a 0,09627 (9,63%), superiore rispetto all'analisi precedente evidenziando quindi una maggiore correlazione tra la variabile dipendente e la variabile indipendente. Si ha una diminuzione del valore *significatività F* pari a 0,01678 (1,68%) dimostrando che questo secondo modello di regressione è ancora più affidabile del primo. Infine, la retta di equazione lineare di questo secondo modello è pari a:

$$ROA = -0,334 + -2,01(\%ESG) + 0,12(Board\ size) + 0,00000005(Board\ compensation)$$

In questo caso però si può osservare un coefficiente della variabile indipendente negativo che evidenzia una relazione negativa tra le due variabili: in media un aumento dei pesi legati ai parametri ESG comporta una diminuzione delle performance aziendali.

Tabella I

	<i>Analisi di regressione</i>	
	<i>I Analisi</i>	<i>II Analisi</i>
<i>Intercetta</i>	-	0,330
<i>(Statistica t)</i>		-0,309
<i>ceo compensation linked to ESG</i>		0,162
<i>(Statistica t)</i>		-0,148
<i>% linked to ESG</i>		-2,010
<i>(Statistica t)</i>		-0,434
<i>Board size</i>		0,116
<i>(Statistica t)</i>		(1,054)
<i>Board compensation</i>		0
<i>(Statistica t)</i>		(2,333)
<i>R multiplo</i>		0,095
<i>R al quadrato</i>		0,009
<i>R al quadrato corretto</i>		0,006
<i>Osservazioni</i>		1.101

CONCLUSIONI

Nel corso della storia uomo e natura hanno sempre avuto un forte legame, che nel periodo attuale ha raggiunto il massimo apice. Il nostro periodo è stato caratterizzato da fortissimi eventi che hanno colpito e continuano a colpire in maniera negativa l'ambiente, avendo come conseguenza ripercussioni evidenti su tutti i settori fondamentali per l'uomo e il suo posto di lavoro. Negli ultimi anni tutte le forze politiche nazionali ed internazionali stanno cercando di incentivare le aziende a adottare un approccio sostenibile e trasparente nelle loro attività.

Come dimostrato dalle ricerche in letteratura, gli azionisti stanno spostando i propri interessi sulle tematiche ESG e gli interventi legislativi stanno aiutando gli investitori a cambiare le prospettive delle aziende: diminuzione dell'inquinamento e riduzione di CO₂, miglioramento delle condizioni lavorative, aumento dei diritti dei lavoratori, rispetto dell'ambiente culturale in cui l'azienda opera.

In Italia questo processo è iniziato in maniera tardiva rispetto al contesto internazionale ma i numeri dimostrano una rapida crescita soprattutto negli ultimi due anni.

Il lavoro svolto in questa tesi ha dimostrato come le società quotate familiari italiane si stanno adeguando agli standard Europei inserendo nelle proprie strategie di business i parametri ESG e in particolare come questi incidono sulla remunerazione dei CEO e di conseguenza, attraverso la retribuzione incentivante, sulle performance aziendali.

Il percorso è ancora lungo poiché quasi la metà delle società analizzate non adotta ancora delle politiche retributive legate ai fattori ESG ma i dati analizzati in questa tesi lasciano ben sperare poiché questo numero è in continua diminuzione.

Includere i parametri ESG all'interno della remunerazione dei CEO consente alle imprese di strutturare ed elaborare obiettivi misurabili e quantificabili non solo nel breve ma anche nel lungo termine, incentivando gli stessi amministratori ad allinearsi con il pensiero degli azionisti. Si cerca quindi di diminuire il problema di agenzia Principale -Agente, descritto nel primo capitolo, spingendo CEO e investitori sullo stesso comune percorso. Inoltre, con l'inserimento di questi obiettivi si cerca di orientare la visione globale di tutta l'impresa verso il futuro, incentivando ogni singolo stakeholder al rispetto dei tre pilastri ESG. Quindi, le politiche retributive in questo caso

possono contribuire a migliorare la reputazione e la fiducia nei confronti dell'azienda. Un altro vantaggio è quello di poter attrarre numerosi talenti, in generale le aziende che rispecchiano i valori ESG e hanno un forte impegno per la sostenibilità hanno maggiore capacità di attrarre e trattenere i talenti che condividono gli stessi valori.

Le due analisi di regressione hanno portato a due risultati opposti: la prima analisi ha dato un risultato più che positivo dimostrandoci come i parametri ESG nella remunerazione dei CEO hanno un impatto positivo sulle performance aziendali.

