

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Societario e dei Mercati Finanziari

Politiche di Remunerazione, Incentivazione degli Amministratori e Sostenibilità nelle Società Quotate

Prof.Francesco Chiappetta

RELATORE

Prof.Alessio Di Amato

CORRELATORE

Francesco Giovannini Matr.714871

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Indice

<i>INTRODUZIONE</i>	3
<i>1. NORMATIVA NAZIONALE E COMUNITARIA</i>	4
1.1- Introduzione alle politiche di remunerazione con riferimento all'Agency Theory	4
1.2- Evoluzione della disciplina in Europa	7
1.3- Disciplina normativa italiana	17
1.3.1- La normativa primaria	17
1.3.2- La normativa CONSOB	21
1.3.3- Le politiche di remunerazione nel Nuovo Codice di Corporate Governance 2020	26
1.3.4- Le Disciplina specifica del settore bancario	29
1.4- Evoluzione dei target legati alla cd. Sostenibilità	33
1.4.1- Panoramica sull'adozione degli indicatori di sostenibilità nelle politiche di remunerazione delle società quotate nei mercati regolamentati italiani	34
1.4.2- Principali indici di sostenibilità	38
<i>2. ANALISI EMPIRICA DELL'EFFICACIA DELLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE</i>	41
2.1 – Ipotesi	41
2.2 –Analisi empirica	43
2.2.1- Pirelli & C. S.p.A.	46
2.2.1.1 – Peer Group	51
2.2.1.2 – Politica di remunerazione	52
2.2.1.3 – Obiettivi e KPI's	59
2.2.1.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020	61
2.2.2- Brembo S.p.A.	64
2.2.2.1 – Peer Group	69
2.2.2.2 – Politica di remunerazione	70
2.2.2.3 – Obiettivi e KPI's	75
2.2.2.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020	78
2.2.3- ENI S.p.A.	81
2.2.3.1 – Peer Group	87
2.2.3.2 – Politica di remunerazione	89
2.2.3.3 – Obiettivi e KPI's	97
2.2.3.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020	101
2.2.4- Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.	104
2.2.4.1 – Peer Group	110
2.2.4.2 – Politica di remunerazione	110

2.2.4.3 – Obiettivi e KPI’s	116
2.2.4.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020	120
2.3- Analisi dei risultati	122
2.3.1 – Verifica delle ipotesi	126
2.3.2 – Modelli efficaci per il miglioramento delle Politiche di Remunerazione	130
3. <i>POSSIBILI SVILUPPI ANCHE A LIVELLO NORMATIVO</i>	133
3.1 – Sviluppi normativi	133
3.2 – Composizione degli organi amministrativi	139
3.3 – Processo di definizione della Politica di Remunerazione e dei Piani di incentivazione	143
3.4 – KPI’s e strumenti di valutazione del raggiungimento degli obiettivi legati alla cd. Sostenibilità	145
3.4.1 – Indici compositi incentrati sulla sostenibilità	148
3.4.2 - Framework e modelli per la valutazione delle performance nella sostenibilità	154
3.4.3 – TSSR: un nuovo ratio integrato per la sostenibilità	161
<i>CONCLUSIONI</i>	164
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	169

INTRODUZIONE

L'elaborato pone il focus sulle Politiche di remunerazione degli amministratori e sui relativi piani di incentivazione ed il possibile inserimento di parametri legati alla cd. Sostenibilità nella loro struttura.

Nell'elaborato si è dapprima provveduto ad analizzare il quadro normativo comunitario e la sua evoluzione a partire dal nuovo millennio, periodo nel quale si è registrata una costante evoluzione relativamente al tema dell'executive remuneration funzionale al mutante contesto economico-finanziario. Specialmente in ambito bancario, si è avuta una crescente necessità di definire un quadro normativo capace di rispondere alle esigenze degli stakeholder, in primis degli azionisti e dei risparmiatori, nonché della generale opinione pubblica.

In tal senso, si rende necessaria la definizione di strategie che tengano conto degli interessi di tutti i portatori d'interesse, per le quali sono necessari investimenti mirati e di elevato importo che non sempre, nel breve periodo, possono portare ad un ritorno sia dal punto di vista della sostenibilità che nell'ottica economico-finanziaria. Si rende pertanto doveroso incentivare gli amministratori a compiere uno sforzo in questa direzione e a tal proposito le politiche di remunerazione ed i piani di incentivazione costituiscono uno strumento fondamentale per l'ottenimento dell'obiettivo. Nell'elaborato sono state dettagliatamente analizzate le politiche di remunerazione di Pirelli & C., Brembo S.p.A., ENI S.p.A. e Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. e le relative performance economico finanziarie. Lo scopo dell'analisi è stato quello di verificare l'esistenza di un regale legame tra l'impegno verso uno sviluppo sostenibile e le performance aziendali, ma anche la presenza di una correlazione tra alcune peculiarità e caratteristiche nella struttura e nel processo di definizione delle Politiche di remunerazione e la qualità dell'intero sistema di Corporate Governance.

Dalle evidenze riscontrate si è giunti alla definizione e conseguente creazione di modelli efficaci per la definizione delle politiche di remunerazione, basati sui seguenti 3 step: 1) bilanciamento tra l'orizzonte temporale di breve e medio-lungo periodo; 2) coinvolgimento degli stakeholder nel processo di definizione della Politica di remunerazione; 3) necessità di un'ottima corporate governance. A tal fine, si è valutato il possibile utilizzo dello strumento normativo da parte del legislatore, nonché la possibile introduzione di nuovi strumenti per la valutazione della performance degli amministratori, mantenendo comunque ferma l'idea che una completa transizione verso lo sviluppo sostenibile delle società possa avvenire solo al verificarsi della presenza di un impegno concreto degli amministratori.

1. NORMATIVA NAZIONALE E COMUNITARIA

1.1- Introduzione alle politiche di remunerazione con riferimento all'Agency Theory

In questa sezione introduttiva andremo ad inquadrare le politiche di remunerazione degli amministratori e i piani di incentivazione. Possiamo definire le prime come quelle politiche che si pongono l'obiettivo di implementare un sistema di remunerazione degli amministratori coerente con quello che è il perseguimento degli interessi nel lungo termine e la sostenibilità della società nel suo complesso e che allo stesso tempo si pongono l'obiettivo di attrarre e trattenere il top management, mentre i piani di incentivazione costituiscono la componente variabile della remunerazione e sono volti ad incentivare gli stessi amministratori a perseguire gli obiettivi strategici della Società.

È difficile trovare in letteratura una loro definizione, più facile invece è capirne la loro funzione andando a ricostruirne l'introduzione nel panorama delle società e la loro evoluzione.

Infatti, il tema della remunerazione degli amministratori è correlato alla nascita delle public company negli Stati Uniti avvenuto all'inizio degli anni Trenta, quando a fronte di un fabbisogno sempre più elevato di risorse finanziarie da parte delle Società è conseguito un elevato frazionamento dell'azionariato nel mercato. Ciò ha portato alla necessità di avere un amministratore terzo ed indipendente capace di gestire la società con il fine di creare valore per gli azionisti. Il principale effetto è da individuare nella rinuncia al potere di disporre del patrimonio investito da parte dell'azionista, se non per il fatto di poter scegliere a chi affidare l'amministrazione dello stesso e di fruirne dei benefici. Ovviamente, da tale scissione dei poteri ne consegue una divergenza di interessi tra gli azionisti (da considerare come principale) e il manager che è stato chiamato ad amministrare, (l'agente). I primi, come interesse principale hanno quello della massimizzazione del proprio profitto attraverso la distribuzione degli utili, mentre gli amministratori come obiettivo hanno quello di massimizzare il profitto personale e raggiungere gli obiettivi aziendali al fine di ottenere un aumento del proprio prestigio, e un guadagnare un riconoscimento pubblico. Tali obiettivi non sempre coincidono. Pertanto, potrebbero conseguire problemi di allineamento tra gli interessi degli uni e degli altri, problemi capaci di generare possibili conflitti tra azionisti e management. Ed in assenza di controllo sugli amministratori, quest'ultimi perseguiranno i propri interessi personali senza particolari "interferenze" da parte dei soci, causando agli stessi un danno economico.

Così negli anni '70 è nata la cd. Agency Theory, partendo appunto dalla problematica che l'amministratore possa agire solamente nel proprio interesse¹ si è giunti ad individuare degli Agency Cost, cioè dei costi da sostenere necessariamente da parte degli azionisti al fine di allineare gli interessi tra i soci ed il top management. In particolare, tale problema è stato scomposto in due differenti fattispecie: primo l'"Adverse selection" che emerge al momento della selezione dell'amministratore; secondo il "Moral Hazard" tipico della fase contrattuale, che deriva dall'asimmetria informativa esistente tra gli amministratori e gli azionisti, che nasce dal fatto che gli amministratori non supportino il peso economico delle loro azioni.

Inoltre, nella seconda tipologia di problemi occorre segnalare la diversa attitudine al rischio degli amministratori e degli azionisti. Come hanno evidenziato diverse ricerche in merito, nella prassi gli amministratori tendono ad esporsi meno ai rischi, in quanto la loro remunerazione derivante dall'incarico è l'unica o, comunque, la loro principale fonte di reddito, mentre gli azionisti hanno una maggiore facilità nell'esporsi al rischio, non avendo negli utili percepiti la loro esclusiva o prevalente fonte di reddito, e potendo gli stessi diversificare l'investimento.

Negli ultimi anni, specialmente nelle società operanti nell'ambito bancario spesso è accaduto anche il contrario, ovvero che coloro che erano chiamati all'alta direzione strategica della società hanno intrapreso delle scelte con un elevato grado di rischio, in un'ottica di *short termism*.

Riguardo al tema della remunerazione gli studi si sono principalmente concentrati sul problema del "Moral Hazard", in quanto la questione dei compensi è propria dell'opportunismo contrattuale degli amministratori una volta che hanno assunto l'incarico, anche se nelle fasi di pianificazione possono sorgere dei problemi di selezione avversa nel top management, il quale, per motivi anche di reputazione, andrà a scegliere strategie lontane da quelle che non garantiscono stabilità ed equilibrio, quali ad esempio strategie di investimento in mercati innovativi che possono garantire ottimi risultati se si accetta un rischio di insuccesso elevato.

Sono state quindi elaborate diverse strategie d'intervento per ridurre gli agency cost del rapporto di amministrazione tra le quali: 1) L'allineamento degli interessi dei manager e degli azionisti attraverso i contratti di incentivazione, cioè la componente variabile della remunerazione, che si aggiunge a quella fissa; 2) La riduzione dell'asimmetria informativa, che generalmente consente agli amministratori di abusare del proprio ruolo. Come già sottolineato da Jensen e Meckling,

¹ **Michael C.Jensen William H.Meckling-** "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure" *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.*

questi meccanismi comportano dei costi per gli azionisti, che, nonostante siano ineliminabili, possono comunque essere ridotti attraverso i sopracitati “contratti di incentivazione” la cui funzione è quello di minimizzare i costi di agenzia ed ottenere una riduzione del trade-off tra condivisione del rischio e incentivi. Dunque, nel corso degli anni, all’interno delle società si sono delineate diverse politiche di remunerazione “tailleur made” volte, appunto, all’allineamento degli interessi degli azionisti e degli amministratori. Infatti, è evidenza empirica che una valida politica dei compensi consente alla società di attrarre e motivare i migliori managers.²

Partendo dal presupposto che le scelte in materia di retribuzione possono individuare dei conflitti di interesse strutturale, derivanti dalle difficoltà insite nell’equilibratura dell’interesse degli amministratori e la creazione di valore per gli azionisti³, si possono individuare tre leve su cui implementare la creazione di tale modello: equilibrio tra componente variabile e fissa, congruità degli obiettivi e parametri di misurazione.

Nel pay mix è opportuno garantire un adeguato equilibrio tra la componente fissa, che dovrà rispondere all’esigenza di remunerare l’amministratore per il proprio impegno nonché per le proprie competenze, e la componente variabile, la quale costituisce, appunto, un incentivo per il manager a raggiungere obiettivi congrui e raggiungibili con quella che è la strategia e la dimensione aziendale; il tutto mantenendo anche in equilibrio le prospettive di breve e medio-lungo termine, evitando dunque che vi siano comportamenti degli amministratori volti al solo incremento della propria remunerazione nel breve termine. Altra leva fondamentale nelle Politiche di remunerazione è quella dei parametri di misurazione la cui scelta non può prescindere dalla coerenza con gli obiettivi strategici dell’azienda, infatti, è opportuno che vengano stabiliti dei KPI’s finanziari⁴ che si adattino all’obiettivo e che abbiano con lo stesso un adeguato livello di correlazione, ma anche non finanziari, e dunque più idonei a rispondere all’evoluzione degli obiettivi aziendali verso una maggiore sostenibilità sociale ed anche ambientale.

Infatti, le tematiche legate alla Corporate Social Responsibility hanno assunto un ruolo sempre più centrale all’interno delle diverse realtà aziendali, conseguente ad una crescente attenzione degli stakeholder, compresi gli azionisti, a tal riguardo. Elemento importante nella scelta di tali indicatori è la loro comparabilità, infatti, devono costituire uno strumento con cui confrontare l’operato degli amministratori con quello di altre società con caratteristiche dimensionali e di

² Morere, Age 2007,II, 410; Mosco, sub art.2389 c.c. , Compensi degli amministratori, in Comm. Niccolini Stagno D’Alcontres.

³ Vedi POLLIO, G. comm. 2009, I, 128

⁴ i.e. ROI (Return on investment), ROS (Return on sales), ROE (Return on Equity), TSR (Total Shareholder Return).

mercato simili. Indubbiamente, ciò costituirà un elemento di stimolo per l'amministratore, chiamato anche al confronto con gli altri manager. All'interno di tale processo è opportuno definire la presenza di eventuali stock options - tenendo conto dei rischi che ne possono derivare, in particolare quello dell'orientamento dell'amministratore verso un'ottica di breve termine con quanto ne deriva in termini di propensione al rischio dello stesso agente⁵-, poiché gli amministratori che ne beneficiano sono indotti alla massimizzazione dei profitti di breve termine, adottando decisioni che accentuano la volatilità del titolo.⁶

Una volta ponderato l'equilibrio tra le leve sopracitate da parte di un organo apposito quale il Comitato per le Remunerazioni, si rende necessaria la verifica dell'allineamento degli interessi dei manager con quello degli azionisti, tanto che i più recenti sviluppi in materia hanno dato luogo ad un apposito strumento il cd. "Say on Pay"⁷, il quale prevede apposte delibere assembleari relativamente alla relazione sulla remunerazione, documento contenente i vari dettagli sulla retribuzione⁸. La relazione viene sottoposta al voto degli azionisti, che, se dissenzienti potranno esprimere la propria disapprovazione, talvolta - come nella disciplina italiana - anche con potere vincolante. Dunque, agli shareholders viene fornito un mezzo "democratico" per dare un segnale forte a coloro che hanno implementato la politica di remunerazione, mirando a ridurre il divario tra i propri interessi e quelli degli amministratori, rendendo di fatto l'assemblea titolare di un potere d'indirizzo generale ed indiretto nei confronti dell'organo dirigente.

Permane il fatto che le scelte in merito alla Politica di Remunerazione devono essere effettuate prendendo in considerazione la cosiddetta *Rule of reason*, ovvero la regola per la quale il compenso debba essere adeguato a soddisfare le aspettative economiche e proporzionato con le performance raggiunte dalla Società⁹.

1.2- Evoluzione della disciplina in Europa

Rispetto agli Stati Uniti, in Europa, l'attenzione del legislatore sulla tematica delle politiche di remunerazione e le relative problematiche si è posata solo nei primi anni del nuovo millennio.

⁵ Confortini, *Contr. Impr.* 2011,978.

⁶ Amatucci, *Rivista di diritto civile* 2009.

⁷ Introdotta in Italia con l'Art. 123-ter TUF, per effetto del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259.

⁸ Si fa riferimento al metodo con cui sono impostati i piani di retribuzione compresa l'articolazione tra retribuzione fissa, come lo stipendio mensile, e variabile, come il gettone presenza o i piani di stock option; ma anche ai compensi previsti nel caso in cui cessasse il mandato.

⁹ Abbadessa, *Portale (diretto da), M. Campobasso – V. Cariello – U. Tombari (a cura di), "Le società per azioni. Codice civile e norme complementari"*, in "Le fonti del diritto italiano", Milano, Giuffrè, 2016

Per una panoramica completa è opportuno tornare indietro negli anni, andando ad analizzare il tessuto normativo comunitario e no, al fine di comprendere l'evoluzione graduale che si è avuta relativamente al tema della sostenibilità.

Il primo intervento significativo a livello comunitario si è avuto soltanto nel maggio del 2003 da parte della Commissione Europea, la quale inoltrò una Comunicazione intitolata “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione Europea – Un piano per progredire*”, sia al Consiglio Europeo sia al Parlamento Europeo. Il suo contenuto, scaturito da quanto elaborato dal “High Level Group of Company Law Experts” nella relazione “*A modern regulatory framework for company law in Europe*”¹⁰, inviata l’anno precedente alla stessa Commissione, suggeriva di dare idonea pubblicità al sistema di remunerazione degli amministratori, di sottoporre i relativi stock option plans al voto dell’assemblea e l’istituzione all’interno dei board di appositi comitati per la remunerazione. Alla base di tali indicazioni vi è il fatto che nella corresponsione dell’importo destinato agli amministratori per il proprio operato vi è una correlazione tra la stessa ed il prezzo delle azioni, che può risultare dannosa per la stessa società. Tale relazione getta le basi per gli sviluppi futuri della normativa comunitaria in materia di remunerazione.

Dunque, tra il 2004 ed il 2005 la Commissione ha adottato due Raccomandazioni con l’intenzione di sopperire alla mancata adozione di provvedimenti normativi da parte degli Stati membri: la Raccomandazione 2004/913/CE¹¹ e la Raccomandazione 2005/162/CE¹² sulle tematiche riguardanti il governo societario. Entrambe, lasciano la potestà agli Stati membri di decidere se intervenire attraverso misure legislative o in maniera più lieve, utilizzando un approccio illustrativo, con appositi Codici di Autodisciplina. Quest’ultima opzione è stata data su impulso della sopracitata relazione, la quale suggeriva l’utilizzo di vie alternative alla normativa primaria al fine di favorire il processo di armonizzazione.

La Raccomandazione 2004/913/CE costituisce una pietra miliare nel panorama della trasparenza delle politiche di remunerazione e del coinvolgimento degli shareholders nel processo di loro

¹⁰ **High Level Group of Company Law Experts (2002), A modern regulatory framework for company law in Europe.** Consultabile al seguente link https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf. In particolare, si fa riferimento al Cap.4.2 “**The remuneration of Directors**”, il quale inizia evidenziando: “Remuneration is one of the key areas where executive directors have a conflict of interests. In order to align the interests of executive directors with the interests of shareholders, modern systems of remuneration usually include performance-related remuneration, often through grants of shares, share options or other rights to acquire shares or by payments which vary with the share price.” e dunque propone differenti soluzioni alle diverse problematiche.

¹¹ **Raccomandazione 2004/913/CE.** Consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32004H0913>

implementazione, il cui scopo, infatti, era quello di rafforzare i diritti degli azionisti e modernizzare il Consiglio di Amministrazione attraverso l'introduzione di uno strumento di fondamentale importanza quale la "Dichiarazione relativa alla remunerazione".

In primo luogo, si raccomandava agli Stati Membri, di adottare specifiche norme volte a garantire un adeguato regime di pubblicità alle politiche di remunerazione. Tra di esse di particolare rilievo è l'introduzione di un nuovo documento quale la già citata "Dichiarazione relativa alla remunerazione", i cui contenuti, con riferimento principale all'esercizio finanziario successivo¹³, devono porre in evidenza: delle spiegazioni sull'importanza relativa alle componenti variabili e fisse della remunerazione degli amministratori, i criteri di valutazione su quali sono basate le stock option, un'adeguata informativa sulla correlazione tra remunerazioni e performance, ed i parametri e le motivazioni su cui si basa la concessione dei premi annuali. Dunque, una seconda sezione dedicata ad una completa informativa su tutti i parametri e il dettaglio dell'ammontare della remunerazione. Inoltre, si raccomandava, che tale dichiarazione dovesse contenere evidenza di eventuali trattamenti di fine rapporto, nonché dell'iter decisionale che ha condotto alla stesura della politica della remunerazione.

Tuttavia, gli elementi di maggiore rilevanza della Raccomandazione appaiono essere quelli che suggeriscono agli Stati Membri di introdurre un'apposita disciplina pubblicistica della sopracitata dichiarazione¹⁴, nonché l'introduzione del voto dell'assemblea generale degli azionisti relativamente alla stessa, sia se previsto in maniera meramente consultiva sia con la possibilità di essere vincolante. In particolare, s'indica come fondamentale l'approvazione preliminare da parte dell'Assemblea dei piani di remunerazione basati sulla corresponsione delle Stock Options. Il cd " *Say on pay*" costituisce un punto di attenzione per l'analisi empirica successiva¹⁵, in quanto sulle delibere di approvazione possono incidere molteplici fattori d'interesse per gli shareholders, tra i quali anche l'adozione di obiettivi legati alla sostenibilità.

Infine, nella norma si prevede anche che venga fatto un focus nella Dichiarazione sui compensi percepiti dai singoli amministratori, entrando dunque nel dettaglio di quanto percepito da ciascun amministratore, così da poter offrire al destinatario un dato a cui parametrare l'effettivo impegno di ogni singolo amministratore, ma anche l'adeguatezza alla sua professionalità ed esperienza.

Nella Raccomandazione emerge la volontà della Commissione di fornire agli azionisti appositi strumenti per conoscere ed indirizzare le modalità in cui si realizza la retribuzione degli amministratori, da realizzarsi sia attraverso una maggiore disclosure, sia mediante un apposito

¹³ Per l'esercizio concluso si suggerisce solo una sintesi.

¹⁴ La quale si indica debba far parte un ulteriore documento quale la Relazione sulla remunerazione oppure essere allegata nei conti annuali, nonché pubblicata sul sito web delle società quotate.

¹⁵ Vedi Cap.3 " *Analisi Empirica dell'efficacia delle politiche di remunerazione*"

strumento quale il cd. *Say on Pay*, per fornire il proprio parere in maniera preventiva. Tale intervento costituisce una milestone nella disciplina, in quanto attraverso di esso il legislatore comunitario ha fornito un segnale forte, ponendo le basi per un bilanciamento della notevole asimmetria informativa che era in essere tra l'amministratore e l'azionista; quest'ultimo precedentemente non disponeva di un minimo coinvolgimento nel processo relativo alle politiche di remunerazione.

La Raccomandazione 2005/162/CE¹⁶ è maggiormente indirizzata a fornire indicazioni agli Stati Membri sugli interventi normativi per la modernizzazione ed il miglior funzionamento degli organi di amministrazione. In particolare, si raccomanda l'implementazione di comitati interni all'organo di amministrazione, composti da consiglieri non esecutivi e in via principale indipendenti. Tra di essi spicca il Comitato per le Remunerazioni, al quale oltre a specifiche indicazioni sulla sua composizione¹⁷, si attribuisce un ruolo propositivo e d'indirizzo nella predisposizione delle politiche di remunerazione nei confronti dell'organo di amministrazione. Si prevede che i suoi compiti si debbano allargare anche nel fornire pareri sull'utilizzo di sistemi relativi alle stock options, nonché alla verifica delle informazioni fornite nella Dichiarazione sulle remunerazioni. La sua funzione è stata individuata in quella di supportare l'organo di amministrazione in termini di efficientamento del suo funzionamento, garantendo che le sue decisioni in materia di remunerazione avvengano in maniera del tutto fondata e al di fuori di qualsiasi conflitto d'interesse.

Pertanto, il legislatore attraverso tale Raccomandazione porta avanti il processo di completo rinnovamento della Corporate Governance, in particolare nel nostro caso cerca di ridurre il problema della sovrapposizione degli interessi all'interno dei board delle società, suggerendo l'utilizzo di un apposito comitato indipendente. Un passo ulteriormente significativo, che è andato oltre la Relazione sulla remunerazione, nella cui diffusione si può individuare un mero obiettivo di giungere ad una maggiore trasparenza, non garantendo alcun potere decisionale in capo agli investitori. Tale divario si va a colmare con l'introduzione di un apposito comitato per la remunerazione, attraverso cui non si attribuisce un potere decisionale diretto all'azionista sulle politiche di remunerazione, ma permette ad un suo rappresentante indipendente ed esperto di giungere ad una soluzione che possa conciliare sia gli interessi dell'amministratore ma soprattutto quelli dell'azionista.

¹⁶ **Raccomandazione 2005/162/CE**. Consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32005H0162>

¹⁷ Viene indicato che debba essere composto da consiglieri non esecutivi o indipendenti.

L'introduzione di un Comitato per la Remunerazione può essere vista come un momento fondamentale per il rinnovamento degli equilibri tra azionista ed amministratore, ben più significativo della Relazione sulla Remunerazione. Infatti, si va ad agire sul momento decisionale del processo di remunerazione, attraverso l'intervento degli esperti amministratori indipendenti, così che la politica di remunerazione diventi un elemento centrale della vita dell'azienda capace di coordinarsi ed interpellarsi direttamente con il percettore della remunerazione sempre nel rispetto degli interessi della società e di tutti gli azionisti, minimizzando la possibilità di comportamenti opportunistici.

A distanza di circa due anni dalla pubblicazione della seconda delle Raccomandazioni citate, la stessa Commissione emise una relazione¹⁸ sullo stato d'implementazione dei contenuti delle Raccomandazioni, nella quale si specificava che la maggior parte degli Stati aveva adempiuto correttamente all'introduzione di una normativa volta ad una maggiore trasparenza delle politiche di remunerazione, ma che allo stesso tempo gli Stati membri non avevano lavorato adeguatamente sulle tematiche relative ai conflitti d'interesse e a quella riguardante l'approvazione delle politiche di remunerazione da parte degli azionisti. Comunque, la Commissione, non intraprese alcun nuovo provvedimento in merito, riservandosi un ulteriore periodo di osservazione, prima di provvedere con eventuali nuove azioni.

In seguito alla Crisi finanziaria del 2008, nel marzo del 2009 l'*European Corporate Governance Forum*, intervenne con una pubblica dichiarazione¹⁹. Il primo elemento che si evidenziava era quello relativo alle politiche di remunerazione degli amministratori degli istituti finanziari, per i quali gli schemi relativi alla componente variabile spingevano verso l'esposizione a rischi estremamente elevati, richiedendo una speciale disciplina sulla remunerazione per le stesse entità finanziarie. Inoltre, si riteneva che anche per le società non operanti nel settore finanziario, si fosse giunti ad un eccessivo squilibrio tra componente variabile e componente fissa, a vantaggio della prima. La ragione di tale disequilibrio era stata individuata nella ricerca di un allineamento degli interessi tra manager e shareholders, che nella sua estremizzazione aveva condotto ad un'eccessiva complessità degli stessi schemi relativi alla remunerazione variabile, alla quale conseguiva una remunerazione elevata e la possibilità di manipolazioni, nonché l'aumento del rischio di short termism. Inoltre, appariva evidente come le buonuscite non fossero allineate ai reali risultati della società. Si rilevava anche l'inefficacia delle Raccomandazioni adottate negli anni precedenti dalla Commissione Europea in merito agli obblighi di disclosure e di approvazione da parte degli azionisti. Una situazione totalmente lontana

¹⁸ SEC (2007) 1022 – Consultabile al seguente link: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/2/2007/EN/SEC-2007-1022-1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

¹⁹ Dichiarazione consultabile al link: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_09_459

dagli obiettivi di tutela degli shareholders che si era posta la Commissione, infatti come può ben apparire i meri obblighi di trasparenza non permettevano il raggiungimento della tutela dell'azionista; quest'ultimo si ritrovava addirittura ad essere maggiormente esposto a dei rischi elevati.

Si consigliava dunque un intervento della Commissione Europea, anche attraverso l'istituto della Direttiva, volto a ridurre il disequilibrio tra la componente variabile e la componente fissa, l'allineamento della parte variabile alla reale crescita della società, la creazione di un peer group per confrontare la remunerazione degli amministratori di società ed altri interventi nell'ottica di una maggiore trasparenza.

Da qui l'ulteriore intervento della Commissione Europea, la quale però ha adottato un approccio differente da quello precedente, infatti, la sua attenzione si è spostata sui contenuti della politica retributiva e non più sugli aspetti procedurali e di trasparenza. Dunque, con la Raccomandazione 2009/385/CE²⁰, la Commissione ha voluto integrare le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE, mirando principalmente su tre punti: la componente variabile, i piani di remunerazione basati sulle azioni e la struttura del comitato per le remunerazioni. Relativamente alla componente variabile è stato suggerito agli Stati membri di adottare idonea disciplina in merito all'introduzione nelle società quotate di: limiti alla quota delle componenti variabili, criteri predeterminati e coerenti con la sostenibilità della società nel lungo periodo, il dilazionamento della corresponsione della componente variabile in più esercizi, nonché la possibilità di ridurre nel corso degli anni il pagamento della componente variabile fino anche ad azzerarla attraverso appositi meccanismi correttivi ex-post²¹ oppure richiedere il compenso già versato²², nel caso in cui i risultati che hanno portato al versamento delle componenti variabili si siano manifestatamente rivelati errati. Ulteriore elemento aggiuntivo di questo primo focus della Raccomandazione è quello relativo al trattamento di fine rapporto, per il quale, al fine di evitare i cd. "Paracaduti d'oro", sono stati introdotti specifici limiti²³.

Il secondo argomento sul quale la Commissione Europea chiedeva l'intervento degli Stati è quello relativo ai piani di remunerazione basati sulle azioni, per il quale proponeva dei limiti alla data in cui gli amministratori sarebbero entrati in possesso delle azioni nonché l'obbligatorietà, per gli stessi percipienti, della detenzione delle azioni per un determinato periodo.

La Raccomandazione prosegue trattando il tema della composizione del Comitato per la Remunerazione, il quale si indica che al suo interno debba avere almeno un membro con

²⁰ **Raccomandazione 2009/385/CE** consultabile al seguente link:

<https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0028:0031:IT:PDF>

²¹ C.d. Clausole di Malus

²² C.d. Clausola di Claw Back

²³ L'importo non dovrebbe superare il valore di due anni della componente fissa del compenso.

adeguata esperienza e conoscenze nel campo specifico della remunerazione. Si richiede la massima indipendenza dei suoi membri da verificarsi non solo nei requisiti ma anche nella propria integrità personale. Inoltre, qualora si rendesse necessario l'intervento di un consulente esterno, anch'egli deve rispettare i già menzionati requisiti ai quali si aggiunge il fatto che non deve essere coinvolto contemporaneamente in altri incarichi di consulenza presso la stessa società.

Emerge dunque la volontà della Commissione Europea di porre rimedio alle problematiche evidenziate dall'*European Corporate Governance Forum*, attraverso l'implementazione da parte degli Stati Membri di una regolamentazione rigida delle aree più a rischio delle politiche di remunerazione quali: la componente variabile, lo *short termism* e il conflitto d'interessi nella redazione degli stessi piani di remunerazione. Tematiche che effettivamente presentavano un vuoto normativo importante, in virtù anche del fatto che si era intervenuti principalmente solo sulla trasparenza con la speranza che ciò potesse sortire un cambiamento nella strutturazione delle stesse Politiche di remunerazione da parte degli amministratori, ma che nella realtà non aveva sortito nessun effetto significativo. Dunque, una regolamentazione più stringente rimase l'unica strada percorribile per il raggiungimento di politiche di remunerazione equilibrate e adeguate.

Le iniziative intraprese nella suddetta Raccomandazione, sono ampiamente ricalcate nella Raccomandazione 2009/384/CE²⁴, dedicata alle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari. La quale, di corredo con quanto dichiarato nel *final statement* del Summit G20 del 2 aprile 2009 a Londra²⁵, ha portato all'emanazione della Direttiva 2010/76/CE²⁶. Nella quale viene introdotto il criterio del rischio nella strutturazione della politica di remunerazione, evidenziando la necessità di evitare un'assunzione di rischi superiore alla capacità di sopportare i rischi da parte dell'istituzione finanziaria. Inoltre, la stessa direttiva ha posto l'attenzione anche sulla necessità di un reale controllo pubblico da parte dell'Autorità di Vigilanza²⁷, alla quale è stato attribuito sia il potere di riesaminare le politiche e le prassi remunerative adottate, sia il potere di limitare la componente variabile²⁸, quando la stessa sia incompatibile con il mantenimento di una solida base di capitale. Un intervento che ha condotto ad una svolta nel contesto normativo, in quanto per la prima volta il legislatore è

²⁴ **Raccomandazione 2009/384/CE**, Consultabile al seguente link:

<https://eurex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0022:0027:IT:PDF>

²⁵ Il punto 15 della Risoluzione del Parlamento Europeo del 19/04/2009 sul Vertice del G20, evidenzia che “il sistema di remunerazione per i dirigenti e gli operatori nel settore finanziario sia una questione fondamentale da affrontare al fine di garantire la stabilità finanziaria; si compiace, in tale contesto, della volontà del G20 di garantire che le tabelle salariali siano compatibili con gli obiettivi a lungo termine dell'impresa e con un'assunzione prudente del rischio”.

²⁶ **Direttiva 2010/76/CE 26(c.d. CRD III)** consultabile al seguente link:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32010L0076>

²⁷ Le Autorità di vigilanza in Europa sono attualmente: EBA, EIOPA, ESMA. Ad esse si aggiungono le Autorità di Vigilanza nazionali.

²⁸ Sulla base del totale dei ricavi netti complessivi

andato ad incidere direttamente sulla strutturazione delle politiche di remunerazione, colmando le inadempienze delle società.

Ulteriore elemento di novità sempre in ambito delle politiche di remunerazione degli amministratori delle società operanti in ambito finanziario, si è avuto nella Direttiva 2013/36/UE²⁹, la quale negli Artt. Dal 92 al 94 va a definire specifiche norme riassumibili in : l'assunzione di un rapporto di equivalenza tra la componente fissa e quella variabile della remunerazione (con la possibilità della parte dell'assemblea della società di derogare a tale rapporto di 1:1), la previsione di limiti alle componenti variabili qualora l'istituto non rispetti i requisiti patrimoniale ed il potenziamento dei meccanismi di aggiustamento dei rischi ex post³⁰. Oltre a ciò, la direttiva ha previsto la possibilità per l'EBA di definire dei criteri qualitativi per l'identificazione del personale più rilevante, nonché le caratteristiche degli strumenti finanziari da attribuire relativamente alla componente variabile.

Il quadro regolamentare europeo in materia di remunerazione negli istituti di credito è stato da ultimo completato con l'adozione da parte dell'EBA delle *Guidelines on sound remuneration policies and its Opinion on the application of proportionality* che sono entrate in vigore a partire dal 2017, nelle quali si dettaglia in maniera specifica ogni singolo aspetto relativo alle tematiche della remunerazione.

Il più recente intervento del legislatore comunitario nel merito delle politiche di remunerazione delle società operanti nel settore finanziario è stato effettuato attraverso la Direttiva (UE) 2019/878³¹ con il quale sono stati leggermente modificati alcuni aspetti secondari della retribuzione variabile, susseguentemente al fatto che i precedenti limiti costituivano un elemento troppo stringente per gli amministratori, causandone una minore intraprendenza all'esporsi a rischi maggiori. Elemento di particolare rilievo nella Direttiva è l'introduzione della neutralità delle politiche di remunerazione con riferimento al genere. Si può evidenziare un passo indietro rispetto agli interventi del decennio precedente, che utilizzavano lo strumento legislativo in maniera severa, rispondendo anche alle esigenze di maggior tutela dell'azionisti e dei risparmiatori data anche dal periodo della crisi finanziaria che stava volgendo al termine.

È evidente come la disciplina europea sia comunque molto stringente in ambito finanziario sul tema della remunerazione degli amministratori nell'ottica di una generale tendenza del legislatore europeo a regolamentare il settore al fine di evitare qualsiasi tipologia di rischio di crisi del sistema bancario

²⁹ **Direttiva 2013/36/UE**. Consultabile al seguente link:

<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:176:0338:0436:it:PDF>

³⁰ Clausole di Claw-back e clausole malus.

³¹ **Direttiva 2019/878 UE** consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32019L0878>

europeo, altresì, è opportuno andare ad analizzare la disciplina al di fuori della specificità del già menzionato ambito.

Nel panorama legislativo europeo s'individua la Direttiva 2017/828/UE³², la quale introduce per la prima volta un'importante novità normativa sul *Say on Pay*, infatti gli azionisti sono chiamati ad esprimere il proprio parere sulla politica di remunerazione in due differenti momenti: il primo dei quali riguarda il quadro generale della politica di remunerazione - contenuto nella prima sezione della Relazione sulla Remunerazione- sul quale il voto può assumere a discrezione dello Stato membro natura vincolante o meramente consultiva; il secondo momento è da individuare nella votazione relativa alla relazione sulla remunerazione dell'esercizio precedente, quindi con natura prettamente consultiva. Di assoluto rilievo nella norma è il suggerimento in merito all'introduzione di criteri legati alla responsabilità sociale d'impresa nel riconoscimento della performance degli amministratori così da garantire una maggiore creazione di valore per gli azionisti nel lungo periodo.³³ Una norma che costituisce una pietra miliare del cammino verso l'introduzione di Politiche di Remunerazione con parametri legati alla sostenibilità.

In merito a quest'ultimo tema, di fondamentale rilevanza ai fini del lavoro, è stata recentemente presentata una richiesta di Consultazione³⁴ da parte della Commissione Europea, con l'obiettivo di raccogliere pareri da parte degli stakeholder sulle seguenti opportunità:

- a) obbligare le società a includere tra i parametri anche quelli legati a specifici obiettivi di sostenibilità;
- b) rendere obbligatorio un peso minimo delle remunerazioni variabili legate a obiettivi di performance non finanziaria;

³²**Direttiva 2017/828/UE**, consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=LT>

³³ “ [...] (14) *Un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione. [...] (29) Al fine di garantire che gli azionisti possano realmente esprimersi sulla politica di remunerazione, dovrebbe essere concesso loro il diritto esprimere un voto vincolante o consultivo su di essa, sulla base di un quadro chiaro, comprensibile ed esauriente della politica di remunerazione della società. La politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo. La politica 20.5.2017 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 132/5 IT di remunerazione dovrebbe illustrare le diverse componenti del compenso degli amministratori e l'intervallo delle relative proporzioni. Essa può essere inoltre concepita come struttura all'interno della quale deve collocarsi il compenso degli amministratori. La politica di remunerazione dovrebbe essere comunicata senza indugio dopo la votazione degli azionisti in sede di assemblea generale. [...]” Ex **Direttiva 2017/828/UE** .*

³⁴ Consultazione aperta il 26 Ottobre 2020 e chiusa l' 8 Febbraio 2021. Consultabile al seguente link : [Sustainable corporate governance \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/consultation_en)

c) obbligare le società a prevedere, ove applicabili, parametri legati alla riduzione delle emissioni di CO₂;

d) definire le politiche di remunerazione degli amministratori tenendo conto della remunerazione dei lavoratori. Ciò anche con l'intenzione di portare avanti uno sviluppo sostenibile delle società in vista anche di una nuova "primavera" che tutto il tessuto economico europeo dovrà avere in seguito alla nefasta situazione generata dalla pandemia da COVID-19.

Alla richiesta di consultazione hanno risposto molteplici entità operanti nel settore, tra le quali anche Assonime³⁵ che suggerisce alla Commissione Europea di non adottare alcun intervento legislativo e di mantenere le attuali norme presenti nell'SRD II sulla Politica di Remunerazione, in quanto:

- a) Le stesse norme devono trovare ancora una concreta attuazione nella maggior parte delle legislazioni, e dunque una valutazione sul loro effettivo successo deve essere posticipata;
- b) Le norme contenute nell'SRD II già introducono il principio della materialità, che prevede che le società fissino obiettivi di carattere quantitativo e qualitativo a seconda della strategia adoperata dalla società in merito alla sostenibilità, e che inoltre vengano date agli investitori adeguate spiegazioni in merito alle motivazioni e al processo che hanno condotto a tale adozione;
- c) I codici di Corporate Governance già raccomandano alle Società l'adozione di Politiche della Remunerazione collegate alla strategia della Società e ad una visione di lungo termine.

In accordo con il parere di Assonime è anche la risposta dell'EFAMA³⁶, che ritiene che dapprima sia necessaria la trasposizione delle norme contenute nell'SRD II in tutti i tessuti normativi europei, così da ottenere una reale immagine dell'efficacia delle norme ivi contenute. In generale i feedback ottenuti dalla Commissione sono molto critici sull'analisi svolta da EY³⁷ alla base delle proposte, in particolar modo in merito al campione di analisi utilizzato. Nella stessa analisi si riteneva che le Società non traggano sostanziali vantaggi dall'adozione di politiche della remunerazione legate a parametri ESG. Il processo di consultazione si concluderà con l'eventuale emanazione di una nuova Direttiva nel secondo semestre del 2021.

³⁵ **Assonime (2020)**, Feedback on the European Commission Inception Impact Assessment on the Sustainable Corporate Governance

³⁶ European Fund and Asset Management Association

³⁷ **EY (2020)**, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, preparato da EY per la Commissione Europea

Occorre sottolineare come lo sviluppo delle tematiche legate alla CSR possa rendere centrale l'interesse degli amministratori verso di esse, aprendo alla possibilità di sviluppare strategie volte al rispetto dell'ambiente e allo sviluppo sociale.

Rimanendo in merito alla sopracitata Direttiva viene presentato anche un rigido schema normativo sui contenuti della Relazione sulla Remunerazione, prevedendo una descrizione chiara e comprensibile di come la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale nonché un altrettanto chiara ed esaustiva illustrazione dei criteri utilizzati per il riconoscimento della remunerazione variabile. Infine, si prevedono specifici obblighi pubblicitari, tra i quali la pubblicazione sul sito web per almeno tutto il periodo di attuazione della politica.

In conclusione, si evidenzia un'evoluzione normativa rapida e sostanziale, in funzione anche di un contesto ambientale sempre più dinamico ed attento alla trasparenza nonché all'equilibrio economico-finanziario delle aziende, nell'ottica di un rafforzamento della tutela degli investitori; ma anche nella possibilità di ottenere uno sviluppo sostenibile all'interno della società, quindi incidendo indirettamente su quelli che sono gli obiettivi strategici delle Società. L'evoluzione, inoltre, segue un percorso ascendente nell'ordine della severità in quanto si è passati da meri obblighi informativi alla creazione di norme che dettagliano nello specifico quelli che sono i contenuti delle stesse politiche di remunerazione, reagendo progressivamente all'inefficacia delle norme precedentemente adottate.

1.3- Disciplina normativa italiana

1.3.1- La normativa primaria

Nell'analisi dell'evoluzione della disciplina europea relativa alla remunerazione degli amministratori, si è vista l'utilità di introdurre opportuni regimi legislativi o un approccio di tipo "*comply or explain*", così come suggerito dalla Commissione Europea nelle diverse Direttive emanate nel primo decennio del nuovo millennio. In particolar modo, si è vista la loro utilità nel raggiungere l'obiettivo della trasparenza nonché nella strutturazione di un adeguato processo di implementazione della politica retributiva³⁸, così da evitare che il settore rimanesse completamente privo di un contesto normativo di riferimento.

³⁸ Per "processo di implementazione della politica remunerativa", s'intende il ciclo che inizia con il lavoro del Comitato per le Remunerazioni e si conclude con il parere dell'assemblea generale.

Le indicazioni della Commissione Europea in Italia sono state recepite in maniera mista: sia con apposite norme legislative, sia attraverso regolamenti di natura illustrativa. In merito alla disciplina con forza normativa si fa riferimento ai contenuti del Codice civile e al Testo Unico della Finanza (TUF).

Nello specifico la disciplina civilistica tratta il tema dei compensi degli amministratori nell'Art.2389³⁹, aggiornato nell'attuale contenuto dalla riforma del Diritto Societario del 2003. I principi contenuti sono tre:

- a) i compensi dei componenti dell'organo di amministrazione devono essere stabiliti all'atto della nomina dei componenti o dall'assemblea;
- b) la possibilità che i compensi siano corrisposti sotto forma di strumenti finanziari;
- c) la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche deve essere decisa dal Consiglio di Amministrazione. Dunque, la disciplina civilistica rimane molto generale relativamente alla materia della remunerazione degli amministratori delle società quotate, e non sembra da sola capace di rispondere a quanto richiesto dai vari atti e norme comunitarie.

Pertanto, il legislatore ha provveduto al Recepimento delle Raccomandazioni della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE, attraverso il D.Lgs n.259/2010 del 30 dicembre 2010⁴⁰, che ha introdotto nel TUF l'Art.123-ter, in particolare recependo le sezioni II⁴¹ e III della Raccomandazione 2004/913/CE e la sezione II paragrafi 5⁴² e 6 della Raccomandazione 2009/385/CE. Inoltre, la disposizione è stata modificata più di recente dal D.Lgs. n.49/2019 al fine di recepire la Direttiva UE 2017/828. Tale articolo mira essenzialmente ad assicurare che le procedure di determinazione dei compensi degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche siano assistite da forme di pubblicità e caratterizzate da trasparenza ed equilibrio⁴³. L'Art.123-ter del TUF introduce la relazione sulla remunerazione, definendone la struttura ed i contenuti, in accordo con i contenuti della Raccomandazione. Infatti, nel contenuto originale ed in

³⁹ **Codice civile, Art.2389:** “ *I compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti(1) all'atto della nomina o dall'assemblea [2364, n. 3].Essi possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili [2431] o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione. La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Se lo statuto lo prevede, l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche(2).*”

⁴⁰ D.Lgs n.259/2010 testo consultabile al seguente link:

<https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2011-02-07&atto.codiceRedazionale=011G0029&atto.articolo.numero=1&atto.articolo.sottoArticolo=1&atto.articolo.tipoArticolo=0>

⁴¹ La sezione II è intitolata “Informazioni sulla politica delle remunerazioni”

⁴² Il paragrafo 5 tratta delle Informazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori, mentre il paragrafo 6 del voto degli azionisti.

⁴³ “Commentario Breve al Testo Unico della Finanza” di **Calandra**, Buonauro 2020

quello attuale, viene indicato che la relazione debba suddividersi in due sezioni. La prima deve illustrare la politica di remunerazione adottata nei confronti della dirigenza a cui è affidata la responsabilità strategica, nonché, le procedure adottate per l'adozione e l'attuazione della stessa politica. Invece, nella seconda sezione si prevede che vengano indicate, in maniera analitica per ciascun amministratore le voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti di fine rapporto. Inoltre, si dovrà fare adeguata rappresentazione dei compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento. Tale novità normativa si adattava in maniera adeguata a quella che era la legislazione europea in merito.

Ordunque, con il D.Lgs n.49/2019 del 10 maggio 2019 viene ampliato il testo normativo, in attuazione della Direttiva 2017/828/UE, introducendo una dettagliata disciplina relativamente al "Say on Pay". È previsto un voto vincolante e preventivo da parte dell'Assemblea degli azionisti con cadenza periodica sulla prima sezione della Relazione sulla remunerazione, per la cui definizione del contenuto informativo viene delegata la CONSOB attraverso il Regolamento. Ciò a detta del legislatore si rende necessario in quanto *"La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo."*⁴⁴⁴⁵ nonostante la Direttiva abbia lasciato discrezionalità agli Stati Membri in merito alla scelta di attribuire a tale voto una natura vincolante o consultiva. In questo secondo caso la Società è comunque tenuta a remunerare gli amministratori in coerenza con una politica sottoposta all'approvazione assembleare, e nell'ipotesi di un voto negativo ne consegue la presentazione di una politica rivista nella successiva assemblea.

È inoltre previsto che il voto dell'assemblea relativamente alla seconda sezione della Relazione non sia vincolante, ma l'esito della votazione dovrà comunque essere soggetto a determinati regimi pubblicitari, ed inoltre nella Relazione si dovrà fare apposita menzione di come la società ha tenuto conto delle indicazioni sorte in sede di votazione. Dunque, si evidenzia l'estremizzazione nella tutela dei soci, al quale per apposita disposizione normativa si può affermare che vengano attribuiti due differenti tipologie di diritti: un diritto di veto preventivo, ed un diritto all'informazione consuntiva, così che la società sarà obbligata a convocare i soci per dare il proprio parere sull'aderenza delle remunerazioni maturate nell'anno di riferimento. Tale iter assicura che la politica possa essere visionata e approvata dalla maggior parte dei soci, i quali a loro volta potranno verificare la reale adozione della politica già approvata preventivamente. Un passaggio che rende la seconda votazione un momento alquanto importante e significativo quanto il primo, poiché relativamente al suo esito ne dipenderanno le dinamiche societarie future in merito alla tematica della remunerazione.

⁴⁴ La sezione III è intitolata "Informazioni sulla remunerazione dei singoli amministratori"

⁴⁵Ex Art.123-ter TUF c.3-bis

Altro elemento di rilievo, è il fatto che viene assegnato alla CONSOB il dovere di redigere un adeguato regolamento in cui fornire indicazioni sui contenuti relativi alla prima e alla seconda sezione della Relazione, nonché le caratteristiche della politica. Infine, viene indicato il perimetro dei soggetti rilevanti al fine dell'indicazione nominativa nella relazione, il quale include l'elenco dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche, includendo dunque anche i soggetti facenti parti dell'organo di controllo.

Ulteriore riferimento normativo all'interno del TUF in merito alla remunerazione degli amministratori è quello contenuto all'Art. 114-bis, ove si prevede che i piani dei compensi che prevedono la corresponsione di strumenti finanziari verso qualsiasi soggetto che abbia un rapporto con la società⁴⁶, debbano essere sottoposti al voto dell'assemblea dei soci. Alla stessa assemblea dovrà precedere un'adeguata informativa i cui contenuti mirano a mostrare: le motivazioni che hanno portato a tale scelta, i beneficiari del piano, le modalità con cui verrà attuato il piano ed eventuali vincoli nella distribuzione delle azioni. La ratio di tale norma è sempre individuabile nella tutela del socio.

Emerge dunque un quadro normativo primario che rispecchia quanto indicato nelle varie disposizioni degli organi UE, prevedendo appositi strumenti informativi per gli azionisti e più in generale per qualsiasi stakeholder. Inoltre, viene ricalcata la disciplina in merito al "Say on Pay" prevista dalla Direttiva 2017/828/UE, rafforzando la posizione degli azionisti, nell'ottica del fatto che la politica di remunerazione costituisce un asse fondante della strategia aziendale e della sostenibilità a lungo termine della società. Un tessuto normativo che ricalca dunque quanto raccomandato dal legislatore comunitario. Nel complesso le ultime previsioni normative hanno rappresentato il primo vero momento di applicazione dell'intento iniziale delle Raccomandazioni della Commissione.