Bisogna anche osservare che le società che stanno inserendo obiettivi ESG oltre a migliori risultati economici, nel lungo termine otterranno ulteriori benefici come reputazione del brand, sicurezza sul lavoro, certificazioni e bonus. La seconda analisi però ha portato dei risultati opposti evidenziando come maggiori pesi sugli obiettivi ESG comportino delle performance aziendali più basse, tutto ciò da conferma della situazione di incertezza che vi è in Italia sulla tematica in questione. Nonostante gli aspetti positivi emersi la strada da percorrere è ancora lunga e i dati dimostrati in questa tesi ancora non sono abbastanza grandi da poter affermare con certezza e oggettività i benefici derivanti dall'utilizzo dei parametri ESG nella remunerazione dei CEO delle società quotate nel nostro paese. In futuro quando un maggior numero di società adotterà questa tipologia di politica retributiva e sarà trascorso un maggiore arco temporale (si ricorda che le società italiane adottano i parametri ESG solo da due anni) sarà interessante valutare nuovamente la relazione tra parametri ESG e remunerazione dei CEO e verificare se questa si affermerà in maniera più significativa.

Bibliografia

Bebchuk Lucian A, Fried Jesse M., Walker Davide I., “MANAGERIAL POWER AND RENTEXTRACTION IN THE DESIGN OF EXECUTIVE COMPENSATION”, discussion paper n. 366, Harvard, 2002

Berle A. e Means G., The Modern Corporation and Private Property, New York, Macmillan Company, 1932

Bootsma A. A., “An Empirical Investigation of the Relationship between Executives Compensation and Firm Performance in the Netherlands”, discussion paper, pp. 176-194, 2009

Cohen S., Kadach I., Ormazabal G. e Reichelstein S., Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence, ECGI Working Paper Series in Finance n°825, 2022

Consob, Regolamento emittenti adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, Gennaio 2023

Dipartimento per la Pubblica Informazione Nazioni Unite, “Trasformare il nostro mondo: l’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile”, 21.10.2015

Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo ed del Consiglio del 17 maggio 2017

Edmans A, Gabaix X, “Is CEO Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories”, in European Financial Management, Vol. 15, n.3, pp. 486-496, 2009

Fabris G., “La società post-crescita. Consumi e stili di vita”, 2010

Friedman M., A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits, in «New York Times», 1970

Holmstrom B., Moral hazard and observability, Bell Journal of Economics, 1979

Jensen Michael C., Murphy Kevin J., “Performance pay and top-management incentives, in The Journal of Political Economic”, 1990

Jensen M. C. e Meckling W. H., Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in «Journal of Financial Economics», 1976

Marris R., A Model of the “Managerial” Enterprise, in «The Quarterly Journal of Economics», 1963

Mishra C. S., Gobeli D. H., McConaughy D. L., “Effectiveness of CEO pay-for-performance”, articolo in Review of Financial Economics, pp. 1-13, 2000

Nielsen, “Global Responsibility Report”, 2020

Nielsen, “2022 ESG Report”, 2022

Peter F. Drucker, The American CEO, in «Wall Street Journal», 2004

Regolamento emittenti, Adottato con delibera n° 11971 del 14/05/1999, Aggiornato con le modifiche apportate dalle delibere n° 21625 del 10 dicembre 2020 e n° 21639 del 15 dicembre 2020, in vigore dal 1° gennaio 2020

Sinclair G., Yang T., Pagano M. S., “Understanding ESG Ratings and ESG Indexes”, Research Handbook of Finance and Sustainability, 2018

Smith A., An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776

UNEP FI e UNGC, “I principi per l’investimento responsabile”, 2019

Sitografia

https://www.treccani.it/enciclopedia/george-arthur-akerlof_%28Dizionario-diEconomiae-Finanza%29/

<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2007/press-release/>

<https://www.ratio.it/documento/la-figura-del-chief-executive-officer>

<https://www.wsj.com/articles/SB110436476581112426>

<https://www.nielsen.com/it/about-us/responsibility-and-sustainability/esg-report/>

<https://esgnews.it>

<https://esgnews.it/investimenti/rating-esg-cose-e-come-si-calcola/>

<https://www.eticanews.it/risparmio-sri/come-si-costruisce-un-indice-Esg/>

<https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/>

<https://investiresponsabilmente.it/glossario/direttiva-sui-diritti-degli-azionisti-2017-828ue/>

<https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=L>

https://www.acf.consob.it/glossario//asset_publisher/cThPbj4ayk1c/content/tuftestounico-delle-disposizioni-in-materia-di-intermediazione-finanziaria?inheritRedirect=false

<https://www.candriam.com/it-it/professional/insights/pubblicazioni/research-papers/lo-stato-delle-retribuzioni-i-parametri-esg-nella-remunerazione-dei-dirigenti/>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/consob>

www.pwc.com.

<https://www.covip.it/normativa/fondi-pensione/direttive-europee/direttiva-ue-2017828-del-parlamento-europeo-del-consiglio>