⁴⁶**Art.114-bis c.1 TUF** 1. I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci. ((Nei termini e con le modalità previsti dall'articolo 125-ter, comma 1,)) l'emittente mette a disposizione del pubblico la relazione con le informazioni concernenti: a) le ragioni che motivano l'adozione del piano; b) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che beneficiano del piano; b-bis) le categorie di dipendenti, o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano; c) le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati; d) l'eventuale sostegno del piano da parte del Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della Legge 24 dicembre 2003, n. 350; e) le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; f) i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti, con particolare riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi. 2. Le disposizioni del presente articolo si applicano agli emittenti quotati e agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116.3. La Consob definisce con proprio regolamento le informazioni, relative agli elementi indicati nel comma 1, che devono essere fornite in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano, prevedendo informazioni più dettagliate per piani di particolare rilevanza..”

1.3.2- La normativa CONSOB

Come visto precedentemente, il legislatore nel TUF delega alla CONSOB il compito di redigere un apposito regolamento che mira ad indicare quali debbano essere i contenuti dettagliati della Relazione sulla Remunerazione.

In attuazione delle recenti modifiche all'Art.123-ter del TUF, con la Delibera CONSOB n.21623⁴⁷ del dicembre 2020, è stato aggiornato il Regolamento Emittenti. Al cui Art.84-quater ora specifica precisi obblighi pubblicitari ed informativi per le società quotate in mercati regolamentati italiani, quali: la pubblicazione sul proprio sito web⁴⁸ di una relazione sulla remunerazione e sui compensi corrisposti. La struttura di tale relazione ricalca quella delineata dall'Art.123-ter del TUF⁴⁹,

⁴⁷ **Delibera CONSOB n.21623** consultabile al link: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/12/22/20A07021/sg>

⁴⁸ È previsto un periodo minimo di pubblicazione sul sito web della Società pari a dieci anni.

⁴⁹ **Art.123 -ter TUF** : “1. Almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea prevista dall'articolo [2364](#), secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo [2364 bis](#), secondo comma, del [Codice Civile](#), le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, presso la sede sociale, sul proprio sito *internet* e con le altre modalità stabilite dalla [CONSOB](#) con regolamento.

2. La relazione è articolata nelle due sezioni previste ai commi 3 e 4 ed è approvata dal consiglio di amministrazione. Nelle società che adottano il sistema dualistico la relazione è approvata dal consiglio di sorveglianza, su proposta, limitatamente alla sezione prevista dal comma 4, lettera b), del consiglio di gestione.

3. La prima sezione della relazione illustra in modo chiaro e comprensibile:

1. a) la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo e, fermo restando quanto previsto dall'articolo [2402](#) del codice civile, dei componenti degli organi di controllo;
2. b) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.

3-bis. La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Fermo quanto previsto dal comma 3-ter, le società sottopongono al voto dei soci la politica di remunerazione di cui al comma 3 con la cadenza richiesta dalla durata della politica definita ai sensi del comma 3, lettera a), e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima. Le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci. In presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato.

3-ter. La deliberazione prevista dal comma 3-bis è vincolante. Qualora l'assemblea dei soci non approvi la politica di remunerazione sottoposta al voto ai sensi del comma 3-bis la società continua a corrispondere remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea o, in mancanza, può continuare a corrispondere remunerazioni conformi alle prassi vigenti. La società sottopone al voto dei soci una nuova politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall'articolo [2364](#), secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo [2364 bis](#), secondo comma, del codice civile.

4. La seconda sezione della relazione, in modo chiaro e comprensibile e, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata, salvo quanto previsto dal regolamento emanato ai sensi del comma 8, per i dirigenti con responsabilità strategiche:

1. a) fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione relativa all'esercizio di riferimento;
2. b) illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi

includendo dunque nella prima sezione informazioni relativamente al contributo offerto dalla politica di remunerazione ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. Particolare novità è data dal fatto che si indica come la remunerazione debba essere determinata tenendo conto della retribuzione dei dipendenti della società, costituendo una novità di assoluto rilievo nel panorama della normativa delle politiche di remunerazione ed aprendo sicuramente un tema che merita un profondo approfondimento. In secondo luogo, viene richiesto come ulteriore contenuto della prima sezione l'esplicitazione delle diverse componenti della remunerazione, e nel caso della componente variabile devono essere presenti dei criteri chiari ed esaustivi per la sua definizione. Infine, si prevede che si debbano specificare gli elementi della politica di remunerazione a cui è possibile derogare nel caso in cui intercorrano particolari circostanze.

Nell'ottica di fornire agli stakeholder uno schema unico e chiaro della relazione sulla remunerazione, la CONSOB ha allegato al Regolamento Emittenti uno specifico documento (Allegato 3A⁵⁰) in cui con estremo grado di dettaglio si individuano i contenuti obbligatori all'interno della relazione illustrativa redatta dall'organo amministrativo e da presentare all'assemblea convocata per deliberare i piani di compensi basati su strumenti finanziari. Nell'ordine essi sono:

- a) i destinatari della politica di remunerazione, con apposita indicazione nominativa di ognuno dei percipienti;

da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento.

3. b-bis) illustra come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione.

5. Alla relazione sono allegati i piani di compensi previsti dall'articolo [114 bis](#) ovvero è indicata nella relazione la sezione del sito Internet della società dove tali documenti sono reperibili.

6. Fermo restando quanto previsto dagli articoli [2389](#) e [2409 terdecies](#), primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo [114 bis](#), l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364 bis, secondo comma, del codice civile, delibera in senso favorevole o contrario sulla seconda sezione della relazione prevista dal comma 4. La deliberazione non è vincolante. L'esito della votazione è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo [125 quater](#), comma 2.

7. La Consob con regolamento, adottato sentite Banca d'Italia e Ivass per quanto concerne i soggetti rispettivamente vigilati e nel rispetto di quanto previsto dalla normativa europea di settore, indica le informazioni da includere nella prima sezione della relazione e le caratteristiche di tale politica in conformità con l'articolo 9 bis della direttiva 2007/36/CE e nel rispetto di quanto previsto dal paragrafo 3 della raccomandazione 2004/913/CE e dal paragrafo 5 della raccomandazione 2009/385/CE.

8. La Consob, con il regolamento adottato ai sensi del comma 7, indica altresì le informazioni da includere nella seconda sezione della relazione, nel rispetto di quanto previsto dall'articolo 9 ter della direttiva 2007/36/CE. La [CONSOB](#) può:

1. a) individuare i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali le informazioni sono fornite in forma nominativa;
2. b) differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società⁽¹⁾.

8-bis. Il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della relazione.

8-ter. Rimangono ferme le disposizioni previste in materia di remunerazioni da normative di settore⁽²⁾. “

⁵⁰ Allegato 3°, schema 7

- b) le ragioni che motivano l'adozione del piano, e si specifica che si debba far riferimento agli obiettivi che s'intendono perseguire con il medesimo piano. Le variabili chiave ai fini dell'attribuzione dei piani, gli elementi alla base della determinazione dell'entità del compenso, le ragioni alla base dell'attribuzione di un piano di compensi basato sull'assegnazione di strumenti finanziari non emessi dall'Emittente stessa;
- c) L'iter di approvazione e tempistica dell'assegnazione degli strumenti. In merito dovrà essere specificato tutto l'iter che ha condotto alla creazione del piano, nonché i soggetti coinvolti nella sua implementazione e amministrazione. Si richiede che vengano specificate anche eventuali procedure di revisione del piano;
- d) Le caratteristiche degli strumenti attribuiti. Si prevede vengano specificate quelle che sono le caratteristiche con cui è strutturato il piano stesso, andando ad esplicitare le modalità con cui verrà attuato il piano. Dovranno essere poste in evidenza anche le peculiarità, i limiti ed i vincoli degli strumenti utilizzati nel piano retributivo. Nel caso di società che prevedono nei propri piani la corresponsione di strumenti finanziari ai soggetti di cui all'Art.84-bis del Regolamento Emittenti le sopradette indicazioni prevedono una maggiore grado di granularità dell'informazione.

Ciò si traduce in una maggiore accuratezza nell'identificazione dei destinatari, un maggior dettaglio nei contenuti di cui al punto b) ed in un'ampia disciplina particolare in merito al tema esposto al sopracitato punto c). Infatti, è previsto che si scenda nel dettaglio del processo di implementazione della politica, andando ad evidenziare i soggetti coinvolti e la presenza di eventuali conflitti d'interesse, nonché maggiori caratteristiche relativamente agli strumenti finanziari attribuiti.

È prevista un maggior grado di dettaglio nel punto d) per le società che nei propri piani prevedono l'utilizzo di stock option. Infatti, si richiede che vengano esplicitata una completa disamina sulle caratteristiche di attribuzione degli strumenti finanziari da attribuire e sui periodi di vesting.

Al fine di garantire un elevato grado di comparabilità, comprensibilità ed immediatezza delle informazioni relative alla remunerazione, il Regolamento Emittenti nello stesso Allegato 3A- Schema n.7 fornisce una tabella standard per illustrare i piani dei compensi basati su strumenti finanziari.

Diverso è il contenuto dello Schema n.7-bis presente nel medesimo Allegato 3A, il quale tratta dei contenuti e della struttura della Relazione sulla Remunerazione, in base a quanto contenuto nell'Art.123-ter del TUF, al fine di fornire agli stakeholders una *disclosure* sulle politiche di remunerazione adottate ampia, dettagliata e trasparente.

Dunque, il Regolamento Emittenti indica che la Relazione debba essere composta da due differenti sezioni: la prima riguardante la politica in materia di remunerazione, mentre la seconda riguardante i

compensi corrisposti. La seconda sezione a sua volta presenta una duplice suddivisione, tra la parte riguardante l'indicazione analitica dei compensi corrisposti a qualsiasi titolo nell'esercizio di riferimento e la parte che indica le varie voci che compongono la remunerazione. Relativamente alla prima sezione della Relazione, è previsto che sia presente un contenuto minimo; nello specifico è richiesta la massima chiarezza e comprensibilità relativamente ai seguenti punti:

- a) L'illustrazione degli organi ed i soggetti coinvolti nella predisposizione, approvazione e revisione delle politiche di remunerazione, compresi gli eventuali esperti indipendenti intervenuti. Nel caso in cui intervenga un apposito comitato per le remunerazioni si richiede una rappresentazione della sua struttura e delle sue modalità di funzionamento;
- b) Una descrizione accurata delle politiche e di come siano legate alla strategia aziendale, con riferimento ai principi ispiratori, ai cambiamenti rispetto alla politica precedente e alla strutturazione delle sue componenti a breve termine e a medio-lungo termine, nonché agli eventuali benefici non monetari. Con riferimento alle componenti variabili è richiesto un grado di dettaglio più elevato, che implica una descrizione degli obiettivi finanziari e non finanziari⁵¹ in base alla quale vengono assegnate le stesse componenti, ma anche un approfondimento sulla presenza di un eventuale vesting period o dei principali meccanismi di correzione;
- c) le percentuali di approvazione della politica da parte dell'assemblea nel corso dell'esercizio precedente, e di come se ne sia tenuto conto nell'eventuale processo di revisione; d) i criteri per la valutazione degli obiettivi di performance alla base dell'assegnazione degli strumenti finanziari ed eventuali vincoli al loro mantenimento nel portafoglio; e) le politiche relative alla cessazione della carica o di risoluzione del rapporto di lavoro; f) l'indicazione - qualora se ne sia tenuto conto - di un peer group e delle società che lo compongono.

Nella seconda sezione, si fa riferimento ai compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento agli amministratori e ai direttori generali, nonché quelli degli eventuali altri dirigenti con responsabilità strategiche che abbiano ottenuto compensi complessivi⁵² più elevati dei precedenti soggetti. Nella prima parte si richiede una rappresentazione chiara e comprensibile di ciascuna delle componenti della remunerazione, evidenziandone la conformità con le politiche di remunerazione, nonché le modalità con cui contribuisce alla sostenibilità nel lungo termine della società. In particolare, si deve

⁵¹ Ai fini del lavoro è importante sottolineare che il Regolamento consiglia di adottarli qualora "sia il caso" di tener conto di criteri legati alla responsabilità sociale d'impresa.

⁵² Ottenuti dalla somma dei compensi monetari e di quelli basati sugli strumenti finanziari.

fare riferimento alle modalità con cui gli obiettivi di performance di riferimento della politica di remunerazione sono stati applicati. È inoltre previsto che per i soggetti i cui compensi sono indicati nominativamente si dovrà fornire un'analisi del livello di raggiungimento degli obiettivi, nei limiti delle informazioni commerciali che la società decide di omettere. Sempre di competenza della prima parte della seconda sezione è l'indicazione di tutte le informazioni utili relativamente alle indennità attribuite per la cessazione delle cariche, comprendendo in esse anche le circostanze che ne hanno portato alla maturazione. Ulteriore informativa richiesta è quella relativa a: le remunerazioni corrisposte e i risultati aziendali degli ultimi cinque anni, eventuali deroghe alle politiche di remunerazione sorte in seguito a delle circostanze straordinarie, ai meccanismi di correzione intervenuti ex-post delle componenti variabili.

Nella seconda parte si riportano analiticamente quelli che sono stati i compensi corrisposti in qualsiasi forma dalla società o da società a lei collegate, nonché controllate. La rappresentazione della remunerazione ottenuta dagli amministratori, dai direttori generali nonché dai dirigenti con ruoli strategici, anche in questo caso come nella prima sezione, deve avvenire mediante l'utilizzo di tabelle standard. I contenuti prevedono la rappresentazione nominativa per ognuno dei soggetti già citati e si differenziano a seconda delle caratteristiche della retribuzione corrisposta, per ogni voce sono presenti delle specifiche indicazioni di carattere tecnico ai fini di una rappresentazione omogenea.

Riassumendo quanto contenuto nel Regolamento Emittenti, possiamo giungere alla conclusione che la regolamentazione appare essere molto dettagliata ed orientata, in ordine a quanto indicato dalla normativa europea e da quella interna, ad un livello massimo di trasparenza da parte delle società nei confronti dei soci nel caso in cui vi siano piani basati sulla corresponsione di strumenti finanziari emessi società, che nel caso di reale attribuzione vi può essere un sostanziale effetto sui diritti amministrativi dei soci. Infatti, a titolo esemplificativo qualora venissero corrisposte azioni di nuova emissione come compenso, vedrebbero i loro diritti amministrativi essere diluiti. Dunque, incrementando tale livello di trasparenza emerge ancora una volta l'intenzione del legislatore e degli organismi deputati alla vigilanza dei mercati regolamentati di tutelare l'investitore, rendendolo partecipe di quelle che potrebbero essere le conseguenze dell'attribuzione di tali strumenti.

Preme sottolineare la volontà della CONSOB di facilitare l'accesso a tali informazioni da parte di tutti gli stakeholder, attraverso l'introduzione di strumenti rapidi e comprensibili per un destinatario di non elevata cultura economica, quali possono essere delle tabelle standard. Le stesse, in quanto standardizzate, offrono un elevato livello di comparabilità tra le società quotate nei mercati regolamentati italiani.

1.3.3- Le politiche di remunerazione nel Nuovo Codice di Corporate Governance 2020⁵³

Ulteriore disciplina di carattere *comply or explain* emessa dal Comitato per la Corporate Governance, è quella del Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, al quale le società quotate nei mercati regolamentati italiani possono decidere volontariamente se aderire. Qualora la scelta sia positiva, la società quotata dovrà attenersi ai principi e alle raccomandazioni ivi contenute. Tra i quali anche quelli relativi alla remunerazione degli amministratori. Dunque, essi indirizzano verso una politica per la remunerazione degli amministratori e del top management volta sia al successo sostenibile della società, sia a trattenere e a motivare le personalità dotate di un adeguato livello di professionalità nonché delle competenze richieste dal ruolo da loro ricoperto nelle società.

Importante è il Principio XVI⁵⁴ in cui si specifica che la politica sia elaborata dall'organo di amministrazione in maniera del tutto trasparente, nonché che i compensi erogati siano coerenti ed in linea con quanto definito nella politica. Emerge la volontà del Comitato per la Corporate Governance di allinearsi a quella che è la normativa italiana ed europea in merito, puntando dunque su di una politica di remunerazione trasparente, volta al successo sostenibile dell'impresa.⁵⁵ A tal fine, lo stesso comitato esprime alcune raccomandazioni di diverso carattere. La prima riguardante la strutturazione del Comitato per la Remunerazione, si prevede che debba essere costituito all'interno dell'organo di amministrazione, e ne vengono definiti i compiti⁵⁶. Quest'ultimo spazia dal supportare l'organo di amministrazione nell'implementazione della politica, al monitoraggio della sua concreta attuazione per concludere con una valutazione della sua coerenza e adeguatezza. Il Codice, relativamente alla composizione del Comitato per la Remunerazione si esprime in maniera molto netta, indicando come

⁵³ **Nuovo Codice di Corporate Governance 2020**, applicabile dalle società dal primo esercizio che ha inizio successivamente al 31 dicembre 2020. Il testo è consultabile al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

⁵⁴ **Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, Principio XVI** : “La politica per la remunerazione è elaborata dall'organo di amministrazione, attraverso una procedura trasparente.”

⁵⁵ **Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, Principio 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.”

⁵⁶ **Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, Raccomandazione 25**. “L'organo di amministrazione affida al comitato remunerazioni il compito di: a) coadiuvarlo nell'elaborazione della politica per la remunerazione; b) presentare proposte o esprimere pareri sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione; c) monitorare la concreta applicazione della politica per la remunerazione e verificare, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance; d) valutare periodicamente l'adeguatezza e la coerenza complessiva della politica per la remunerazione degli amministratori e del top management. Per disporre di persone dotate di adeguata competenza e professionalità, la remunerazione degli amministratori, sia esecutivi sia non esecutivi, e dei componenti dell'organo di controllo è definita tenendo conto delle pratiche di remunerazione diffuse nei settori di riferimento e per società di analoghe dimensioni, considerando anche le esperienze estere comparabili e avvalendosi all'occorrenza di un consulente indipendente.”

debba essere composto da amministratori non esecutivi, di cui la maggior parte indipendenti, di cui per almeno uno è richiesto il requisito tecnico di avere un'adeguata competenza in materia.⁵⁷

Ulteriore tematica affrontata è quella della strutturazione della stessa politica di remunerazione nelle sue componenti, indicando come fattori principali per il bilanciamento e la quantificazione della componente fissa e della componente variabile: il settore in cui opera l'azienda, la politica di gestione del rischio della società e la coerenza con gli obiettivi strategici della stessa impresa, e con esplicito riferimento al quantum della remunerazione dei non esecutivi si dovrà tenere conto anche delle competenze e della professionalità. Dunque, vengono delineate diverse leve su cui basare la strutturazione delle politiche di remunerazione, non includendo tra tali parametri quello relativo alla remunerazione media dei dipendenti della società. a differenza di quanto suggerito dal Regolamento Emittenti. Si richiede inoltre la definizione di: obiettivi di performance predeterminati, limiti massimi all'erogazione delle componenti variabili, un adeguato tasso di differimento per la corresponsione della componente variabile, clausole contrattuali per la restituzione parziale/totale delle componenti variabili, regole chiare per i trattamenti di fine rapporto.⁵⁸

⁵⁷ **Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, Raccomandazione 26** “Il comitato remunerazioni è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente. Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dall'organo di amministrazione in sede di nomina. Nessun amministratore prende parte alle riunioni del comitato remunerazioni in cui vengono formulate le proposte relative alla propria remunerazione.”

⁵⁸ **Ex Nuovo Codice di Corporate Governance 2020:** “27. La politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management definisce: a) un bilanciamento tra la componente fissa e la componente variabile adeguato e coerente con gli obiettivi strategici e la politica di gestione dei rischi della società, tenuto conto delle caratteristiche dell'attività d'impresa e del settore in cui essa opera, prevedendo comunque che la parte variabile rappresenti una parte significativa della remunerazione complessiva; 16 b) limiti massimi all'erogazione di componenti variabili; c) obiettivi di performance, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Essi sono coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari; d) un adeguato lasso temporale di differimento – rispetto al momento della maturazione – per la corresponsione di una parte significativa della componente variabile, in coerenza con le caratteristiche dell'attività d'impresa e con i connessi profili di rischio; e) le intese contrattuali che consentano alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati in seguito rivelatisi manifestamente errati e delle altre circostanze eventualmente individuate dalla società; f) regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione, che definiscono il limite massimo della somma complessivamente erogabile collegandola a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati. 28. I piani di remunerazione basati su azioni per gli amministratori esecutivi e il top management incentivano l'allineamento con gli interessi degli azionisti in un orizzonte di lungo termine, prevedendo che una parte prevalente del piano abbia un periodo complessivo di maturazione dei diritti e di mantenimento delle azioni attribuite pari ad almeno cinque anni. 29. La politica per la remunerazione degli amministratori non esecutivi prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dai compiti loro attribuiti in seno all'organo di amministrazione e nei comitati consiliari; tale compenso non è legato, se non per una parte non significativa, a obiettivi di performance finanziaria. 30. La remunerazione dei membri dell'organo di controllo prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dalla rilevanza del ruolo ricoperto e alle caratteristiche dimensionali e settoriali dell'impresa e alla sua situazione. 31. L'organo di amministrazione, in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale, rende note mediante un comunicato, diffuso al mercato ad esito dei processi interni che conducono all'attribuzione o al riconoscimento di eventuali indennità e/o altri benefici, informazioni dettagliate in merito: a) all'attribuzione o al riconoscimento di indennità e/o altri benefici,

Con riferimento alla circostanza della cessazione del rapporto, il Codice stabilisce che l'organo di amministrazione delle società debba fornire al mercato un'adeguata informativa su tutte le caratteristiche di eventuali indennità o benefici. Infine, nell'ottica di un allineamento degli interessi tra gli azionisti e gli amministratori esecutivi, si prevede l'introduzione di piani di incentivazione basati su azioni, con una parte prevalente del piano che abbia un periodo di maturazione dei diritti e di mantenimento delle azioni attribuite pari ad almeno a cinque anni, così da mediare ad eventuali comportamenti orientanti allo *short termism* da parte degli amministratori uscenti.

Occorre sottolineare come sia assente in tale documento, elaborato dagli esponenti delle principali associazioni di imprese italiane e di recentissima introduzione, qualsiasi riferimento esplicito all'introduzione nei piani di incentivazione di parametri relativi alla misurazione delle performance legate alla responsabilità sociale d'impresa. L'unico riferimento presente nel codice è quello relativo al "successo sostenibile dell'impresa", che viene identificato "nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società" ed è posto come obiettivo-guida principale degli amministratori. Una leggerezza, che sicuramente non risponde a pieno all'obiettivo della "buona governance" nelle aderenti che si prefissa lo stesso Codice di Corporate Governance, e che quindi denota non un forte interesse verso il tema da parte dei membri del Comitato per la Corporate Governance, il quale è composto dai principali esponenti delle maggiori società quotate italiane. Nonostante gli stessi membri del Comitato per la Corporate Governance abbiano indicato nell' "Ottavo rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina" le politiche di remunerazione come un'area sensibile su cui intervenire al fine del successo sostenibile delle Società, avvicinando le stesse alle tematiche legate ai temi ambientali e sociali.

Tale assenza assume ancora più rilievo se si considera che il Codice è stato aggiornato nella sua gran parte nell'ultimo anno, con importanti novità relativamente a diverse tematiche quale il ruolo dei vari organi sociali nonché al funzionamento degli stessi. Si dal caso che le novità introdotte in merito alla remunerazione degli amministratori, rispetto alla versione precedente riguardino solamente piccoli

alla fattispecie che ne giustifica la maturazione (p.e. per scadenza della carica, revoca dalla medesima o accordo transattivo) e alle procedure deliberative seguite a tal fine all'interno della società; b) all'ammontare complessivo dell'indennità e/o degli altri benefici, alle relative componenti (inclusi i benefici non monetari, il mantenimento dei diritti connessi a piani di incentivazione, il corrispettivo per gli impegni di non concorrenza od ogni altro compenso attribuito a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma) e alla tempistica della loro erogazione (distinguendo la parte corrisposta immediatamente da quella soggetta a meccanismi di differimento); c) all'applicazione di eventuali clausole di restituzione (claw-back) o trattenimento (malus) di una parte della somma; d) alla conformità degli elementi indicati alle precedenti lettere a), b) e c) rispetto a quanto indicato nella politica per la remunerazione, con una chiara indicazione dei motivi e 17 delle procedure deliberative seguite in caso di difformità, anche solo parziale, dalla politica stessa; e) informazioni circa le procedure che sono state o saranno seguite per la sostituzione dell'amministratore esecutivo o del direttore generale cessato."

aspetti relativi al compenso degli amministratori non esecutivi e alla composizione del Comitato per la remunerazione.

1.3.4- Le Disciplina specifica del settore bancario.

I soggetti del settore finanziario ed in particolare quello bancario, per la loro peculiarità di gestire risorse di terzi, nonché per la capacità di poter generare importanti situazioni di disequilibrio finanziario, sono sottoposti anche nel caso delle politiche di remunerazione ad una disciplina più stringente rispetto alle società operanti negli altri settori. Il TUB⁵⁹, delega la Banca d'Italia alla predisposizione della disciplina in materia, e specificatamente la principale autorità bancaria italiana si esprime in merito nella Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013⁶⁰. Lo stesso TUB attribuisce alla Banca d'Italia, il potere di impartire alle capogruppo disposizioni relativamente anche ai sistemi di remunerazione ed incentivazione.

Entrando nel merito della Circolare, nella prima sezione del Secondo Capitolo, vengono riaffermati gli scopi principali della definizione di adeguati meccanismi di remunerazione ed incentivazione, che si concentrano sulla competitività e il buon governo dell'impresa sullo scopo di attrarre e mantenere nell'azienda i soggetti dotati di un'adeguata professionalità ed esperienza. La peculiarità di tale disciplina speciale è da individuare nel fatto che le politiche di remunerazione non debbano essere in contrasto con quanto viene definito nell'ambito delle disposizioni sul processo di controllo prudenziale. Nello specifico si volge lo sguardo verso le forme di retribuzione incentivante basate su strumenti finanziari o collegate alle performance dell'azienda; infatti, s'indica che esse debbano essere coerenti con il RAF⁶¹, nonché con le politiche societarie di gestione del rischio.

In sintesi, le politiche di remunerazione devono essere coerenti con quello che è il quadro dei rischi dell'azienda, impedendo che si prevedano incentivi per gli amministratori in conflitto con l'interesse della società.

Inoltre, la normativa introduce una serie d'indicazioni su come debba essere disegnata la politica di remunerazione, in primis specificandone che debba attenersi alle disposizioni di legge, nonché ad eventuali codici etici. In merito alla definizione degli obiettivi si evidenzia come la politica non debba

⁵⁹ **TUB, Art.53 c.1** . “La Banca d'Italia emana disposizioni di carattere generale aventi a oggetto:

a) l'adeguatezza patrimoniale;b) il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni;c) le partecipazioni detenibili;d) il governo societario, l'organizzazione amministrativa e contabile, nonché i controlli interni e i sistemi di remunerazione e di incentivazione;d-bis) l'informativa da rendere al pubblico sulle materie di cui alle lettere da a) a d).. L'Art. 67 attribuisce alla stessa Banca d'Italia i poteri impositivi nei confronti delle capogruppo.

⁶⁰ Nello specifico Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 2, della **Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013**, testo consultabile al seguente link: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Circ-285-Rist-int-34-agg.pdf>

⁶¹ Risk Appetite Framework

legarsi solamente ad obiettivi di tipo commerciale, ma anche ad altri ispirati sia a dei principi etici sia all'ottica del contenimento dei rischi. Tale norma assume un carattere del tutto innovativo nell'ambito della remunerazione degli amministratori, in quanto si specificano obiettivi di carattere non prettamente finanziari, ma piuttosto legati a tematiche etiche.

Importanti sono anche le indicazioni volte a mitigare il rischio di particolari comportamenti che potrebbero garantire un disallineamento da parte degli amministratori⁶², infatti vengono definiti particolari obblighi informativi per il personale più rilevante. L'individuazione del perimetro di circoscrizione di quest'ultime personalità costituisce un momento molto importante e per il quale è prevista una frequenza annuale. L'obiettivo è quello di porre un grado all'applicazione della disciplina a seconda della capacità dei singoli soggetti destinatari dei piani di incidere sulla propensione al rischio dell'intermediario finanziario. Tale processo è comune a molti ambiti della regolamentazione interna relativamente alla governance societaria, come al fine della disciplina sulle Parti Correlate.

Nella Circolare è introdotto anche il cd. Criterio di Proporzionalità, secondo il quale a seconda della dimensione della banca si ha un differente grado di applicazione della disciplina, infatti, per banche di elevate dimensioni si applicano i contenuti della stessa circolare in maniera completa, mentre per gli istituti che non raggiungono tali requisiti dimensionali la disciplina applicata è meno stringente.

La seconda sezione del secondo capitolo tratta degli organi sociali coinvolti nelle varie fasi del processo di implementazione ed attuazione delle politiche di remunerazione. Si apre con il ruolo dell'assemblea nell'approvazione delle politiche di remunerazione, che seppur in maniera molto più granulare ricalca la disciplina prevista per le quotate operanti in altri settori, si specifica anche in questo caso l'importanza di un'adeguata informativa all'assemblea nonché del ruolo fondamentale che ha l'approvazione della politica. Ulteriore organo sociale che si prevede venga coinvolto è quello deputato alla supervisione strategica, il quale viene incaricato di elaborare e sottoporre all'assemblea e riesaminare, con periodicità almeno annuale, la politica di remunerazione e incentivazione ed è responsabile della sua corretta attuazione.

Al fine di garantire una corretta applicazione di quanto previsto nella Circolare si richiede che vengano coinvolte le funzioni aziendali competenti, con particolare riferimento al coinvolgimento delle funzioni Compliance, Risk Management ed Internal Audit. Di certo un sistema molto articolato in cui la prima delle due funzioni aziendali sarà chiamata a valutare l'aderenza della politica di remunerazione e dei piani di incentivazione a quello che è il quadro regolamentare, mentre la seconda dovrà verificare l'aderenza al RAF della politica, e la funzione IA sarà chiamata a verificare la prassi rispetto a quella che è la politica di remunerazione approvata. Altro organo di assoluto rilievo è il già

⁶² i.e. la sottoscrizione di polizze assicurative sulla retribuzione.

citato Comitato per le Remunerazioni, il quale non si differenzia nel ruolo attribuitigli rispetto alle società non operanti nel settore bancario.

Un'ulteriore sezione è dedicata alla struttura dei sistemi di remunerazione e incentivazione, la cui tematica principale non può non essere quella della componente variabile, per la quale viene innanzitutto richiesto un adeguato bilanciamento con la componente fissa. Quest'ultima deve essere sufficiente a remunerare il percipiente in maniera adeguata, anche qualora la componente variabile vada incontro ad una drastica contrazione. Il limite massimo del rapporto tra la componente variabile e la componente fissa che viene previsto è di 1:1, derogabile, con l'approvazione da parte dell'assemblea attraverso una maggioranza qualificata, fino ad un massimo di 2:1.

Nella ratio di tale disposizione emerge la volontà di garantire una minimizzazione del range dei rischi derivanti dalle azioni compiute del percipiente, tale range di rischi con le dovute conseguenze può essere ampliato da chi percepisce gli effetti patrimoniali di tali rischi, cioè l'azionista, al quale viene attribuito un diritto di scelta sull'indirizzo strategico generale dell'impresa. La delicatezza del tema relativo alla remunerazione variabile è riscontrabile nelle estremamente dettagliate indicazioni sulla sua predisposizione, che prevedono regole volte ad assicurare che i piani di remunerazione ed incentivazione rispondano ai pilastri della regolamentazione individuabili nel collegamento con i rischi, la compatibilità con i livelli di capitale e liquidità, il rispetto delle regole e l'orientamento ad una strategia volta alla sostenibilità dell'impresa nel medio-lungo termine.

Dunque, la componente variabile deve rispettare le seguenti indicazioni:

- a) Parametrazione della componente variabile a seconda degli indicatori di performance, da misurare al netto dei rischi, a tal fine dovranno essere utilizzate le misure adottate dalla funzione risk management. L'ammontare totale della remunerazione variabile dovrà avere come riferimento dei risultati effettivi e duraturi nonché target di carattere quanti-qualitativo, sia di tipo finanziario che non finanziario;
- b) La componente deve tenere conto dei rischi e dei risultati della banca nel suo complesso;
- c) Il suo bilanciamento prevede che almeno una quota pari al 50% del totale di tale componente sia composta da strumenti finanziari, tale indicazione si deve applicare sia alla parte che viene corrisposta a pronti sia a quella pagata in maniera differita.
- d) Gli strumenti devono essere sottoposti al divieto di vendita per il cd. *Retention period*, ovvero un periodo di tempo adeguato al fine di evitare il rischio di comportamenti degli amministratori volti allo short termism;
- e) Sulla base di criteri idonei deve essere previsto un periodo minimo di cinque anni di differimento nella corresponsione della componente variabile, in particolare la quota differita dovrà essere composta in prevalenza da strumenti finanziari;

- f) l'introduzione nella politica di appositi strumenti correttivi volti alla riduzione dell'importo della quota variabile da attribuire nel caso in cui i risultati societari e gli obiettivi posti alla base della remunerazione, quali i già citati meccanismi di *malus* o le clausole di *claw back*. Si prevede anche la possibilità di introdurre piani di incentivazione a lungo termine e dei retention bonus;
- g) in merito ai trattamenti di fine rapporto che possono derivare da una cessazione anticipata dell'incarico, si determinano criteri per la quantificazione del corrispettivo pressoché analoghi a quelli previsti per la componente variabile. I cd. *Golden Parachute* sono inclusi nel calcolo del rapporto tra la componente fissa e la componente variabile.

La Circolare, nella sesta sezione, elenca gli obblighi informativi relativamente alle politiche di remunerazione che dovranno essere in linea con quanto previsto dall'Art.450 CRR⁶³, il quale definisce una particolare informativa relativamente ai soggetti verso la quale è destinato un importo rilevante della remunerazione. Le medesime informazioni annualmente dovranno essere riportate all'Assemblea nonché trasmesse alla Banca d'Italia.

Negli Allegati al Capitolo 2 della Circolare vengono riportate maggiori indicazioni in merito all'informazioni da trasmettere per l'esclusione del personale dal novero dei risk-taker e all'informazioni da trasmettere qualora sia voglia aumentare il rapporto di 1:1 tra la componente fissa e la componente variabile.

A conclusione, dunque, della disamina emerge un quadro regolamentare molto dettagliato, che senz'altro costituisce una guida per le banche nei processi di predisposizione e attuazione delle politiche di remunerazione. Si nota la forte impronta del legislatore europeo verso una regolamentazione particolarmente attenta agli interessi degli azionisti e di tutti gli stakeholder, compresi gli investitori ed i risparmiatori.

In seguito alle novità introdotte dalla Direttiva (UE) 2019/878⁶⁴, in fase di consultazione⁶⁵ la Banca d'Italia ha proposto una ridefinizione del criterio di proporzionalità, l'introduzione della gestione degli NPL tra i valori aziendali da tenere in considerazione per la definizione dei sistemi retributivi, la neutralità delle politiche di remunerazione rispetto al genere, una ridefinizione dei criteri per la

⁶³ CRR - Capital Requirements Regulation, ovvero il Regolamento UE n.575/2013 in materia di vigilanza prudenziale per le banche e per le imprese d'investimento.

⁶⁴ C.d. CRD V

⁶⁵ Documento di consultazione sulle Disposizioni della Banca d'Italia in materia di "Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari", consultabile al seguente link https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2020/revisione-disposizioni-remun-ncentiv/Documento_consultazione_remunerazioni.pdf che risponde alle richieste del Consultation Paper del 29 ottobre 2020 (EBA/CP/2020/24), con cui l'EBA ha proposto la modifica dei propri orientamenti in materia di remunerazione, con termine di risposta il 29 gennaio 2021 (emanazione degli orientamenti prevista nel primo semestre del 2021) in seguito all'emanazione della CRD V.

costituzione del perimetro del personale rilevante un maggiore periodo per il differimento minimo della componente variabile ed un aggiornamento sull'applicazione delle normative ai Gruppi Bancari. Dunque, una disciplina che sta ancora cercando il suo perfetto equilibrio, ma che se confrontata con quella applicabile alle società non bancarie, attribuisce alle politiche di remunerazione uno stadio di evoluzione al quanto più elevato, dotandole del reale potere di influenzare le scelte strategiche della società nell'ottica di uno sviluppo sostenibile nel lungo termine. Le ragioni di un tessuto normativo molto fitto è da individuarsi nella volontà del legislatore, in questo caso sia quello europeo sia quello nazionale, di ridurre qualsiasi tipologia rischio per il risparmiatore nell'ottica anche del rispetto dell'Art.47 della Costituzione, in cui si tutela il risparmio in tutte le sue forme. Ragione per cui si crea la possibilità di sviluppare più strumenti volti a tutelare i risparmiatori, a differenza di quanto accade nel caso di società non appartenenti al settore bancario. Tuttavia, dalla normativa bancaria le società non appartenenti a tale potrebbero apprendere solamente alcuni aspetti normativi inerenti le politiche di remunerazione, con focus principale sugli aspetti dell'informativa, poiché non si ha un cliente che deve vedersi tutelare i propri risparmi, ma piuttosto un investitore che deve essere consapevole di quelle che sono i piani di remunerazione ed incentivazione della società in quanto traduzione della strategia aziendale.

1.4- Evoluzione dei target legati alla cd. Sostenibilità

Recentemente, molte società a livello globale si sono mosse nella direzione d'introdurre all'interno delle proprie politiche di remunerazione e ai loro piani d'incentivazione dei target legati alla sostenibilità. Alla base di questa scelta si possono individuare varie ragioni tra le quali una crescente attenzione alle tematiche CSR⁶⁶ da parte degli stakeholders, con particolare riferimento agli investitori, i quali negli ultimi anni hanno aumentato nei loro portafogli l'investimenti in imprese che prestano particolare attenzione alla responsabilità sociale. Un'altra ragione che conduce le società all'adozione di tali target "sostenibili" è quella legata alla possibilità di un allineamento degli interessi degli shareholders con quelli degli amministratori. Infatti, nell'ottica degli stakeholder sulla corporate governance, l'obiettivo è quello di massimizzare la ricchezza dell'azionista; dunque, attraverso piani di remunerazione ed incentivazione basati su obiettivi CSR, si può giungere alla creazione di ricchezza nel medio-lungo periodo per l'azionista, nonché alla riduzione di comportamenti orientati

⁶⁶ Corporate Social Responsibility

allo short termism da parte degli amministratori⁶⁷. Un'analisi di Ikram e Zhichuan⁶⁸ in merito ha mostrato come l'introduzione di tale tipologia di target sia propria delle società che godono di un miglior funzionamento della governance societaria; inoltre, si evidenzia, come vi sia un miglioramento nei CSR ratings da parte delle società in seguito all'adozione delle politiche di remunerazione nelle quali sono presenti target legati alla sostenibilità. Dunque, la loro introduzione costituisce un elemento capace di differenziare un'azienda, rendendola più appetibile per gli investitori, nella prospettiva di una creazione di ricchezza nel lungo periodo attraverso una strategia sostenibile. Ulteriore elemento di vantaggio dato dalla loro adozione è quello che permette alla politica di remunerazione di non essere legata solamente a degli indicatori di performance finanziari e contabili, dunque facilmente manipolabili da parte del management, garantendo all'azionista una visione ben più ampia sull'agire dell'amministratori.

Nella direzione di piani retributivi legati alle performance CSR, si sono mosse le principali associazioni di società quotate italiane; le quali nel Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, introducono l'indicazione che la politica di remunerazione debba tenere in considerazione del "successo sostenibile dell'impresa", identificabile "nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società". Un primo piccolo passo, anche se mosso in ritardo rispetto a quella che è l'effettiva introduzione delle tematiche CSR nelle politiche di remunerazione sia in alcune società quotate a livello nazionale nelle quali sono presenti sin dal primo decennio degli anni 2000, sia in una quota assolutamente maggiore di società a livello internazionale in particolar modo nelle imprese operanti nel settore petrolchimico e minerario.

1.4.1- Panoramica sull'adozione degli indicatori di sostenibilità nelle politiche di remunerazione delle società quotate nei mercati regolamentati italiani.

Come si è osservato precedentemente, l'introduzione dell'obiettivo guida del successo sostenibile nel Nuovo Codice di Corporate Governance, avrà effetto per le società quotate solo a decorrere dal primo esercizio successivo al 31 dicembre 2020.

Relativamente all'anno 2019 possiamo trovare una fotografica definita sulla adozione di indicatori legati alla sostenibilità nel *Report on corporate governance of Italian listed companies 2019*⁶⁹ redatto dalla CONSOB, nel quale si fa un focus specifico sul rapporto tra remunerazione e tematiche ESG.

⁶⁷ Coombs, J.E. , Gilley, K.M. , 2005. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. *Strat. Manage. J.* 26 (9), 827–840

⁶⁸ A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor, CSR-contingent executive compensation contracts, *Journal of Banking and Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105655>

⁶⁹ Report consultabile al seguente link: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2019.pdf/941e4e4e-60db-4f89-afb3-32bddb8488e0>

Si evidenzia subito come solamente trentatré società su di un totale di 231 società quotate avevano collegato le proprie politiche di remunerazione del CEO a dei criteri di sostenibilità, equivalente a circa il quattordici per cento. Una percentuale veramente esigua, anche in considerazione del fatto che 14 di esse sono società a controllo pubblico. Proprio relativamente alla tipologia del controllo societario nelle società in cui vengono adottati modelli di remunerazione legati alla sostenibilità, si può vedere come si riscontrano bassi livelli di adozione nelle imprese su cui vi è uno schema dell'azionariato a tipologia familiare. Nel dettaglio l'adozione di criteri sostenibili è avvenuta nella maggior parte dei casi relativamente alle remunerazioni variabili di breve termine, con una percentuale media della componente legata a dei criteri ESG nella remunerazione dei CEO pari al quattordici per cento. Con riferimento all'adozione nei vari indici (vedi Fig.1.1) si nota un disequilibrio nell'adozione tra i vari indici, infatti, del totale delle società che adottavano, al momento della relazione, criteri collegati alle tematiche ESG ben ventidue appartenevano all'indice FTSEMib, rappresentando il sessantacinque per cento del totale delle società presenti nel principale indice

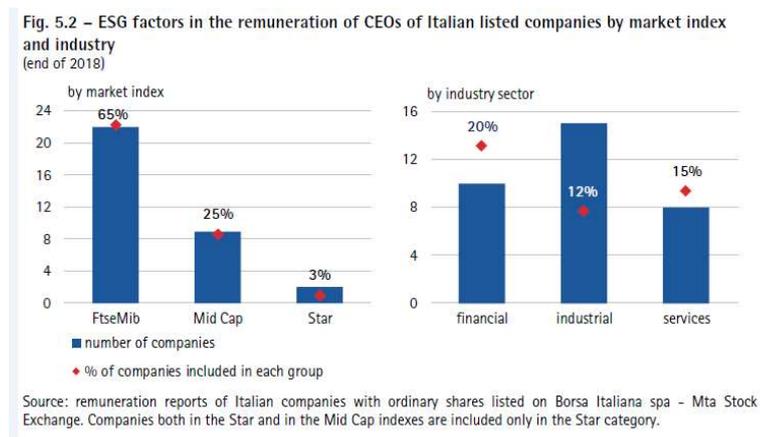


Figura 1.1- Obiettivi ESG nella Remunerazione dei CEO delle Società quotate italiane (Relazione sulla Corporate Governance 2018)

adottare tale legame tra sostenibilità e remunerazione, probabilmente proprio per il fatto del crescente interesse degli stakeholder in tal senso, i quali saranno più propensi ad investire in imprese socialmente responsabili. A supporto di tale ipotesi vi è il dato sul settore industriale a cui appartengono le società, che dimostra come circa la metà delle imprese che legano le proprie politiche di remunerazioni a criteri sostenibili appartengano al settore industriale. È evidente la volontà di raggiungere per le società un'immagine green e sostenibile, nella quale mostrare che si possa perseguire il profitto nel proprio business prestando comunque attenzione a delle tematiche di assoluto rilievo quali quelle ESG. In tal modo si pongono le condizioni per cui l'investitore possa in qualche modo percepire che si stia generando ricchezza in suo favore in una società che cerca di minimizzare il proprio impatto sull'ambiente e a livello sociale, nonostante il proprio settore per le caratteristiche dei suoi processi industriali possa essere considerato come "dannoso" per la società e

azionario italiano. A seguirlo vi era il MidCap, in cui tale percentuale decresce al venticinque per cento; ed infine vi è il segmento Star in cui solamente il tre per cento adottava tali criteri.

Si nota come le società con una maggiore capitalizzazione generalmente scelgano più frequentemente rispetto alle altre di

per l'ambiente, e che quindi l'investimento possa condurre ad un miglioramento degli stessi processi. Con riferimento alla componente variabile delle politiche di remunerazione dei CEO delle società italiane quotate - dato da interpretare nell'ottica della percentuale delle società adottanti sul totale di un determinato settore - emerge come le società del settore industriale siano molto al di sotto nella percentuale rispetto al totale se confrontate al settore finanziario e anche a quello dei servizi, complice anche la precedente statistica che mostra che le società a bassa capitalizzazione, segmento in cui sono presenti molte società industriali, siano meno propense verso tale tipologia di criteri. La causa probabilmente è da attribuirsi ai maggiori costi derivanti dal miglioramento dei processi industriali in termini di sostenibilità. Procedendo nell'analisi, si nota come i parametri di misurazione per gli obiettivi siano qualitativi in dodici casi ed undici di tipo quantitativo. Delle restanti società, due adottano parametri misti quanti-qualitativi e delle rimanenti non è noto il parametro di misurazione. In sintesi, non vi è una netta preferenza delle società nella scelta della tipologia dei parametri. Mentre ben si delineano delle preferenze nell'area delle tematiche ESG a cui collegare la remunerazione, infatti, a prevalere sono le tematiche sociali, nonché quelle legate sia agli aspetti ambientali che sociali.

Dunque, l'attenzione del report si sposta sulla remunerazione di lungo termine su cui i numeri sono fortemente influenzati dall'esiguo numero di società che legano le componenti a lungo termine a parametri collegati a criteri ESG. L'adozione media di parametri legati alla sostenibilità si abbassa al dieci per cento ed i criteri utilizzati per la misurazione dei risultati sono principalmente di carattere qualitativo. Le aree tematiche di riferimento preferite tra le quotate per i parametri nel lungo termine sono quelle relative all'ambiente ed al sociale.

A conclusione, tali dati suggeriscono che l'adozione di parametri sostenibili a cui legare le componenti della remunerazione non avvenga in maniera del tutto coerente con quello che è

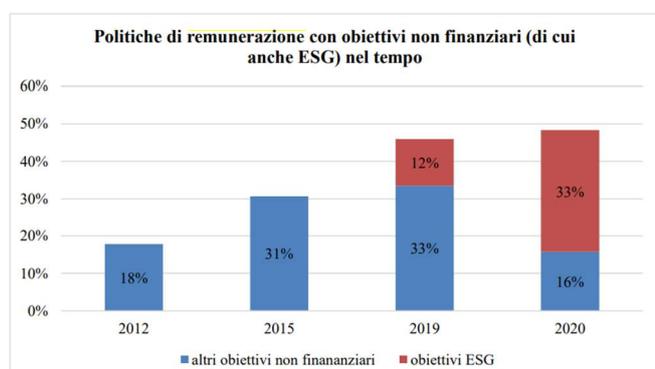


Figura 1.2- Andamento nel tempo dell'adozione degli obiettivi non finanziari nelle Politiche di Remunerazione. (Relazione sulla Corporate Governance 2020)

l'obiettivo della loro implementazione, cioè il perseguimento di uno sviluppo socialmente sostenibile nel lungo termine. A supporto di ciò il fatto che principalmente i parametri cd. sostenibili vengono introdotti con maggiore frequenza per la determinazione della remunerazione variabile di breve termine rispetto a quanto avviene nel lungo termine. Si rende necessaria un'evoluzione delle modalità di

adozione dei suddetti parametri, che si spera si possa avere in seguito all'introduzione del Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, così da avere un reale impatto nei confronti degli stakeholder

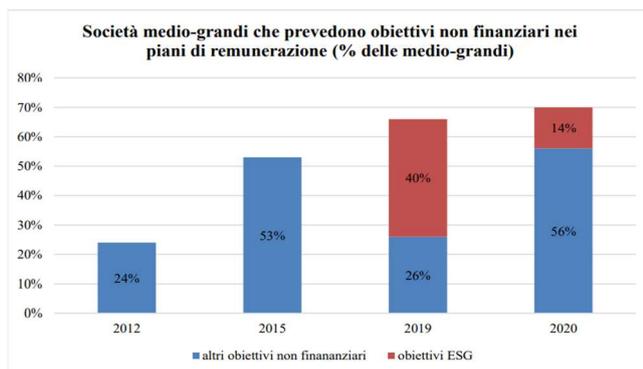


Figura 1.3- Andamento nel tempo dell'adozione degli obiettivi non finanziari nei Piani di incentivazione. (Relazione sulla Corporate Governance 2020)

esterni nel lungo termine. In quanto, nel breve termine risulta quasi impossibile registrare dei risultati concreti in delle tematiche come quelle ambientali e sociali in cui processi di transizione non sono immediati, richiedendone tempistiche di durata almeno decennale per percepire un effetto reale per l'ambiente e la società.

Un esiguo aggiornamento a tali dati è avvenuto nell'Ottavo Rapporto nella Relazione annuale

sulla Corporate Governance del 2020⁷⁰, redatta sempre dal Comitato per la Corporate Governance, nel quale si nota come siano quasi triplicate le società quotate che adottano obiettivi non finanziari di carattere ESG a cui legare le componenti variabili delle loro politiche di remunerazione, sinonimo di una crescente consapevolezza delle società dell'importanza della loro adozione, soprattutto in virtù di una maggiore sensibilità generale da parte della società verso tali tematiche nutrita da eventi naturali e dinamiche sociali.

Di maggiore difficoltà interpretativa risulta essere lo stesso dato isolato però alle sole medio-grandi società, per le quali l'adozione di obiettivi non finanziari sale all'ottanta per cento, ma allo stesso tempo vede una riduzione di obiettivi esplicitamente legati alle tematiche ESG, probabilmente in quanto essi sono stati incorporati in altre misure di simile carattere. Dati che comunque confermano la precedenti ipotesi, in virtù del fatto che le maggiori società – in termini di capitalizzazione - godono anche di una più elevata attenzione da parte degli stakeholder.

Per una migliore analisi comparativa a livello di implementazione di politiche legate alla sostenibilità a livello mondiale, si può prendere a riferimento il *Sustainability Metrics in Executive Pay*⁷¹ del 2014. Il quale si focalizza sull'adozione di target sostenibili nelle politiche di remunerazione degli amministratori nelle società quotate nel S&P500, evidenziando come ben il cinquantatré per cento di esse adottassero target sostenibili per le proprie politiche di remunerazione, ed in particolare nel caso delle imprese operanti nel settore energetico tale numero salisse fino a circa il novanta per cento. Numeri che se confrontati con quelli a distanza di circa un lustro dei principali indici italiani mostrano un gap notevole da colmare.

⁷⁰ Link per la consultazione : [rapporto2020.pdf \(borsaitaliana.it\)](https://www.borsaitaliana.it/rapporto2020.pdf)

⁷¹ Sustainability Metrics in Executive Pay 2014, GRI Index

1.4.2- Principali indici di sostenibilità

Nella definizione delle politiche di remunerazione è senza dubbio fondamentale trovare un legame tra gli obiettivi strategici e la componente variabile, al fine di porre dei parametri in corrispondenza dei quali l'amministratore avrà diritto alla corresponsione della componente. La loro scelta consentirà anche di identificare il percorso che porterà al raggiungimento degli stessi obiettivi. È opportuno che i target abbiano determinate caratteristiche ossia: l'effettiva misurabilità dei parametri, la coerenza con i poteri degli amministratori, congrui agli obiettivi strategici, la fattibilità in considerazione delle risorse e della situazione economico-finanziaria della Società, nonché la remozza della possibilità che l'oggetto del parametro possa essere manipolato. Il rispetto di tali requisiti in merito ai parametri consente la riduzione del trade off tra azionisti e amministratori, infatti i primi potranno avere una maggiore informazione sul modo in cui l'organo amministrativo avrà intenzione di indirizzarsi strategicamente e nelle sue modalità, mentre coloro che sono chiamati a guidare l'azienda al successo sostenibile saranno adeguatamente motivati dalla possibilità di giungere alla propria remunerazione variabile secondo un percorso stimolante e allo stesso tempo fattibile. Anche nel caso delle politiche di remunerazione e ai piani di incentivazione legati alla sostenibilità è opportuno riscontrare i predetti requisiti, con un'attenzione maggiore alla questione della scelta degli obiettivi e dei parametri vista la sensibilità e l'elevato grado di novità della materia.

Nella maggior parte dei casi i parametri legati alle tematiche ESG sono individuati in base al posizionamento delle società in appositi indici compositi di sostenibilità, indici cioè che selezionano i titoli oltre che per la loro performance economica, anche per quelli che sono i risultati legati alla responsabilità sociale e ambientale delle imprese, nonché le relative performance, in generale sono redatti dalle società che gestiscono i principali mercati borsistici. Una completa disamina dei vantaggi e dei limiti di tali indici è presente al paragrafo 3.4.1. Tra di essi i più noti, nonché i più utilizzati nella parametrizzazione delle performance legate agli obiettivi di sostenibilità delle società sono la famiglia dei Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ed il CDP ranking. La famiglia degli indici DJSI prevede vari indici a seconda dell'industria e dell'area in cui opera una determinata società. A livello globale viene individuato il DJS World Index, il quale partendo da un'iniziale scrematura del *DJSI family starting universe* arriva all'*assessed universe*, che contiene tutte le società che sono analizzate dal SAM attraverso il Corporate Sustainability Assessment (CSA), per giungere dunque al DJS Global Index che contiene il dieci per cento delle imprese più sostenibili di ogni singola industria, basata sulla precedente valutazione. La metodologia con cui avviene quest'ultima prevede che venga sottoposto un questionario all'azienda, il cui contenuto richiede informazioni rilevanti in merito a tematiche quali: a) La struttura societaria ed i suoi sistemi interni. Con specifico riferimento alla Corporate

Governance, al Risk&Crisis Management, ai codici di condotta, alla Supply Chain Management, alla strategia fiscale, al sistema IT; b) La dimensione ambientale, con specifico riferimento all'efficienza economica delle operazioni, alla strategia relativa all'impatto sul clima ed alla gestione ambientale del ciclo di vita del prodotto; c) La dimensione sociale, con il focus puntato sulle pratiche lavorative, i diritti dell'uomo, lo sviluppo del capitale umano, l'attrazione e il trattenimento delle risorse ed infine le attività filantropiche messe in atto dalla società. Su ognuna delle voci richieste viene effettuata una valutazione sulla base dei GRI Standard, dalla quale si giunge alla creazione dell'indice. Tale processo si ripete in maniera annuale così da avere una lista continuamente aggiornata delle imprese che si adoperano alla creazione del valore in maniera sostenibile.

Diversa è la metodologia utilizzata dal CDP, la quale oltre ad aver introdotto un proprio indice "sostenibile" nel 2019, dall'inizio degli anni duemila ha implementato il cosiddetto CDP ranking, in base al quale ad ogni società viene fornito una votazione di carattere alfabetico⁷² in merito ad ogni

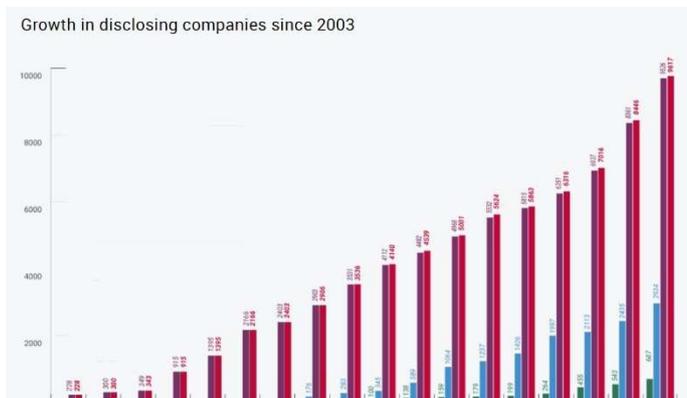


Figura 1.3- Il numero delle società che hanno compilato il questionario CDP nel corso degli anni.

singola tematica ESG. Una metodologia dettagliata e indipendente è utilizzata da CDP per valutare queste aziende, assegnando un punteggio da A a D- basato sulla completezza della divulgazione, consapevolezza e gestione dei rischi ambientali e sulla dimostrazione delle migliori pratiche associate alla leadership ambientale.. Qualora una società riceva una valutazione di "A" in uno dei tre

macroargomenti principali: Cambiamenti climatici, foreste, sicurezza dell'acqua è automaticamente inclusa nella A list. Come si può vedere nella figura affianco è notevole l'incremento delle Società che decidono di sottoporsi a tale questionario.

In merito all' Euronext CDP Environment World EW⁷³ - il quale tiene conto specificatamente della gestione aziendale in merito al cambiamento climatico- al fine di determinare la composizione dell'indice si tiene conto della valutazione effettuata in merito ai suddetti tre macroargomenti da parte della stessa CDP e di alcune organizzazioni no profit. Sono presenti ulteriori indici e ranking di sostenibilità minori, ma meno utilizzati, in quanto implementati da soggetti che non godono della stessa autorevolezza di cui sono in possesso entità quali S&P, Euronext ed CDP. Infatti, è nella finalità dell'implementazione di tali indici quella di creare valutazioni tali da fornire agli investitori

⁷² La valutazione prevede un minimo di "F" ed un massimo di "A" .

⁷³ Creato con la collaborazione di Euronext, principale mercato finanziario europeo.

un'adeguata informativa in merito alle imprese che intendono perseguire una strada sostenibile sotto il punto di vista ambientale e sociale, così da favorire gli investimenti nelle società virtuose.

Il trade off tra i due principali indici sembra essere minimo, anche se il DJSI ha dalla sua la possibilità di affacciarsi in maniera maggiore sul mercato degli investitori con una platea molto più ampia ed una valutazione comunque fatta in base a dei criteri efficaci quali quelli previsti dal GRI; altresì l'utilizzo del CDP ranking, quale parametro di misurazione delle performance legate alla sostenibilità, permette di fissare degli obiettivi di valutazione, nonché di monitorare i cambiamenti della stessa nel corso degli anni, potendosi anche ipotizzare il miglioramento della stessa nel corso degli anni.

Ai fini della parametrizzazione delle politiche di remunerazione, si richiede la presenza della società in tali indici, nonché l'incremento del rating riferito ad una singola area nel caso dei ranking. L'importanza di porre agli amministratori delle società quotate degli obiettivi legati a tali parametri sta nel fatto che, oltre ad un reale impatto socio-ambientale, si possono perseguire dei vantaggi a livello d'immagine per la società la quale dunque godrà di un'immagine migliore sia agli occhi dei propri clienti ma soprattutto nei confronti degli investitori, i quali sempre più sono alla ricerca di investimenti sostenibili soprattutto per soddisfare l'esigenze green delle nuove generazioni. Il tutto si conclude con un incremento di valore in mano all'azionista, in virtù del fatto che avrà una "piazza" di rilievo su cui poter gestire al meglio le proprie azioni, e poterne ricevere un valore maggiore rispetto al caso in cui non vi fosse compresa.

Le strategie adottabili per il raggiungimento degli obiettivi d'inclusione negli indici e per l'aumento dei propri ranking da parte degli amministratori, con particolare riferimento a quelli con poteri esecutivi ed al CEO sono molteplici. In una serie di ipotesi si possono realizzare anche dei completi stravolgimenti nel modo di condurre il business, con importanti investimenti in Ricerca e Sviluppo nonché in processi innovativi, con tutti i benefici che ne conseguono sia per la società che per la comunità.

2. ANALISI EMPIRICA DELL'EFFICACIA DELLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE

2.1 – Ipotesi

Dalla precedente analisi della disciplina e della letteratura in merito alle politiche di remunerazione è emerso come nell'ultimi venti anni vi sia stata una sostanziale evoluzione degli obblighi in capo alle società quotate relativamente al tema della remunerazione. Le due macro tematiche su cui si sono principalmente sviluppate le politiche di remunerazione sono state la trasparenza e la condivisione della politica da parte degli azionisti. La prima tematica si è cercato di svilupparla principalmente attraverso la definizione di una relazione sulla remunerazione al quanto regolamentata e standardizzata nei contenuti; mentre la seconda tematica si è ottenuta introducendo un sistema di approvazione da parte degli azionisti (cd. Say on Pay) preventiva e consuntiva da parte degli azionisti. Nel coniugare questi due ambiti, il punto di raccordo è individuabile negli obiettivi a cui legare le politiche di remunerazione. Se ad ora essi sono stati individuati essenzialmente in obiettivi di carattere finanziario, il crescente interesse globale nei confronti di tematiche legate all'ambiente ed alla sostenibilità nello sviluppo economico, comporta che le società debbano muoversi in tale direzione, avvicinando gli interessi dei propri stakeholders e principalmente dei propri shareholders⁷⁴. Permane comunque il problema che lo sviluppo di strategie sostenibili può risultare costoso nel breve termine per la società, sfavorendo la loro adozione da parte dei membri dei board delle società, a causa del timore di un decremento degli utili aziendali e dunque alla possibilità del non raggiungimento degli obiettivi finanziari a cui sono legate le remunerazioni degli stessi amministratori.

D'altra parte, una pianificazione incentrata sullo sviluppo sostenibile della società conduce nel lungo termine ad un miglioramento di quella che è la percezione da parte degli stakeholder, con un possibile miglioramento anche dei principali parametri finanziari. In conseguenza del fatto che si potrebbero sia incrementare le vendite dei propri prodotti e/o servizi in quanto percepiti come beni/servizi creati da un'impresa che sviluppa il proprio business di pari passo con l'interesse per la creazione di un reale impatto positivo sulla società⁷⁵ e dunque essere percepiti come una sorta di "best in class" del settore; sia anche attraverso un ecosistema aziendale in cui viene aumentata la produttività dei

⁷⁴ **A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor**, CSR-contingent executive compensation contracts, *Journal of Banking and Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105655>

⁷⁵ **Freeman R.E., Velamuri S.R. (2006)** A New Approach to CSR: Company Stakeholder Responsibility. In: Kakabadse A., Morsing M. nel lavoro si ritiene che l'impresa debbano realmente avere un impatto sulla società attraverso la CSR, e che le tematiche legate a quest'ultima non vengano utilizzate come mero elemento di facciata.

dipendenti, in conseguenza a condizioni lavorative ad essi più favorevoli, nonché si ha l'efficiamento nell'utilizzo delle risorse produttive attraverso il miglioramento dei processi produttivi.

Per quanto detto fino ad ora:

H1) S'ipotizza che la possibilità di introdurre obiettivi legati alla sostenibilità nelle politiche di remunerazione e nei piani di incentivazione degli amministratori possa rappresentare il nuovo punto di raccordo tra gli interessi degli azionisti e quelli degli amministratori, che andrà a colmare gli agency problems tra i già citati soggetti, non generando però alcuna tipologia di costo d'agenzia e costituendo pertanto una situazione di optimal contracting. Infatti, tale coincidenza nelle modalità in cui raggiungere i propri interessi è data dal fatto che gli shareholders otterranno un duplice vantaggio derivante dalla creazione di valore sociale ma anche da un aumento del proprio ritorno finanziario grazie allo sviluppo di strategie sostenibili da parte dell'impresa. Allo stesso tempo gli amministratori saranno stimolati nel perseguire strategie legate alla responsabilità sociale d'impresa, in quanto il loro interesse economico e reputazionale dato dal raggiungimento degli obiettivi si realizzerà attraverso il raggiungimento degli stessi obiettivi legati alle CSR. Di conseguenza, si avranno percentuali di approvazione delle politiche di remunerazione da parte degli azionisti più elevate, ed un presumibile effetto sul prezzo azionario della società quotata in quanto ci si aspetterà che la stessa goda di un ottimo sistema di corporate governance con quanto ne consegue in termini di gestione aziendale.

H2) S'ipotizza una maggiore diffusione dell'adozione da parte delle società quotate di obiettivi legati alla CSR attraverso l'imposizione normativa. Infatti, come già visto in precedenza in assenza di particolari provvedimenti legislativi i board si sono mossi difficilmente verso una direzione di cambiamento. *A contrariis* nei casi in cui si è adottato un particolare regime normativo la situazione si è evoluta, come nel caso delle società quotate operanti nel settore finanziario, nelle quali si è avuto un apporto importante in termini di vincoli da parte sia del legislatore comunitario che nazionale. Dunque, s'ipotizza che l'utilizzo degli strumenti normativi, possa costituire una milestone importante nell'evoluzione delle politiche di remunerazione.

H3) S'ipotizza che un adeguato bilanciamento tra obiettivi a breve termine e a medio-lungo termine sia la chiave per stimolare gli amministratori nelle condizioni di agire concretamente verso uno sviluppo sostenibile della Società. Specificatamente nel breve periodo dovrebbero essere posti obiettivi legati ad alcune tematiche CSR sulle quali si può intervenire celermente, come il miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti nonché le forme di tutela nei loro confronti. Altresì per un concreto raggiungimento dei risultati su delle tematiche come quelle ambientali s'ipotizza essere più performante un sistema d'incentivazione nel medio-lungo termine, sia per la non

immediatezza degli interventi che si possono mettere in essere - in quanto la necessaria riconversione dei processi produttivi della società necessita di tempo e d'investimenti - sia per la non immediatezza dei risultati che si possono ottenere e misurare.

H4) In accordo con le ipotesi assunte in H3) relativamente alle tempistiche di attuazione dei cambiamenti legati alle tematiche CSR, s'ipotizza che l'adozione di parametri quantitativi⁷⁶ nella misurazione del raggiungimento degli obiettivi CSR a cui sono legate le politiche di remunerazione possa produrre effetti concreti nelle tematiche della sostenibilità ambientale nel lungo periodo. Allo stesso tempo, la misurazione delle performance attraverso parametri di benchmark qualitativi, quali possono essere le valutazioni effettuate da enti terzi indipendenti, si adattano maggiormente al breve termine. Così che gli amministratori, attraverso quest'ultime, possano comunque vedere premiato il proprio impegno nel minor lasso temporale, nel quale è difficile ottenere risultati oggettivizzabili da un punto di vista prettamente numerico. Dunque, attraverso le disclosure richieste dai principali enti indipendenti si può comprendere il reale impegno nelle tematiche CSR della Società e in primis degli amministratori, a cui è affidato il compito di definire l'alta strategia aziendale

H5) S'ipotizza che all'introduzione di obiettivi sostenibili nelle politiche di remunerazione, possa conseguire un miglioramento delle performance economico-finanziarie aziendali⁷⁷, in conseguenza al fatto che si avrà un miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti, i quali aumenteranno la propria produttività, ma anche una miglior valutazione del merito creditizio da parte degli istituti di credito.

2.2 –Analisi empirica

L'analisi parte dalla scelta di un campione di quattro società quotate nei mercati regolamentati italiani, e quindi sottoposte alla disciplina normativa italiana. Le Società scelte sono: Pirelli & C. S.p.A. , Brembo S.p.A., Eni S.p.A. e Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.⁷⁸ . La scelta di tali elementi è dovuta al fatto che le prime tre Società operano in business tradizionalmente considerati altamente inquinanti, e nell'ottica di uno sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale ed economiche sono chiamate a compiere uno sforzo maggiore rispetto ad imprese operanti in altri settori. Alcune delle sopradette Società già da diversi anni hanno adottato Politiche di remunerazione e piani di incentivazione legati ad obiettivi cd. Sostenibilità. Le varie Società presentano anche assetti

⁷⁶ Quale può essere il livello di emissioni di CO₂

⁷⁷ King, A. , Lenox, M. , 2002. Exploring the locus of profitable pollution reduction. Manage. Sci. 48 (2), 289–299 .

⁷⁸ Di seguito dette anche : Pirelli, Brembo, Eni e Mediobanca.

proprietari differenti. Altresì la scelta di Mediobanca è dovuta alla possibilità di compiere l'analisi su di un soggetto appartenente ad un settore, quale quello degli intermediari finanziari, in cui le politiche di remunerazione sono state fortemente regolamentate nell'ultimo decennio, così da valutare eventuali impatti di una regolamentazione forte sull'implementazione delle politiche di remunerazione.

Delle sopradette Società si è compiuta un'analisi con riferimento alle politiche di remunerazione adottate nell'ultimo lustro o nella misura degli ultimi due piani di incentivazione di lungo termine adottati e approvati dalle Società. Dapprima è stata svolta una breve introduzione nel contesto societario così da poter avere un'immagine chiara e definita dell'area di business della Società e di quella che è la strategia aziendale. Dunque sono state analizzate con maggiore dettaglio: la composizione della compagine societaria, la composizione dell'organo amministrativo, la mission, la vision, ed il piano industriale. Successivamente il focus dell'analisi si è spostato sul processo che ha portato alla determinazione della politica di remunerazione, andando a cogliere dalla Relazione sulla Remunerazione la percentuale di approvazione delle politiche di remunerazione e le misure adottate in conseguenza di quest'ultima. Sempre in tale fase preliminare, ci si è concentrati sulla composizione del Comitato per le nomine e la remunerazione, verificandone competenze ed esperienze dei membri. Nello step successivo è stata compiuta una disamina della Relazione sulla Remunerazione, identificandone l'utilizzo del modello standard previsto dalla CONSOB nel Regolamento Emittenti ed eventuali variazioni allo stesso. In merito ai contenuti del modello la prima disamina è stata quella relativa al Peer group, in particolar modo evidenziando le caratteristiche delle Società che sono state scelte e le analogie e le differenze nelle politiche di remunerazione rispetto alla realtà societaria in esame. Quindi sono state verificate le percentuali di approvazione assembleare della precedente politica di remunerazione della Società in esame e le eventuali iniziative intraprese in conseguenza a quest'ultime.

Compiuta questa prima parte dell'analisi sottesa alla raccolta di evidenze in merito alle procedure e agli strumenti volti alla trasparenza e sui processi di implementazione delle politiche di remunerazione e dei piani di incentivazione, la successiva sezione ha affrontato aspetti di carattere tecnico relativi alla politica di remunerazione. Infatti, l'analisi si è focalizzata sulla struttura della politica di remunerazione e del piano di incentivazione adottato dalla società, andando a cogliere il bilanciamento tra componente fissa e componente variabile⁷⁹, la presenza di eventuali emolumenti corrisposti attraverso gli strumenti finanziari e la loro quantificazione rispetto ai compensi corrisposti monetariamente. La disamina è proseguita verificando la presenza di un piano di incentivazione di

⁷⁹ STI

lungo termine⁸⁰ e la sua eventuale struttura. Ultimo aspetto relativo alla struttura che è stato oggetto di esame è quello relativo alla presenza dei cd. *Golden Parachute* nonché di clausole speciali, quali ad esempio i meccanismi di malus e le clausole di claw back.

La terza sezione dell'analisi si concentra sul tema fondamentale del lavoro, ovvero i criteri di misurazione della performance degli amministratori ai fini della corresponsione della componente variabile della remunerazione, andando a verificare i parametri attraverso cui viene misurato l'operato degli amministratori ed i relativi target che gli stessi devono conseguire al fine di maturare il diritto alla liquidazione della componente variabile. Di quest'ultimi è stato inoltre valutato il grado di coerenza ed adeguatezza con la strategia aziendale e la sua mission. Un ulteriore focus è stato svolto sulla presenza di criteri di misurazione delle performance degli amministratori legati alla sostenibilità, e nell'eventualità della loro presenza andando a constatare i parametri di misurazione adottati.

La successiva sezione dell'analisi si è sviluppata con la definizione del quadro delle performance economico-finanziarie societarie nel periodo corrispondente alle politiche di remunerazione precedentemente prese a riferimento, utilizzando vari parametri quali a titolo esemplificativo⁸¹: il prezzo di mercato, il Beta, i Net Cash Flow, l'EBIT, l'EPS⁸², il TSR⁸³, l'EVA⁸⁴ e le sue componenti, la Net Financial Position (NFP). Andando dunque a verificare eventuali possibili impatti su tali valori conseguenti la mutazione delle politiche di remunerazione. Inoltre, un ulteriore focus è stato destinato alle performance legate alla sostenibilità desumibili dalle dichiarazioni non finanziarie ma soprattutto dall'andamento delle Società oggetto di analisi nei principali indici di sostenibilità quali quelli della Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ed il CDP ranking.

Qualora possibile è stato effettuato un confronto con le politiche di remunerazione adottate successivamente all'emissione del Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, verificando la presenza di eventuali adattamenti delle precedenti politiche di remunerazione conseguenti alla pubblicazione della sopradetta fonte.

L'analisi è stata svolta individualmente per ogni singolo elemento del campione di analisi, per poi confrontare i risultati ottenuti nel campione al paragrafo 2.3, mediante anche l'utilizzo di una specifica tabella riepilogativa.

⁸⁰ LTI

⁸¹ I parametri utilizzati non sono comuni a tutte le analisi, in virtù della disponibilità dei dati nonché per un mero giudizio in base alla capacità di un singolo ratio di rappresentare al meglio la performance della società oggetto di esame.

⁸² Earnings per share (EPS) = Total Earnings/ Number of share

⁸³ Total shareholder return (TSR) = $\frac{(P_t - P_0) + \sum_{D=1}^t D}{P_0}$

⁸⁴ Earnings Value added = CI x (ROCE - WACC)

2.2.1- Pirelli & C. S.p.A.

Fondata nel 1872, la Pirelli è un'azienda italiana, tra i principali produttori mondiali di pneumatici e di servizi a questi collegati. Detiene un brand riconosciuto in tutto il mondo per le sue tecnologie all'avanguardia e la sua capacità di innovazione e la qualità dei suoi prodotti. Ha stabilimenti produttivi in dodici Paesi, ed opera commercialmente in 160 Paesi con circa 31.600 dipendenti. La sua compagine sociale risulta essere variegata con una quota di circa il 46% delle azioni riconducibili alla China National Chemical Corporation, una quota di circa il trenta per cento in mano agli investitori istituzionali ed un decimo delle azioni in mano alla CamFin S.p.A., (vedi Figura 1). È l'unico produttore mondiale di pneumatici e di servizi a questi collegati interamente dedicato al mercato Consumer, che comprende pneumatici per auto, moto e biciclette, di tale mercato si focalizza sul segmento High Value⁸⁵, e risulta essere leader mondiale del settore Prestige. Nel 2019 ha generato €5,3 miliardi di ricavi, di cui il 67% provenienti proprio dalla vendita di pneumatici high value. Il 6,1% dei ricavi provenienti da quest'ultimo mercato è stato investito in Ricerca e Sviluppo, un tasso fra i più alti tra le aziende produttrici di pneumatici a livello globale, a testimonianza di una forte propensione all'innovazione. La vision dell'azienda è la seguente “ *We believe in moving everyone forward through technological and social progress*”, delineando dunque una forte propensione della società verso una transizione tecnologica della società ed al progresso sociale, confermata anche attraverso il purpose⁸⁶ di spingere l'innovazione verso comportamenti sostenibili ed accorti. Il tema dell'innovazione rimane implicitamente centrale anche nella mission⁸⁷, che si prefigge di “consegnare” pneumatici high value e mobility service così da spingere sempre più lontani i limiti dei clienti. In generale si denota una forte spinta innovatrice nelle intenzioni della società,

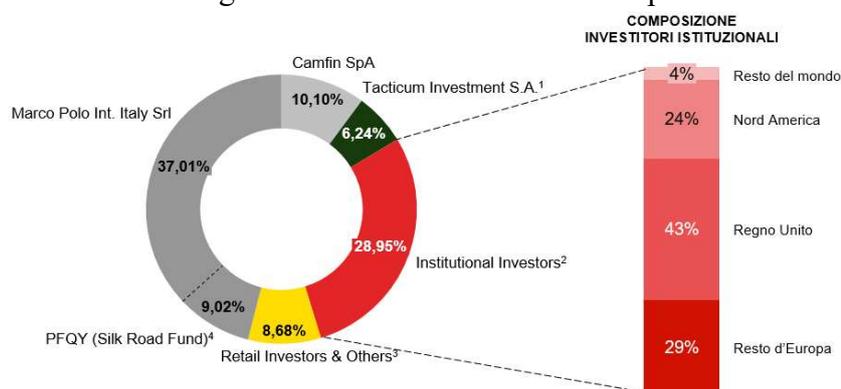


Figura 2.1 – Struttura azionariato Pirelli & C. S.p.A. (NASDAQ - Libro Soci)

fondamentale in un settore come quello dell'automotive, allo stesso tempo tale impulso è legato alla volontà di essere parte attiva nel progresso sociale.

I predetti valori ed intenzioni sono stati tradotti nel nuovo Piano Industriale 2020-2022, nel quale

⁸⁵ Pneumatici per automobile maggiori o uguali a 18 pollici

⁸⁶ “Constantly pushing innovation in a cultures sustainable and considerate manner “

⁸⁷ “We deliver high value tyres and mobility services so you can safely further your limits”

Pirelli in continuità con il precedente Piano Industriale 2018-2020, conferma la centralità dell'High Value, con un consolidamento della leadership anche attraverso un ulteriore rafforzamento delle barriere competitive, l'utilizzo delle tecnologie digitali anche in ottica predittiva rispetto alla tipologia e alla localizzazione della domanda, lo sviluppo di prodotti e processi sempre più sostenibili. Il tutto da realizzarsi attraverso tre principali programmi: la competitività dei costi, lo sviluppo commerciale, rivolto sia al Primo Equipaggiamento sia al canale Ricambi, e l'innovazione tecnologica, che prevede l'introduzione di nuovi processi e nuovi prodotti. In particolare, quest'ultimo programma prevede l'introduzione di prodotti conformi agli standard "green" previsti nei vari mercati ed un'impronta sempre più sostenibile nei processi. Si prevede che tali programmi dovranno portare ad un incremento dei ricavi fino a €5,8 miliardi. Da sottolineare come sia presente una strategia di sviluppo sostenibile High Value a lungo termine, che prevede tre date come milestone: 2022, 2025 e 2030. Tale strategia si allinea alla materialità degli impatti socio-ambientali dell'azienda e a supporto di undici obiettivi di sviluppo sostenibile 2030 delle Nazioni Unite. La loro definizione poggia sulla mitigazione dei rischi e presa di opportunità derivanti dagli scenari al 2025-2030, tra cui break-through tecnologico e digitale, economia circolare, crescita della popolazione, scarsità di risorse naturali e cybersecurity. In maniera operativa ciò prevede a titolo esemplificativo l'aumento dell'utilizzo di materie prime rinnovabili e materiali riciclati nella produzione dei propri prodotti, il raggiungimento della carbon neutrality, il miglioramento delle performance ambientali dei propri prodotti⁸⁸, una gestione più innovativa delle risorse umane tale da ridurre il rischio di incidenti sul lavoro e l'introduzione di modalità di lavoro smart, nuove soluzioni di marketing recruitment, l'indirizzamento della catena di fornitura verso partner resilienti alle tematiche ESG, ed infine l'attuazione di un programma tale da aumentare la sicurezza informatica delle attività operative del gruppo.

La società adotta un sistema di amministrazione e controllo tradizionale, con la presenza di un Consiglio di Amministrazione, nominato nel 2020, composto da 15 membri⁸⁹ (di cui solo tre in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal TUF⁹⁰, numero non in linea con quanto previsto dal Codice di Autodisciplina), è presieduto da Ning Gaoning nominato Presidente della China

⁸⁸ Riduzione della rumorosità, tasso di abrasione del battistrada, riduzione della resistenza al rotolamento ed aumento della tenuta sul bagnato.

⁸⁹ Ning Gaoning, Marco Tronchetti Provera, Yang Xingqiang, Bai Xinping, Giorgio Luca Bruno, Laura Cioli, Domenico De Sole, Ze'ev Goldberg, Tao Haisu, Giovanni Lo Storto, Marisa Pappalardo, Cristina Scocchia, Giovanni Tronchetti Provera, Fan Xiaohua, Wei Yintao. (i) 9 amministratori designati da China National Tire & Rubber Corporation Ltd., ivi incluso il Presidente di Pirelli e il dott. Marco Tronchetti Provera, in qualità di Vice Presidente e Amministratore Delegato del Consiglio di Amministrazione di Pirelli; 3 amministratori designati da Marco Tronchetti Provera & C. S.p.A. nella lista presentata da China National Tire & Rubber Corporation Ltd, uno dei quali indipendente e l'altro candidato non indipendente, e 3 amministratori indipendenti di minoranza.

⁹⁰ Art.148, comma 3, del TUF (art. 144-decies, del Regolamento Emittenti)

National Chemical Corporation Limited (ChemChina) nel 2018, al quale non è attribuito alcun incarico esecutivo; CEO della Società dal 1992 è Marco Tronchetti Provera, lo stesso dal 2015 assume anche il ruolo di Vice- Presidente Esecutivo. Nell'attività di CEO è coadiuvato da Angelos Papadimitriou dal 2020, il quale assume anche il ruolo di Direttore Generale.

All'interno del C.d.A., sono presenti diversi comitati⁹¹ tra cui il Comitato per la Remunerazione composto da cinque membri, tutti non esecutivi, di cui quattro che rispettano i requisiti d'indipendenza previsti dal TUF e due valutati in possesso di adeguate competenze ed esperienza nella materia ed è presieduto da Haitao, non in possesso dei requisiti di indipendenza. Il Comitato ha funzioni istruttorie, propositive e consultive di supervisione per garantire la definizione e applicazione all'interno del Gruppo delle politiche di remunerazione volte, da un lato, al perseguimento del successo sostenibile della Società/Gruppo ad allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti e, dall'altro lato, a trattenere e motivare le risorse in possesso delle competenze e qualità professionali richieste dal ruolo ricoperto nella Società.⁹² All'interno del CdA è presente il Comitato

⁹¹ Comitato Controllo e Rischi, Comitato Remunerazioni, Comitato Nomine, Comitato Strategie, Comitato Operazioni Parti Correlate.

⁹² Dal sito internet della Società : *“In particolare, il Comitato per la Remunerazione: assiste il Consiglio di Amministrazione nell'elaborazione della Politica in materia di Remunerazione di Gruppo; valuta periodicamente l'adeguatezza e la coerenza complessiva della Politica in materia di Remunerazione degli amministratori della Società e in particolare degli amministratori investiti di particolari cariche, dei Direttori Generali e dei dirigenti con responsabilità strategica (“DRS”); con riferimento agli amministratori esecutivi e agli altri amministratori investiti di particolari e ai Direttori Generali cariche formula proposte o esprime pareri al Consiglio: per la loro remunerazione, in conformità con la Politica in materia di Remunerazione; per la fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tali remunerazioni; per la definizione di eventuali accordi di non concorrenza; per la definizione di eventuali accordi per la cessazione del rapporto anche sulla base dei principi stabiliti nella Politica in materia di Remunerazione; monitora la concreta applicazione della Politica in materia di Remunerazione e verifica l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance; verifica la conformità della remunerazione degli amministratori esecutivi, degli altri amministratori investiti di particolari cariche, dei direttori generali e dei dirigenti aventi responsabilità strategica con la Politica in materia di Remunerazione ed esprime parere sulle stesse, ove previsto dalla relativa procedura adottata in ambito aziendale, anche ai sensi della procedura per le Operazioni con Parti Correlate; assiste il Consiglio di Amministrazione nell'esame delle proposte all'Assemblea sull'adozione di piani di compensi basati su strumenti finanziari;*

monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio di Amministrazione verificando in particolare l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance stabiliti; esamina e sottopone al Consiglio di Amministrazione la Relazione sulla Remunerazione la quale, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, per i Direttori Generali e in forma aggregata per i dirigenti con responsabilità strategiche; fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione; illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla Società e da sue società controllate. esprime, in ogni caso, pareri al Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, qualora le competenze in materia di Operazioni con Parti Correlate, per le questioni concernenti la remunerazione degli amministratori esecutivi, ivi inclusi gli Amministratori investiti di particolari cariche, dei Direttori Generali e dei dirigenti aventi responsabilità strategica, non siano attribuite al Comitato stesso; valuta la sussistenza delle circostanze eccezionali che consentono deroghe alla Politica in materia di Remunerazione. Nei casi previsti dalla procedura in materia di operazioni con parti correlate adottata dalla Società (“Procedura OPC”), al Comitato per la Remunerazione possono essere attribuite le competenze del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate previsto dalla normativa regolamentare Consob e dalla Procedura OPC per le questioni concernenti (i) la remunerazione degli amministratori esecutivi, di quelli investiti di particolari cariche, dei Direttori Generali e dei dirigenti aventi responsabilità strategica e (ii) l'approvazione delle deroghe alla Politica in materia di Remunerazione, valutate sussistenti le circostanze eccezionali che le consentano.

Controllo, Rischi e Sostenibilità (CCRS), come previsto dal Codice di Autodisciplina ed è presieduto da un membro del Comitato Remunerazione.

La Società, in linea con la normativa vigente prevede un voto preventivo vincolante sulle politiche di remunerazione e relativamente ai piani di incentivazione ed un voto consultivo in merito ai compensi corrisposti nell'esercizio precedente. Nel dettaglio, le inerenti percentuali si sono dimostrate essere elevate nella relativa Assemblea degli azionisti⁹³, soprattutto nel voto preventivo relativo al Piano di incentivazione per il triennio 2020-2022, in cui il 93% delle azioni

Delibera	Approvazione della Relazione sulla remunerazione (I sezione)	Voto consultivo sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente. (II Sezione Relazione sulla Remunerazione)	Voto relativo al Piano di incentivazione monetario triennale per il management del Gruppo Pirelli.
% approvazione 2018	81,37% (~28% tra gli investitori istituzionali)	n/a	95,85% (~85% ca. tra gli investitori istituzionali)
% approvazione 2020	87,74% (~63% tra gli investitori istituzionali)	89,7% (~68% ca. tra gli investitori istituzionali)	93,15% (~80% tra gli investitori istituzionali)

Tabella 1- Fig.2 – Percentuali di approvazione delibere Assemblea dei Soci Pirelli &C. S.p.A. del 15/05/2018 e del 18/06/2020

ordinarie rappresentate in Assemblea ha espresso parere favorevole. Leggermente inferiori sono risultati essere le percentuali di approvazione sui compensi corrisposti nel 2019 il quale ha raggiunto la percentuale dell'89% delle azioni presenti in Assemblea, rimanendo comunque "in vantaggio" di circa due punti percentuali sulla percentuale del voto preventivo e vincolante in merito alla Politica di Remunerazione 2020. Emerge una divergenza minima nel consenso degli azionisti, con un prevalente disaccordo degli stessi nella politica di remunerazione 2020. Tale disallineamento è attribuibile al voto degli investitori istituzionali, la cui percentuale di approvazione si alza

⁹³ Assemblea dei Soci del 18 giugno 2020, presente l'81% delle azioni rappresentanti il capitale sociale. OdG : "--3. Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti: • approvazione della politica di remunerazione 2020; • voto consultivo sui compensi corrisposti nell'esercizio 2019. 4. Piano di incentivazione monetario triennale (2020/2022) per il management del Gruppo Pirelli. Deliberazioni inerenti e conseguenti..."

notevolmente nel piano di incentivazione a lungo termine. Le percentuali di approvazione assembleare da parte degli investitori istituzionali sono in linea con la media delle società quotate italiane in merito al voto preventivo sulla Politica di Remunerazione e leggermente superiori alla media sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente⁹⁴.

Volendo attuare un confronto (vedi Fig.2) con le percentuali di approvazione del precedente LTI nell'Assemblea dei Soci⁹⁵ e la concomitante approvazione preventiva della politica di remunerazione, emerge come la percentuale di approvazione preventiva della politica di remunerazione vi sia stato un sostanziale incremento nel 2020, mentre la percentuale relativa al voto sul LTI ha visto una leggera flessione. Sono assenti i dati concernenti il voto consultivo sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente. In relazione alla percentuale di approvazione degli investitori istituzionali, si nota un aumento notevole nel 2020 del consenso in merito all'approvazione preventiva della politica di remunerazione, mentre vi è un calo della percentuale di approvazione del piano di incentivazione di lungo termine.

La Relazione sulla Remunerazione nella sua struttura e nei suoi contenuti ricalca quanto previsto dallo Schema 7-bis presente nell'Allegato 3 del Regolamento Emittenti. Nella Relazione sulla Remunerazione non si fa esplicita menzione delle azioni che sono state intraprese in relazione alle percentuali di approvazione della stessa Relazione nell'anno precedente. È da sottolineare come sia stato sostituito il LTI previsto per il triennio 2018-2020, in seguito al cambiamento del piano strategico per il medesimo arco temporale e all'introduzione di un obiettivo per la corresponsione

⁹⁴ “[...]Con riguardo al voto espresso sulle politiche di remunerazione, la stagione assembleare 2020 segna un aumento del consenso da parte degli *investitori istituzionali*, che hanno votato a favore con una percentuale pari al 63,1% dei loro voti, in aumento rispetto al 2019, quando il dato si attestava al 54,5% (Tab. 3.4 - Tab. 3.6). In media, le politiche di remunerazione sono state approvate con voto favorevole da due terzi del capitale sociale (detenuto rispettivamente dal 15,6% degli investitori istituzionali e dal 50,4% dagli altri investitori) e da circa il 90% del capitale sociale rappresentato in assemblea (composto per il 22,3% dagli investitori istituzionali e per il 66,9% dagli altri investitori). La somma dei voti contrari e delle astensioni, classificata nel presente Rapporto come dissenso, ha raggiunto circa l'8% del capitale sociale ed è stato espresso in modo più rilevante dagli investitori istituzionali. In un caso, la politica di remunerazione non è stata approvata dall'assemblea.; [...]Ai sensi della nuova normativa sui diritti degli azionisti, dalla stagione assembleare del 2020 è previsto anche un voto consultivo sulla sezione della relazione sulla remunerazione che illustra i compensi corrisposti per l'esercizio precedente (cosiddetto remuneration report). Al proposito, i voti a favore sono stati il 66,4% del capitale sociale e il 90% dei voti rappresentati in assemblea. Gli investitori istituzionali hanno mostrato consenso sui compensi corrisposti dalla società nel 66,3% dei casi; le manifestazioni di dissenso, pari al 34,8% dei voti rappresentati dagli stessi, si sono concentrate, in particolare, negli emittenti con la capitalizzazione più bassa e nei settori finanziario e industriale (Tab. 3.7 - Tab. 3.9). Nel complesso, per 52 società quotate su 100 il dissenso è stato più alto con riferimento alla politica di remunerazione rispetto al report sui ASSEMBLEE 61 compensi corrisposti, con differenze pari, in media, al 4,9% dell'assemblea e al 16,4% dei voti degli investitori istituzionali. Per 32 società il dissenso sui compensi è stato, invece, più alto rispetto a quello sulla politica di remunerazione. Infine, in 16 casi i risultati nelle due votazioni sono stati coincidenti (Tab. 3.10). **Rapporto sulla Corporate Governance, CONSOB**

⁹⁵ Assemblea dei Soci del 15 Maggio 2018, presente l'82,18% delle azioni rappresentanti il capitale sociale. OdG : “.4.Politica in materia di remunerazione: consultazione;Piano di incentivazione monetario triennale (2018/2020) per il management del Gruppo Pirelli. Deliberazioni inerenti e conseguenti;”

dell'LTI legato al TSR⁹⁶, quanto detto potrebbe essere la causa del disallineamento tra le percentuali di approvazione dell'LTI, rispetto all'approvazione della Politica di remunerazione 2020 e ai compensi corrisposti nell'esercizio precedente. Ulteriore modifica rispetto all'esercizio precedente è relativa alla revisione del meccanismo di STI (MBO).

Nell'esercizio 2020, in seguito all'emergenza COVID è stata ridotta la remunerazione del top management e completamente cancellato il piano STI.

2.2.1.1 – Peer Group

La scelta del peer group in Pirelli è stata effettuata con l'ausilio di Willis Towers Watson, Società di Consulenza esperta nel settore, in linea con i panel utilizzati negli esercizi precedenti. Il Campione scelto per analizzare la competitività e per l'eventuale revisione della remunerazione del Vice Presidente Esecutivo e Amministratore Delegato di Pirelli & C è composto da sedici Società: Burberry Group, Electrolux, Peugeot, Richemont, BMW, FCA, Philips, Rolls-Royce, Continental, Hermes Intl. , Reckitt Benckiser Group, VolksWagen, Daimler, Michelin, Renault e Volvo. Le Società al tempo avevano tutte la loro sede nell'Unione Europea ed hanno un mercato di riferimento globale. Con la presenza di gruppi automobilistici proprietari di alcuni dei più celebri marchi⁹⁷ a livello globale, Il principale settore di riferimento è quello dell'automotive, mercato di appartenenza della stessa Pirelli, ad esso si affianca il settore dell'alta moda, che normalmente ha un insieme di clienti simile a coloro che acquistano pneumatici high value. Il campione si estende ai principali competitor presenti in Europa quali Michelin e Continental ai quali si aggiungono due società del settore industriale di massa quali Electrolux e Reckitt Benckiser Group. Si delinea un gruppo che rappresenta le direttrici della Strategic Business Unit della Società: produzione industriale, automotive ed il settore del lusso. I vari componenti di questo panel presentano Politiche di remunerazione e piani di incentivazione simili a quelli di Pirelli, e molte di esse negli ultimi anni hanno introdotto obiettivi legati alla sostenibilità nei loro piani di incentivazione di lungo termine. Tale Peer è utilizzato solo ai fini della costruzione di un benchmark esterno nella generale predisposizione della Politica di Remunerazione e dei Piani di incentivazione.

⁹⁶.. Si segnala che il Consiglio di Amministrazione del 19 febbraio 2020 ha approvato la chiusura anticipata del piano LTI 2018-2020 nel quale erano presenti due obiettivi legati all'andamento del titolo e contestualmente ha approvato l'adozione di un nuovo piano LTI, correlato agli obiettivi contenuti nel Piano Strategico 2020-2022, che sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti nella parte in cui prevede ..”

che l'incentivo sia determinato anch'esso sulla base di un obiettivo di total shareholder return relativo, calcolato come performance del titolo Pirelli verso un panel di selezionati peers del settore Tyre.

⁹⁷ Mercedes-Benz (Deimler), Ferrari (FCA), Audi (WolsWagen), BMW.

Infatti, nella determinazione degli obiettivi pluriennali ai fini della maturazione del LTI vi è compreso il TSR relativo verso un Peer Group⁹⁸ differente e composto dai principali competitor europei del settore, nel quale si calcola la performance di Pirelli in tale indice parametrandola a quella delle altre Società nel Peer. Dunque, esistono due differenti campioni, il primo più ampio ed eterogeneo nella sua composizione che permette di comprendere le performance economiche e finanziarie di Pirelli rispetto a quelle della sua SBU, altresì al fine di confrontare un indicatore finanziario quale il TSR viene utilizzato un Peer di competitor stretti.

Tale scelta è inquadrabile nell'ottica che il mercato degli pneumatici, ha delle variabili proprie, quale a titolo esemplificativo il prezzo del greggio, che possono incidere nelle performance finanziarie della società.

2.2.1.2 – Politica di remunerazione

La politica di remunerazione in Pirelli per l'esercizio 2020, come riportato nella Relazione sulla Remunerazione 2020 *“definisce principi e linee guida ai quali il Consiglio di Amministrazione si attiene per la definizione della remunerazione degli amministratori di Pirelli & C. S.p.A. (“Pirelli & C.”), in particolare degli Amministratori investiti di particolari cariche, dei Direttori Generali e dei DRS; Pirelli & C. vi fa riferimento per la definizione della remunerazione dei Senior Manager e, più in generale, degli Executive del Gruppo.”*

La Politica, ispirandosi al principio del “Pay for performance”, ha lo scopo di attrarre, motivare e trattenere le risorse con particolari doti professionali che risultano essenziali nel perseguimento degli obiettivi aziendali. L'utilizzo delle componenti variabili pluriennali permette di incentivare il raggiungimento della strategia e della crescita sostenibile dell'azienda, allineando l'interesse economico dell'amministratore con quello degli azionisti. In merito alla politica di prima nomina è previsto che per il Presidente si definisca una remunerazione in linea con la mediana del mercato “Non- Executive Directors in Italy” di Korn Ferry dell'anno in cui avviene tale prima nomina.

La politica di remunerazione prevede quattro elementi: la remunerazione fissa, la remunerazione variabile annuale STI (MBO), la remunerazione variabile di medio-lungo termine (LTI) ed altri istituti. Il loro equilibrio prevede che la Remunerazione fissa non sia superiore ad 1/3 dell'Annual Total Direct Compensation a target. Nell'entry level la componente fissa rappresenterà il 42,2% del totale della remunerazione, mentre nel caso del massimo livello nel raggiungimento dei target tale componente si minimizzerà fino al 17,2%. In ogni caso il pay-mix vedrà come componente più ampia

⁹⁸ (TIER1: Continental, Michelin, Nokian, Goodyear e Bridgestone)

della remunerazione il compenso relativo al piano di incentivazione a medio-lungo termine. Tale composizione risulta essere in linea con quella adottata negli esercizi precedenti.



Figura 2.3 - Pay-Mix Vice Presidente Esecutivo e CEO (Sito web Pirelli)

Nel dettaglio la remunerazione fissa ha la finalità di valorizzare le competenze professionali e l’esperienza manageriale del destinatario, e viene definita in relazione alle caratteristiche, alle responsabilità e al ruolo assegnato. In coerenza con tali indicazioni l’importo maggiore della remunerazione fissa è previsto per il Vicepresidente Esecutivo nonché Amministratore Delegato Marco Tronchetti Provera, e per il Direttore Generale, ed inoltre risulta essere l’unico compenso previsto per il Presidente della Società. Infatti, la remunerazione variabile annuale (STI/MBO), il LTI ed altri istituti non sono previsti per quest’ultimo. Nella componente fissa è da ricomprendersi anche il compenso per eventuali particolari cariche e per la partecipazione ai comitati endo consiliari.

SCHEMA STI (MBO) - VICE PRESIDENTE ESECUTIVO E AD	PESO OBIETTIVO A TARGET
Net Cash Flow di Gruppo (ante dividendi)	Condizione ON/OFF
EBIT Adjusted di Gruppo	40%
Net Cash Flow di Gruppo (ante dividendi)	30%
Risultato Netto di Gruppo	20%
Obiettivo di sostenibilità - valore delle «green performance revenues» sul totale gamma	10%

Figura 2.4 - STI (MBO) peso obiettivi a target 2020

Il secondo elemento di cui è composta la remunerazione è la componente variabile annuale STI (MBO), la cui finalità è di motivare il Management al conseguimento degli obiettivi annuali

della Società, così da permettere un netto allineamento alla strategia aziendale, nonché alla sostenibilità nel medio lungo periodo della Società anche tramite un meccanismo di parziale differimento. Il suo funzionamento prevede che la corresponsione sia legata al conseguimento di obiettivi di performance assegnati a ciascun beneficiario in coerenza

SCHEMA MBO - VICE PRESIDENTE ESECUTIVO E AD	PESO OBIETTIVO A TARGET
PFN di Gruppo (no impact IFRS 16)	Soglia di Accesso
EBIT Adjusted di Gruppo	30%
PFN di Gruppo (no impact IFRS 16)	40%
EBT di Gruppo (no impact IFRS 16)	20%
Obiettivo di sostenibilità - valore delle «green performance revenues» sul totale gamma	10%

Figura 2.5- STI(MBO) peso obiettivi a target 2018.

con il ruolo ricoperto, quindi per gli amministratori gli obiettivi utilizzati sono: Adjusted EBIT, Net Cash Flow, Risultato netto di gruppo ed un obiettivo di sostenibilità, ognuno di essi presenta un peso differente (vedi Fig.5) al target, con il maggior peso assegnato all’EBIT. L’obiettivo legato alla

sostenibilità ha un peso pari al 10%, e prevede un target di vendite di una linea “green”. Per ogni obiettivo è prevista una cd. “soglia di accesso” cui è associato il riconoscimento di un pro-quota di incentivo pari al 75% del pro-quota conseguibile a target; è altresì previsto un tetto massimo (*cap*) all’importo dell’incentivo conseguibile.

La condizione on/off della politica che determina la condizione di accesso al piano, riferita al Net Cash Flow di Gruppo, è fissata al valore reso noto al mercato attraverso il Piano Industriale ⁹⁹, tale condizione può essere vista come obiettivo primario per gli amministratori. Come si può vedere nella Fig.5, tale condizione di accesso si è modificata dal STI(MBO) 2018, nella quale si poneva

CURVA PERFORMANCE/PAYOUT

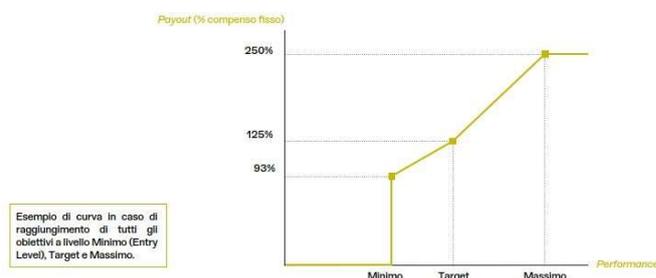


Figura 2.6 - Curva Performance/Payout

l’obiettivo del miglioramento della situazione finanziaria della Società; invariato rimane l’obiettivo di sostenibilità ed il relativo peso.

La valutazione del raggiungimento dei risultati viene effettuata dal Comitato per la Remunerazione, al cui esame segue la consuntivazione

dell’incentivo tra “soglia di accesso” e target e tra target e massimo, che viene effettuata per interpolazione lineare. Quindi, in funzione del livello di performance conseguito il Vice Presidente Esecutivo ha diritto ad un incentivo del 125% del compenso fisso in caso di performance a target, al 93,75% del compenso fisso in caso di performance “ a soglia di accesso” e al cap del 250% del compenso fisso nel caso in cui si consegua una performance massima. Una volta che la condizione di accesso viene raggiunta, tutti gli obiettivi operano in modo indipendente, secondo la curva così riportata nella Relazione (Figura 5), e concorre al payout complessivo sulla base del peso indicato nella soprariportata scheda. Quindi volendo fare un esempio numerico, qualora la media ponderata de raggiungimento degli obiettivi si ponga sul livello minimo, il Vice-Presidente e Amministratore Delegato Marco Tronchetti Provera avrà diritto alla corresponsione di un STI (MBO) pari al 93,75%

TARGET 2020-2022

Target 2020-2022 (in mld di €)	2019	2020E	2022E	
Ricavi	5,3	-5,4	-5,8	
Ebit Adjusted	0,9	-Stabile a/a		
Margine Ebit Adjusted	17,2%		18% ÷ 19%	
Investimenti	0,39	-0,3	tot. '20-'22 -0,9	vs tot. '17-'19 ~1,3
Flusso di cassa netto prima dei dividendi	0,33	-0,4	Tot. '20-'22 -1,5	di cui -0,5 nel '21 -0,6 nel '22
Posizione finanziaria netta* (incluso IFRS 16)	3,5	-3,3	-2,5	

*assumendo una politica dei dividendi con un pay out pari al 40% dell'utile netto consolidato

⁹⁹ Vedi Piano Industriale 2020-2022:

del suo compenso fisso che ammonta a € 2.400.000, dunque la componente STI maturata è pari a € 2.250.000.

La corresponsione nel suo totale dell'importo maturato non è immediata in quanto è previsto un sistema volto a garantire la continuità dei risultati nel tempo; infatti, l'STI (MBO) maturato è corrisposto nella misura del 75%, mentre il restante 25% viene differito di 12 mesi e subordinato al raggiungimento degli obiettivi STI (MBO) dell'anno successivo. In particolare si delineano tre casi: a) nell'anno successivo non viene maturato alcun STI(MBO), e dunque l'amministratore perde ogni diritto alla percezione della quota differita dell'anno precedente; b) nell'anno successivo viene maturato l'STI (MBO) ma con una performance inferiore a quella prevista dal livello target, in tal caso la quota STI (MBO) differita dall'anno precedente viene erogata; c) nel caso in cui l'anno successivo l'STI (MBO) maturi con una performance target uguale o superiore alla quota target, la quota differita dell'anno precedente viene erogata unitamente ad una quota ulteriore di pari entità a quella differita stessa.¹⁰⁰

La terza componente della Politica di Remunerazione è la remunerazione variabile di medio-lungo termine (LTI) *“intende promuovere la creazione di valore sostenibile nel lungo termine e il conseguimento degli obiettivi del Piano Strategico della Società, favorendo allo stesso tempo la fidelizzazione e l’engagement del Management.”*¹⁰¹.

Il suo scopo non si differenzia in maniera significativa dall' STI(MBO), puntando comunque alla creazione di valore sostenibile nel medio lungo termine, cercando al contempo di mantenere vivi e

LTI 2020-2022 – VICE PRESIDENTE ESECUTIVO E AD	PESO OBIETTIVO A TARGET	KPI
Net Cash Flow di Gruppo cumulato (ante dividendi)	40%	Valore reso noto al mercato
TSR relativo verso un panel di “peers” (TIER1: Continental, Michelin, Nokian, Goodyear e Bridgestone)	40%	Performance pari alla media del panel
Dow Jones Sustainability World Index ATX Auto Component sector ranking	10%	da -1% a -5% vs Top Industry cluster
CDP ranking	10%	«A-» scoring

Figura 2.7- LTI 2020 -2022 pesi obiettivi a target e relativi KPI (fonte : Relazione sulla Remunerazione 2020 Pirelli & C.)

coincidenti gli interessi del management e a collegare la remunerazione degli amministratori con la performance nel medio-lungo termine del gruppo, in particolar modo con l'intenzione di generare un efficace effetto di attrazione del Management, intesa come una variabile chiave per la realizzazione del Piano Strategico della Società.

Attualmente la componente variabile di medio-lungo termine è delineata dal LTI (2020-2022). Il cui funzionamento prevede un meccanismo di tipo rolling, sostitutivo del cd. “Approccio Closes” utilizzato fino all'introduzione dell'LTI 2020 -2020; il suo funzionamento prevede che il target di un determinato indicatore di performance si aggiorni di anno in anno per i successivi tre anni, in maniera

¹⁰⁰ Cd. Maggiorazione

¹⁰¹ Relazione sulla Remunerazione 2020

tale da garantire un'elevata flessibilità, allineando gli stessi indicatori di performance all'andamento di mercato e di creare un elemento ricorrente della politica di remunerazione, in quanto annualmente verrà introdotto un nuovo ciclo triennale di piani LTI.

Il piano, che è esteso a tutto il management, è incluso negli economics del Piano Strategico 2020-2022, così che i suoi costi siano autofinanziati dal raggiungimento degli obiettivi. Il piano è esclusivamente monetario. Ad ogni destinatario è previsto che venga assegnata una percentuale della propria componente fissa (RAL) in essere alla data di inizio partecipazione al piano. Sempre in merito a quest'ultimo, nel caso di variazione del contesto macroeconomico e di business è possibile che vi sia la possibilità che la Società proponga al Comitato per la Remunerazione : a) un possibile adjustment del target oggetto del piano LTI, sia in negativo che positivo, con l'intenzione di proteggere le finalità del piano ovvero per garantire l'allineamento tra gli obiettivi aziendali e gli obiettivi del sistema di incentivazione; b) rivedere i parametri oggetto del Piano; c) chiudere anticipatamente il piano.

Nel caso del Piano LTI 2020-2022, non vi è una condizione On/Off che vincola l'accesso al piano come nel caso del STI, bensì vengono previsti quattro obiettivi legati al Piano Strategico 2020-2022 della Società: Net Cash Flow di Gruppo, TSR relativo verso un panel di "peers"¹⁰², il Ranking nel DJSI ATX Auto Component¹⁰³ ed il CDP ranking. Per ognuno di essi è prevista una soglia di accesso a cui è associato un pro quota di incentivo pari al 75% della pro quota conseguibile nel caso del raggiungimento del target, al di sotto di tale valore il destinatario non maturerà alcun diritto, è previsto anche un cap alla pro quota di incentivo raggiungibile.

Come si può vedere nella Figura 7, ad ogni obiettivo viene assegnato un peso sulla remunerazione variabile, tenendo conto del relativo compenso nel caso di corresponsione di tutti gli obiettivi a target. Agli obiettivi legati alla Sostenibilità viene dato un peso complessivo del 20%¹⁰⁴. Inoltre, vengono specificati i valori target dei KPI, che per gli obiettivi finanziari sono rispettivamente il valore reso

noto al mercato nel caso del NCF di Gruppo e la performance pari alla media del panel nel caso del TSR. Mentre nel caso degli obiettivi di Sostenibilità il KPI target per il DJSI sector ranking ha come target la valutazione della Società in relazione alla valutazione del raggruppamento delle

CURVA PERFORMANCE/PAYOUT

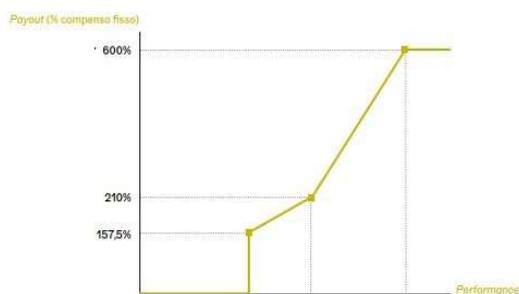


Figura 2.9- Curva Performance/Payout : Relazione sulla Remunerazione Pirelli 2020)

¹⁰² Il panel è il TIER1, che contiene i principali competitor globali di Pirelli.

¹⁰³ Dow Jones Sustainability World Index ATX Auto Component sector ranking

¹⁰⁴ Dow Jones Sustainability World Index ATX Auto Component sector ranking + CDP ranking

società rappresentanti il best in class del mercato, mentre per il CDP ranking è previsto il raggiungimento di una valutazione pari ad “A-”. Le performance economico-finanziarie e sostenibili oggetto di obiettivi godono di un ampio spettro tra il livello target ed il livello cap, così da stimolare i destinatari ad andare oltre il target stabilito in virtù di una remunerazione variabile che cresce quasi verticalmente, tanto che se al termine del triennio del LTI si raggiunga in tutti gli obiettivi il livello “soglia d’accesso” si avrà una remunerazione variabile pari al 157,5% del compenso fisso¹⁰⁵, dunque il 210% di quest’ultimo qualora si raggiunga il livello target, e nel caso in cui la performance raggiungerà il livello massimo si avrà un payout corrispondente a sei volte il compenso fisso. Come si può ben vedere nella Figura 8, ciò comporta che la curva Performance/Payout renda più premiante uno sforzo nella direzione della performance massima, occorre comunque sottolineare la diversa metodologia per la consuntivazione della performance che prevede per gli obiettivi Net Cash Flow e TSR l’utilizzo del metodo dell’interpolazione lineare qualora la performance non dovesse corrispondere esattamente ad uno dei tre livelli, mentre per gli obiettivi legati alla sostenibilità sono

OBIETTIVI PIANO LTI	PESO OBIETTIVO A TARGET	KPI
Deleveraging (Net Financial Position/EBITDA Adjusted ratio)	Soglia di Accesso	<2 al 31.12.2020
ROS di Gruppo (rapporto tra EBIT Adjusted di Gruppo cumulato del triennio e il fatturato cumulato del triennio)	30%	Allineato a obiettivi comunicati al mercato
TSR Assoluto (valore dell’azione medio ultimo semestre 2020 - valore dell’azione medio ultimo trimestre 2017 + dividendi distribuiti) e (valore dell’azione medio ultimo trimestre 2017)	40%	+48,8%
TSR relativo vs. panel selezionato (Michelin, Nokian, Continental)	20%	Performance pari a media ponderata del panel
Dow Jones Sustainability World Index – Settore ATX Auto Components (subordinato al conseguimento a livello soglia di almeno uno degli obiettivi economico-finanziari)	10%	Posizionamento nel decile più elevato

Figura 2.10 - LTI 2018-2020: pesi obiettivi a target e relativi KPI (fonte : Relazione sulla Remunerazione 2018 Pirelli & C.)

previsti solamente tre step al termine del triennio: minimo, target e massimo.

Con riferimento al LTI 2018-2020¹⁰⁶, il piano di incentivazione

risulta essere ampiamente modificato, in virtù probabilmente anche di un mutato contesto economico-finanziario della Società, nel quale si è raggiunto un miglioramento dell’equilibrio finanziario ma anche un aumento della profittabilità. Da notare come sia stato aggiunto l’obiettivo legato al CDP Ranking, nonché che gli obiettivi legati alla sostenibilità non siano più legati al perfezionamento di uno degli altri obiettivi economico-finanziari. Nella strutturazione, tranne per l’introduzione del meccanismo rolling, si è mantenuta una linea di continuità, nella quale ad ogni obiettivo viene assegnato un peso. Dissimile invece è la curva Performance/Payout, con la principale differenza data dal fatto che il cap era posto al 500% del compenso fisso ed il target al 250%, ciò rendeva il segmento della curva tra performance a livello target e performance a livello massimo meno pendente, in termini matematici tale differenza si può esprimere con un aumento del coefficiente angolare da 2 a 3 nel

¹⁰⁵ 75% del 210% relativo al livello target.

¹⁰⁶ Si segnala che il Consiglio di Amministrazione del 19 febbraio 2020 ha approvato la chiusura anticipata del piano LTI 2018-2020 che aveva due obiettivi legati all’andamento del titolo e contestualmente ha approvato l’adozione di un nuovo piano LTI, correlato agli obiettivi contenuti nel Piano Strategico 2020-2022

Piano LTI 2020¹⁰⁷. Tale specifica curva, come specificato dalla stessa Società, trova la sua motivazione nell'intenzione di stimolare gli amministratori al raggiungimento di un'*over-achievement*. Ulteriore differenza è data dal fatto che i valori resi noti al mercato sono a "soglia d'accesso" e non più a livello target.

Con riferimento agli altri istituti previsti dalla Politica di remunerazione per gli amministratori investiti di particolari cariche è da sottolineare che non sia previsto alcun "Golden Parachute" ma si segnalano tre differenti polizze assicurative¹⁰⁸, l'auto aziendale e l'attribuzione del Trattamento di Fine Mandato, così come previsto dal TUIR.¹⁰⁹ La giustificazione di ciò si trova nel fatto che la Società ha intenzione di raggiungere accordi consensuali per la cessazione dei rapporti. Le uniche due eventualità in cui si prevede possa essere corrisposta una specifica indennità, previa valutazione degli organi sociali competenti sono: "*a) risoluzione ad iniziativa della società non sorretta da una giusta causa; b) risoluzione ad iniziativa dell'amministratore per giusta causa, intendendosi, in via esemplificativa, la sostanziale modifica del ruolo o delle deleghe attribuite e/o i casi di c.d. Opa "ostile"*"¹¹⁰. Nei suddetti casi l'indennità è pari a due volte il compenso annuo lordo, intendendosi per esso la somma dei compensi fissi previsti per le cariche nel gruppo, la meda dei compensi variabili StI conseguiti nei tre anni precedenti ed il Trattamento di Fine Mandato (TFM) sui già menzionati importi. L'unica eventualità in cui Altri istituti quali eventuali piani di retention o patti di non concorrenza sono previsti solamente per il Direttore Generale, DRS e selezionati Senior Manager/Executive.

È prevista una speciale clausola di clawback relativamente ai piani di incentivazione STI (MBO) ed LTI per gli amministratori investiti di particolari mandati. Tale clausola si concretizza in accordi con i predetti soggetti, fatta salva l'esperibilità di ogni altra azione consentita dalla legge in tutela degli interessi della Società, i quali si realizzano nella restituzione dei corrispettivi erogati nei confronti dei suddetti soggetti, entro tre anni dalla loro corresponsione degli incentivi qualora si rilevino: a) comprovati e significativi errori nei principali contabili che la Società dichiara di usare; b) indubbi comportamenti fraudolenti volti ad ottenere una determinata rappresentazione della situazione economico-finanziaria, patrimoniale e dei flussi finanziari di Pirelli. In conclusione, si evidenzia come il Comitato per le Remunerazioni si riservi di valutare particolari circostanze di deroga

¹⁰⁷ Retta LTI 2018-2020: $y=2x$; Retta LTI 2020-2022: $y=3x$, con x =performance; y = Payout

¹⁰⁸ Polizza vita, infortuni, invalidità

¹⁰⁹ ex Art. 17, 1° comma, lettera c) del T.U.I.R. n. 917/1986: "*...c) indennità percepite per la cessazione dei rapporti di collaborazione coordinata e continuativa, di cui al comma 2 dell'articolo 49, se il diritto all'indennità risulta da atto di data certa anteriore all'inizio del rapporto nonché, in ogni caso, le somme e i valori comunque percepiti, al netto delle spese legali sostenute, anche se a titolo risarcitorio o nel contesto di procedure esecutive, a seguito di provvedimenti dell'autorità giudiziaria o di transazioni relativi alla risoluzione dei rapporti di collaborazione coordinata e continuativa;...*"

¹¹⁰ Relazione sulla Remunerazione 2020 p.8

temporanea a tale Politica, che se approvata nel rispetto delle procedure con parti correlate, dovrà essere comunicata dalla Società al mercato.

2.2.1.3 – Obiettivi e KPI's

I KPI's scelti dalla Società nella Politica di Remunerazione 2020 per parametrare le performance nella remunerazione variabile di breve periodo STI (MBO) e nella remunerazione variabile di medio-lungo periodo (LTI), sono rispettivamente: EBIT, Net Cash Flow, Risultato netto di gruppo ed un obiettivo di sostenibilità per il piano STI (MBO), individuato per il 2020 e per il 2018 nel valore dei Ricavi dai prodotti “Green Performance” sul totale delle fatturato; mentre per il Piano LTI essi sono: Net Cash Flow di Gruppo, TSR relativo verso un panel di “peers”, il Ranking nel DJSI ATX Auto Component ed il CDP ranking. Entrambi pongono come obiettivo primario l'aumento dei flussi di cassa, tanto che nel piano STI (MBO) il raggiungimento dell'obiettivo relativo al Net Cash Flow di gruppo è posto come condizione di accesso a tutto il piano. Altresì nel LTI tale obiettivo ha un peso a target pari al 40 per cento. Compatibilmente con il piano industriale 2020-2022 della Società, nel quale dalla base di partenza di un Net Cash Flow di 332 milioni annui, si ha intenzione di raggiungere un NCF di 1,5 miliardi nel triennio 2020-2022, dunque con in media 500 milioni l'anno. Ciò è compatibile con la strategia aziendale che prevede un miglioramento della posizione finanziaria netta, ma anche un miglioramento dei ricavi del 3% di media annua, nonché la riduzione degli investimenti preventivata in virtù di un già avanzato grado di sviluppo tecnologico. Correlatamente a tale obiettivo,

nell'STI(MBO), è previsto che gli obiettivi siano orientati verso una maggiore profittabilità del Gruppo, come testimonia la presenza della scelta dell'obiettivo preponderante nell'EBIT Adjusted di Gruppo; alla scelta dei suddetti obiettivi si aggiunge ancora l'attenzione verso il risultato economico dell'esercizio, che viene individuato come

terzo obiettivo. I livelli target per il 2020 sono stati quelli rappresentati nella Fig.8.

A tali obiettivi si aggiunge un obiettivo legato alla cd. Sostenibilità, in particolar modo relativo alle tematiche ambientali, al quale è attribuito un peso del dieci per cento a target, e prevede il

€ billion	2019 A	2020 E (guidance @ 4 aprile)	2020 E (guidance @ 11-Nov)	2020 A	Δ vs. Gui nov. apr.
Ricavi	5,3	-4,18 + -4,23	-4,18 + -4,23	4,30	✓✓
Margine adjusted EBIT	17,2%	-14% + -15%	-11,5% + -12%	11,6%	✓✗
Investimenti	0,39	-0,13	-0,14	0,14	✓✓
Flusso di Cassa Netto ante Dividendi	0,33	-0,23 + -0,26	-0,19' + -0,22'	0,21' ² incl. EU fine €33,6m cash-out	✓✓
Posizione Finanziaria Netta (IFRS 16)	3,5	-3,3	-3,3	3,3	✓✓

Figura 2.8 - Conseguimento Obiettivi Finanziari 2020 (Sito Web Pirelli)

raggiungimento di un determinato livello delle vendite di prodotti “green” sul totale delle vendite di tutta la gamma.

In considerazione degli obiettivi strategici della Società che prevedono un miglioramento dei ricavi della Società ed un aumento della profittabilità, tale obiettivo si può interpretare sia come uno stimolo a sviluppare prodotti green che permettano un efficientamento dei costi ed un miglioramento delle vendite, ma anche come un meccanismo compensativo del mancato raggiungimento degli altri obiettivi nel caso in cui si investa nell’ampliamento della gamma e della quota di mercato dei prodotti “green”; in ogni caso denota una forte attenzione della Società verso tali tematiche, le quali risultano essere ampiamente menzionate nel Piano Industriale della Società.

È possibile trovare tale evidenza anche nell’LTI in cui gli obiettivi legati alla Sostenibilità sono due per un totale del peso degli obiettivi a target pari al 20%., equamente suddiviso. Entrambi gli obiettivi sono legati alla valutazione di enti terzi indipendenti quali: il SAM che assegna un punteggio attraverso il suo Comitato CSA ai fini dell’inclusione della Società nel DJSI Auto Component Sector delle Società del settore e il CDP che attribuisce una valutazione alla Società.

I KPI’s scelti vedono l’obiettivo rispettivamente parametrato al punteggio ottenuto dalle Società rispetto al raggruppamento dei migliori nel settore industriale nel DJSI, e il raggiungimento nei tre anni di uno score a target pari ad “ A-“ . I due obiettivi si basano dunque entrambi su una valutazione di un terzo soggetto indipendente, con la differenza che il DJSI permette di stabilire una classifica nel quale ogni dettaglio può portare ad un miglioramento o ad un peggioramento del risultato, mentre nel caso del CDP Ranking si ha un minor grado di dettaglio nell’attribuzione dello score. La scelta di due organismi valutatori differenti è attribuibile alla volontà di cercare un maggior grado di oggettivazione delle proprie performance legate alla sostenibilità.

Ulteriore obiettivo presente nell’LTI è quello rappresentato dal TSR che prevede un raffronto della performance della Società con quelle dei principali competitor globali; come target nel KPI si ha una performance pari alla media del panel. Pertanto, la scelta di Pirelli è attribuibile alla volontà di risultare attraente nei mercati finanziari, attraverso dunque la corresponsione di dividendi più elevati ed un miglioramento del prezzo azionario di mercato. Entrambi gli obiettivi sono perseguibili attraverso una gestione sostenibile sia economicamente sia finanziariamente, ma anche sotto il punto di vista della Governance della Società. È possibile vedere la scelta di tale indicatore anche come uno stimolo ad una gestione volta alla creazione di valore per il Vice-Presidente Esecutivo Marco Tronchetti Provera, a cui è riconducibile un decimo del Capitale Sociale.

Nella Politica di Remunerazione 2018, l’obiettivi sono stati compatibili con il Piano Industriale 2017-2020 nel quale si partiva da una situazione di rapporto tra Net Financial Position ed EBITDA pari a 4,6, e che dunque denotava per la società non una perfetta condizione con cui far fronte al debito.

Pertanto, il miglioramento di tale parametro risultava di primaria importanza per la Società con le conseguenze che ne derivano.

Oltre a tale differenza i due piani di incentivazione presentano forti analogie, con le uniche differenze evidenziabili nel LTI, nel quale veniva preso a riferimento come obiettivo ai fini della corresponsione della remunerazione, sia il TSR relativo al panel dei principali competitor globali di Pirelli, sia il miglioramento del TSR assoluto di circa il 50%.

In merito agli obiettivi legati alla sostenibilità si possono evidenziare due principali differenze: la prima denota l'assenza del CDP score come obiettivo a cui è legato il piano di incentivazione di lungo periodo, probabilmente per il suo non ancora utilizzo a livello globale. L'altra differenza, ben più di rilievo è data dal fatto che nel Piano LTI, la quota legata all'obiettivo legato alla sostenibilità prevedeva per essere conseguita almeno il raggiungimento di uno degli obiettivi finanziari, dandogli di certo un ruolo secondario rispetto agli altri obiettivi di carattere economico-finanziari.

Dunque l'aumentata attenzione per gli obiettivi legati alla sostenibilità si muove secondo due direzioni : il maggior peso sul totale degli obiettivi a target ed una maggiore centralità dell'obiettivo, che non è più secondario alla performance economica e finanziaria della società, agendo come da catalizzatore nel perseguimento della sostenibilità sia attraverso la possibilità di essere un meccanismo compensativo del non raggiungimento di determinati livelli degli altri obiettivi di performance conseguentemente a maggiori investimenti in sostenibilità, sia come stimolo stesso a migliorare nelle suddette tematiche.

2.2.1.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020

Selected Financial Measures (€/mln)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Adjusted Revenues	4.976,4	5.352,3	5.194,5	5.323,1	4.302,0
Increase in Revenues		8%	-3%	2%	-19%
Adjusted EBIT	844,3	876,4	955,0	917,3	501
Adjusted EBIT margin	17,0%	16,4%	18,4%	17,2%	11,60%
Net Financial Position	1.241,0	4.961,0	3.180,1	3.024,1	3258

Total Net Leverage (1)	4,5	2,7	2,49	2,36	3,65
ROS (cumulato ultimi 3 anni)		16,7%	17,2%	17,3%	16,0%
Net Cash Flow	336,2	200,3	38,4	332,9	350,7
Net Income Adjusted	297	387	576	514	246
R&D costs / Adjusted Revenues	4,2%	4,1%	4,2%	4,4%	4,5%
WACC	8%	n/a	n/a	6,48%	6,75%
ROCE	6,38%	5,69%	6,04%	7,38%	1,78%
EVA	-163,25	n/a	n/a	87,14	-447,18
Cap. Investito Netto	10.076,97	8.947,55	9.140,53	9.682,53	8997,6
ROCE-WACC	-1,62%	n/a	n/a	0,90%	4,97%
NOPAT	-163,25	509,12	552,09	87,14	43
ROI	3,17%	5,81%	6,25%	9,17%	1,68%
(Dati tratti dal report finanziario annuale della Società)					

1. Obtained as: Net Financial Position / Adjusted EBITDA without start-up costs (Fonte dati: Sito web Pirelli)
2. N/A = dati non presenti nel report annuale della Società

Sono stati presi in esame alcuni dei parametri più significativi, anche in relazione agli obiettivi delle Politiche di Remunerazione.

Le performance economiche nel corso degli ultimi cinque anni hanno visto un notevole incremento del fatturato, aumentato di circa il 10% costantemente nel corso degli anni, eccezion fatta per il 2018 in cui vi è stata una flessione delle vendite. Allo stesso tempo si è verificato un aumento della profittabilità dell'azienda come testimoniato dall'aumento dell'EBIT margin.

	(€)
P0 (04/10/17)	6,470
Pt (31/12/20)	4,433
Delta Price	-2,037
Dividendi 2018	0,177
Dividendi 2019	0,183
Totale dividendi	0,36
TSR assoluto	-25,92%

Società	Beta
Pirelli S.p.A	0,775724
Nokian Renkaat	0,789849
Michelin	0,813511
Continental	1,095843
AVG Peers	0,899734

Società	Beta
Pirelli S.p.A	0,775724
Nokian Renkaat	0,789849
Brembo	0,688714
Michelin	0,813511
Continental	1,095843
AVG Peers	0,846979

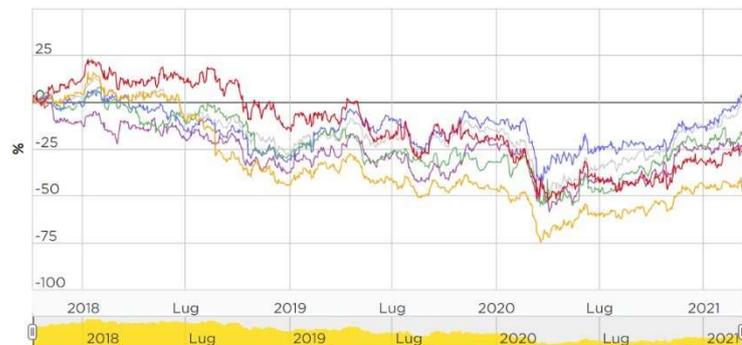
Dal punto di vista delle performance finanziarie la Società ha tendenzialmente migliorato la propria posizione finanziaria netta, che nel 2016, in seguito alla necessità di liquidità al fine di finanziare degli investimenti in asset tangibili ed intangibili, era notevolmente peggiorata rispetto al precedente esercizio. Nonostante ciò, Pirelli è riuscita velocemente a riequilibrare la propria posizione debitoria, anche grazie ai Flussi di Cassa che si sono mantenuti su ottimi livelli conseguentemente ad un incremento degli utili dell'esercizio, che nel 2019 sono più che raddoppiati rispetto al 2015.

Dal punto di vista dei mercati finanziari, vi è da tenere in

considerazione che la Società in seguito all'IPO avvenuta nel 2017, con data di quotazione 4 ottobre 2017, ha visto il prezzo delle proprie azioni diminuire sotto il prezzo di prima quotazione, solo successivamente al 2019, come ben visibile nel grafico. Ciò è avvenuto congiuntamente al calo del prezzo dei propri principali competitor europei, con i quali nel lungo periodo vi è stato un andamento di mercato molto simile, come riportato nelle sottostanti tabelle di calcolo del Beta rispetto all'indice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts. Nella prima tabella il beta è calcolato solo con i principali competitor europei, mentre nella seconda tabella vi è stata aggiunta Brembo, unica società italiana assimilabile a Pirelli per settore così da avere una rappresentazione più veritiera del Beta rispecchiandovi anche l'ambiente economico italiano. Il TSR nel periodo che intercorre dalla quotazione alla conclusione dell'esercizio 2020 è ampiamente negativo, a causa della drastica riduzione del prezzo azionario. Non risultano evidenziate particolari correlazioni tra l'approvazione delle Politiche di remunerazione e l'andamento del titolo azionario.

04/10/2017 - 12/03/2021

■ Pirelli & C. S.P.A. (Borsa Italiana) 4.90 ■ Nokian Renkaat (HEL) 31.25 ■ Michelin Cat.B (PAR) 125.85
 ■ Continental (XETRA) 114.15 ■ Brembo (ITA) 10.57 ■ STOXX Europe 600 Automobiles & Parts 599.30



Relativamente alle performance legate alla sostenibilità Pirelli negli anni ha raggiunto l'eccellenza mondiale, tanto da essere riconosciuta con lo score A nel settore Change del CDP Ranking, si è confermata leader mondiale di Sostenibilità per il settore Automobiles & Components negli indici Dow Jones Sustainability World e Europe. a RobecoSam e S&P Dow Jones. registrando un punteggio complessivo di 85 punti nel 2019 e di 84 punti nel 2020 punti contro la media di settore rimasta fissa ad una quota pari a 36. Ciò è testimoniato anche dai dati di seguito riportati ed estratti dal sito web della stessa azienda, nella quale si evince come l'azienda abbia aumentato la propria percentuale di ricavi derivanti dai prodotti Green

Performance, ma come anche siano aumentata la remunerazione della Pubblica Amministrazione, rispetto al valore aggiunto globale lordo della Società.

Dunque, un'altra particolare performance della Società in ambito ambientale è quella riguardante la riduzione di circa il 25% del prelievo specifico d'acqua e l'aumento significativo del recupero rifiuti. Dal punto di vista sociale la performance sicuramente più significativa riguarda l'inclusione delle donne nelle posizioni manageriali, la cui percentuale è aumentata dell'1% in tre anni, ma anche l'efficientamento del sistema di Whistleblowing che si traduce dall'aumento significativo del suo utilizzo.

Principali Indicatori di Performance

	2017	2018	2019
INDICATORI ECONOMICI			
Valore aggiunto globale lordo (€/000)	2.080	2.178	2.315
- contributi alla comunità esterna	0,3%	0,2%	0,2%
- remunerazione del personale	49,8%	49,0%	46,3%
- remunerazione della Pubblica Amministrazione	2,0%	2,4%	7,2%
- remunerazione del capitale di credito	17,4%	9,0%	4,7%
- remunerazione del capitale di rischio	0,0%	0,0%	7,6%
- remunerazione dell'azienda	30,5%	39,4%	34,0%
Spese Ricerca e Sviluppo (€/MLN)	222	219	233
- % su Ricavi	4,1%	4,2%	4,4%
- % su Ricavi High Value	6,5%	6,1%	6,1%
Ricavi Green Performance	43,5%	49,8%	55,8%
INDICATORI SOCIALI			
Dipendenti a fine esercizio	30.189	31.489	31.575
- % donne in posizione manageriale	21,6%	22,0%	22,4%
- lavoratori temporanei	4,6%	2,6%	2,7%
Perimetro Pirelli cui si applica lo Standard di riferimento SA8000®	100%	100%	100%
Sedi operative Tyre certificate OHSAS 18001/ISO45001	88%	100%	100%
Indice frequenza infortuni	0,27	0,29	0,26
Giorni medi di formazione per dipendente	8	8,1	7,5
Sedi operative Tyre certificate ISO 9001	100%	100%	100%
Segnalazioni Whistleblowing	34	70	77
N° Audit di terza parte su sostenibilità fornitori	83	85	90
INDICATORI AMBIENTALI			
Consumo specifico di energia [GJ/ton _{PF}]	13,40	13,48	13,90
Emissioni specifiche di CO _{2eq} [ton/ton _{PF}]	1,02	0,99	1,02
Prelievo specifico d'acqua [m ³ /ton _{PF}]	10,3	9,3	8,4
Produzione specifica di rifiuti [kg/ton _{PF}]	138	151	141
Recupero rifiuti	93%	96%	97%
Sedi operative Tyre certificate ISO 14001	94%	100%	100%

2.2.2- Brembo S.p.A.

Freni Brembo S.p.A. è una società quotata italiana, nata nel 1961 come piccola officina a conduzione familiare fondata dalla famiglia Bombassei, ora leader globale degli impianti frenanti a disco per veicoli, nei quali si distingue per il suo elevato grado di innovazione tecnologica.

È fornitore di sistemi frenanti ad alte prestazioni dei più prestigiosi costruttori di veicoli a livello mondiale. Il marchio deve per la gran parte la sua popolarità alla fornitura degli impianti frenanti nonché di frizioni e altri componenti per il settore delle competizioni.

L'azienda possiede venticinque stabilimenti e siti commerciali in 14 Paesi. Le principali aree di operatività commerciale, in cui si concentrano i 2,6 mld di euro di ricavi sono l'Europa (circa il 50%), il Nord America (25%) e la Cina (12%).

Volendo invece fare un'analisi per tipologia di provenienza dei ricavi per prodotto, per circa il 75% gli stessi derivano dal settore delle autovetture, mentre contribuiscono per il 10% ciascuno il settore dei veicoli commerciali e quello dei motocicli, la rimanente quota nasce dal settore delle competizioni, dove Brembo è leader mondiale. Collaborano con l'azienda circa undicimila dipendenti, di cui il 10% sono altamente specializzati in ingegneria e specialisti di prodotto che lavorano nella Ricerca e Sviluppo.

La struttura del capitale sociale vede il 53% delle azioni circa in mano alla stessa famiglia Bombassei attraverso la Nuova Fourb S.r.l. la restante parte dell'azionariato si compone in gran parte di piccoli azionisti, ma anche di due fondi nordamericani che detengono circa il 3% ciascuno. La società è quotata dal 1995, ed è attualmente inclusa nel listino FTSE Italia MIB Cap. La vision del gruppo è delineata dalla seguente affermazione *“Turning Energy into Inspiration”*, nell'intenzione di incrementare la propria competitività nel lungo periodo in un settore in continua evoluzione tecnologica. In relazione al fatto che in questo momento l'industria automobilistica sta attraversando un particolare periodo di innovazione tecnica, segnato dall'elettrificazione, la guida autonoma e la digitalizzazione. Dunque, la Società ritiene *“... che questo sia il momento giusto per aprire nuove strade nel futuro dell'Automotive e supportare i propri clienti nell'affrontare e superare queste sfide.”*¹¹¹

A quanto detto, si aggiunge la missione della società, che è quella di diventare *“solution provider”*, integrando i propri prodotti e servizi così da ottenere soluzioni ad alto valore aggiunto al fine di soddisfare le necessità del settore automobilistico. Pertanto, Brembo si posiziona in un'area strategica d'affari ad alto grado innovativo, che, come principale mercato, ha i produttori di veicoli di qualsiasi tipologia, sui quali ricadrà la soddisfazione degli utilizzatori finali dei prodotti Brembo. Tale SBU sfuma anche nel settore motociclistico e delle competizioni, dove alcune componentistiche assumono un ruolo centrale¹¹², ponendo Brembo come punto di riferimento del mercato. Si evidenzia come sia nell'intenzione della Società la volontà di diventare un'azienda digitale con il fine stesso di fornire soluzioni realmente digitali, attraverso la creazione di centri di Ricerca e Sviluppo d'eccellenza nelle

¹¹¹ Da Comunicato Stampa 2020 Brembo S.p.A.

¹¹² Vedi ad esempio l'impianti frenanti.

zone in cui opera; conseguentemente a ciò, nei piani di Brembo s'intende intraprendere anticipatamente al mercato la strada della mobilità sostenibile, come anche testimoniato dall'introduzione di componenti per le auto volte alla riduzione delle emissioni di CO₂¹¹³.

Nella sostanza Brembo s'impegna sia alla riduzione dell'impatto ambientale dei processi e delle lavorazioni, ma soprattutto realizzando prodotti che permettono al consumatore finale di inquinare di meno ed ottenere al contempo performance più elevate. La Società si adopera in diverse tematiche ESG quali a titolo esemplificativo: Workforce e diversity, salute e sicurezza, riduzione delle emissioni, utilizzo dell'acqua, ed utilizzo delle energie rinnovabili. Si delinea un forte impegno ed attenzione da parte della Società nei confronti delle tematiche ambientali e sociali, sottolineato anche dalla presenza di un apposito Comitato endoconsiliare.

Brembo adotta un sistema amministrativo di tipo tradizionale, ed in apertura della sua analisi occorre sottolineare come la Società consideri la Corporate Governance come *"l'insieme delle regole e delle procedure che governano i processi decisionali, di controllo e di monitoraggio della vita aziendale"*¹¹⁴. Il Consiglio di Amministrazione è composto da undici componenti¹¹⁵, di cui sei indipendenti, ed è presieduto da Alberto Bombassei, fondatore della Società. Ad egli si affiancano Matteo Tiraboschi, nel ruolo di Vice Presidente Esecutivo, e Daniele Schillaci, Amministratore Delegato della Società; entrambi vantano un'ampia esperienza all'interno di Brembo ed anche in altri contesti del settore. All'interno del Consiglio vi sono due Comitati: il Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità ed il Comitato Remunerazione e Nomine. Entrambi i Comitati sono composti esclusivamente da amministratori indipendenti ed hanno una composizione che corrisponde per i due terzi. I membri del Comitato per la remunerazione sono i consiglieri Borra (Presidente), Giadrossi e Nicodano. Tutti godono di adeguate competenze e conoscenze in materia finanziaria, nonché dei requisiti d'indipendenza previsti dal TUF.

Il suo principale obiettivo in materia di remunerazione è di *"garantire che le politiche di retribuzione del Presidente, del Vice Presidente Esecutivo, dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale, degli Amministratori esecutivi, degli Amministratori investiti di particolari cariche e dei Dirigenti con responsabilità strategiche, nonché degli Amministratori non Esecutivi, vengano*

¹¹³ Il disco Greentive® , caratterizzato da uno speciale rivestimento e da un effetto specchiato unico, offre un alto livello di resistenza alla corrosione, che mirano a ridurre ulteriormente le emissioni di particelle. Il sistema ENESYS, Energy Saving System® , una nuova generazione tecnologica di molle, che diminuisce la coppia residua dei freni e contribuisce alla riduzione di CO₂

¹¹⁴ Vedi sito web Brembo S.p.A.

¹¹⁵ L'Assemblea degli Azionisti della Capogruppo Brembo S.p.A. tenutasi il 23 Aprile 2020 ha confermato in 11 il numero dei componenti dell'Organo Amministrativo e nominato il Consiglio di Amministrazione per il triennio 2020-2022, ossia fino all'Assemblea di approvazione del Bilancio al 31 dicembre 2022. I membri : Alberto Bombassei, Matteo Tiraboschi, Daniele Schillaci, Cristina Bombassei (Esecutivo), Laura Cioli (Indipendente), Elisabetta Magistretti (I), Elizabeth Marie Robinson (I), Valerio Battista (I), Gianfelice Rocca (I), Umberto Nicodano (Non esecutivo), Nicoletta Giadrossi (Ind.te, proposta dagli azionisti di minoranza).

formulate da un Organismo in assenza di conflitti di interesse".¹¹⁶ Quindi, le sue responsabilità¹¹⁷ sono di:

- a) valutare l'adeguatezza, la coerenza e la concreta applicazione Politica per la Remunerazione degli Amministratori e dei Dirigenti con responsabilità strategiche;
- b) presentare proposte o esprimere pareri al Consiglio di Amministrazione sulla remunerazione degli Amministratori esecutivi e degli altri Amministratori che ricoprono particolari cariche, nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione;
- c) monitorare l'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio stesso verificando, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance;
- d) Formulare proposte al Consiglio in merito alla Relazione sulla Politica in materia di Remunerazione e sui compensi corrisposti che gli Amministratori devono presentare all'Assemblea annuale per descrivere la politica relativa alle remunerazioni degli Amministratori e dei Dirigenti con responsabilità strategiche;
- e) svolgere tutti i compiti attribuitogli dal CdA;
- f) riferire agli azionisti sulle modalità di esercizio delle proprie funzioni.

La sua attività si sviluppa in un processo continuo, costituito da macro-fasi, che si focalizzano nei seguenti step in ordine temporale: assessment delle performance e consuntivazione dei sistemi di remunerazione variabile del Gruppo, review annuale della Relazione sulla Politica in materia di Remunerazione e sui compensi corrisposti, analisi del sistema di incentivazione variabile, assessment delle principali pratiche in materia di Executive compensation.

Dunque, il Comitato svolge la funzione di organo propositivo in materia di remunerazione degli amministratori con responsabilità strategica, sulla medesima materia hanno ruoli decisionali

¹¹⁶ Relazione sulla Remunerazione 2020 Brembo S.p.A.

¹¹⁷ Dalla Relazione sulla Remunerazione 2020 Brembo SpA: “ *Valuta periodicamente, su indicazione del Presidente del Consiglio di Amministrazione, l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della Politica per la Remunerazione degli Amministratori e dei Dirigenti con responsabilità strategiche (inclusi eventuali Piani di Stock Option o di assegnazione di azioni, Piani di Incentivazione Triennale, etc.) avvalendosi, a tale ultimo riguardo, delle informazioni fornite dagli Amministratori delegati; Presenta proposte o esprime pareri al Consiglio di Amministrazione sulla remunerazione degli Amministratori esecutivi e degli altri Amministratori che ricoprono particolari cariche, nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione. - Monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio stesso verificando, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance. - Formula proposte al Consiglio in merito alla Relazione sulla Politica in materia di Remunerazione e sui compensi corrisposti che gli Amministratori devono presentare all'Assemblea annuale per descrivere la politica relativa alle remunerazioni degli Amministratori e dei Dirigenti con responsabilità strategiche. Svolge gli ulteriori compiti che gli vengono attribuiti di volta in volta dal Consiglio di Amministrazione ed esamina su segnalazione del Presidente, del Vice Presidente Esecutivo e dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale gli argomenti che essi ritengono opportuno sottoporre al Comitato per gli aspetti di sua competenza. Riferisce agli azionisti sulle modalità di esercizio delle proprie funzioni. -In tema di Nomine formula pareri ed esprime raccomandazioni al Consiglio di Amministrazione riguardo alla dimensione e alla composizione dello stesso, in merito alla presenza di figure professionali specifiche, al numero di altri incarichi compatibili con l'incarico in Brembo, alle deroghe al divieto di concorrenza, ai casi di cooptazione, ai piani di successione.*”

l'Assemblea dei Soci, con il voto preventivo e vincolante sulla Sezione I della Relazione sulla Politica di Remunerazione ed il voto consultivo sulla sezione II; la stessa Assemblea in materia di remunerazione definisce il compenso complessivo dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo. È ruolo della Direzione Risorse Umane ed Organizzazione ad affiancare il Comitato nell'implementazione e nelle attività ausiliari, in particolar modo al fine di raccogliere i dati di mercato in termini di prassi, politiche e benchmarking. Ulteriore compito in carico al Comitato è quello di individuare e proporre al C.d.A. eventuali circostanze che possono portare ad una deroga a quanto previsto dalla Politica di Remunerazione. Lo stesso C.d.A. ha il potere decisionale in materia di Politiche di Remunerazione, infatti, sentite le proposte del Comitato e tenuto conto del compenso complessivo previsto dall'Assemblea per gli amministratori, lo stesso approva la Politica di Remunerazione. Nel caso di necessità la società si avvale di un consulente esterno quale Mercer. La Relazione sulla Remunerazione nella sua struttura e nei suoi contenuti ricalca quanto previsto dallo Schema 7-bis presente nell'Allegato 3 del Regolamento Emittenti. Nella Relazione sulla

Delibera	Approvazione della I sezione della Relazione sulla politica di remunerazione.	Approvazione della II sezione della Relazione sulla politica di remunerazione.
% approvazione 2019 ¹¹⁸	81,37% (~44% tra gli investitori istituzionali)	n/a
% approvazione 2020 ¹¹⁹	76,97% (< 5% tra gli investitori istituzionali)	76,5% (< 5% tra gli investitori istituzionali)

Remunerazione non si fa esplicita menzione delle azioni che sono state intraprese in relazione alle percentuali di approvazione della stessa Relazione nell'anno precedente. Viene comunque definito in maniera dettagliata il processo con cui è stata implementata la politica.

Relativamente alle percentuali di approvazione assembleare, si può notare il totale dissenso nella tematica da parte degli investitori istituzionali nell'assemblea di approvazione della I sezione della

¹¹⁸ Assemblea ordinaria degli azionisti del 18 Aprile 2019. Hanno partecipato all'Assemblea complessivamente n. 311 Azionisti per delega per n. 235.375.319 azioni ordinarie pari al 70,488061% del capitale sociale ordinario.

¹¹⁹ Assemblea ordinaria e straordinaria degli azionisti del 23 Aprile 2020. Hanno partecipato all'Assemblea complessivamente n. 311 Azionisti per delega per n. 243.756.256 azioni ordinarie pari al 72,997908% del capitale sociale ordinario.

Relazione sulla Politica di Remunerazione 2020, in notevole calo rispetto al già basso livello di consenso ottenuto nell'esercizio precedente, nel quale all'interno della Relazione veniva illustrato il nuovo piano di incentivazione di lungo periodo (LTIP). Nella votazione preventiva vincolante sulla Politica di Remunerazione, i voti favorevoli nel 2020 sono per la quasi totalità riconducibili alla sola società che vanta il controllo della maggioranza delle azioni. Sono assenti i dati concernenti il voto consultivo sui compensi corrisposti nell'esercizio 2019.

Le percentuali di approvazione assembleare da parte degli investitori istituzionali sono ampiamente al di sotto della media delle società quotate italiane sia in merito al voto preventivo sulla Politica di Remunerazione sia sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente. Le cause di questo elevato dissenso sono da comprendere sui contenuti della Politica di Remunerazione, la quale, come si vedrà nei successivi paragrafi non contiene elementi innovativi nel corso degli anni nei piani di incentivazione sia su quello a breve termine che in quello a medio-lungo termine.

2.2.2.1 – Peer Group

Sia nella Relazione sulla Remunerazione 2019, che nelle Relazione sulla Remunerazione 2020 sono assenti specifiche indicazioni sulla composizione del Peer Group. Quest'ultimo viene comunque redatto, con l'ausilio da Società di consulenza esperte in materia quali Mercer e di Willis Towers Watson relativamente al supporto metodologico e ai benchmark di mercato. Seppur lo Schema 7 dell'Allegato 3 al Regolamento Emittenti non prevede un obbligo di riportarlo in maniera esplicita, la mancanza della specifica indicazione delle componenti del Peer Group costituisce un elemento che riduce in maniera abbastanza significativa la portata informativa della stessa Relazione sulla Remunerazione.

Prescindendo dall'assenza delle sue indicazioni, si ipotizza che nella sua definizione si sia tenuto conto di alcune peculiarità dell'azienda: l'assetto proprietario a forte impronta familiare che si rispecchia anche nella composizione del C.d.A., la netta impronta innovativa del business dell'azienda, l'appartenenza al settore dell'automotive, l'operatività geolocalizzata a livello globale e il non elevato livello di capitalizzazione. Volendo individuare un possibile panel di comparables essi sarebbero: Nissin Kogyo, Akebono, Faurecia, Michelin, Sogefi, Continental, Valeo e Pirelli.

2.2.2.2 – Politica di remunerazione

La Politica di Remunerazione di Brembo S.p.A., così come riportato in apertura della Relazione sulla Remunerazione 2020 “è definita tenendo in considerazione gli indirizzi strategici del Gruppo nel medio-lungo termine, al fine di assicurare attraction e retention di tutti i ruoli chiave che presentano caratteristiche e competenze propedeutiche a garantire la creazione di valore per tutti gli stakeholder, ivi compresi Azionisti, dipendenti, clienti e fornitori.”. Dunque, Brembo evidenzia come la Politica sia redatta in accordo con il piano strategico della Società ed in particolare la stessa è orientata verso cinque sub-obiettivi, in continuità con quanto fatto nel passato. Tali obiettivi sono identificabili in: a) Garantire la crescita sostenibile del Gruppo¹²⁰; b) Creare valore per gli azionisti,¹²¹ c) Conciliare le decisioni con la valutazione dei loro impatti sociali¹²²; d) Valorizzare i Principi guida che caratterizzano il Gruppo Brembo¹²³ e) Rendere l’azienda attraente sul mercato.¹²⁴ I destinatari della Politica sono: gli Amministratori non investiti di particolari cariche; Amministratori investiti di particolari cariche¹²⁵; Dirigenti con responsabilità strategiche; Componenti dell’Organo di Controllo. Di nostro interesse sono solo le prime due classi di beneficiari.



Figura 2.9-Sintesi delle Componenti della Politica di Remunerazione Brembo S.p.A. 2020

prospettiva di medio-lungo termine.”¹²⁶

La finalità principale della Politica viene indicata comunque quello di “assicurare il coinvolgimento attivo degli Amministratori, in particolare degli Amministratori a cui sono attribuite deleghe esecutive, e del Management, favorendo l’allineamento dei singoli interessi a quelli degli stakeholder in una

¹²⁰Relazione sulla Remunerazione 2020: *La capacità di registrare performance che, a fronte del perdurare di una situazione di grande incertezza del mercato automotive globale, restino superiori alla media del mercato di riferimento*

¹²¹ Relazione sulla Remunerazione 2020: *Nel corso del 2019, a fronte di un consolidamento dei fondamentali di business, Brembo ha garantito ai propri investitori un apprezzamento del valore del proprio titolo*

¹²²Relazione sulla Remunerazione 2020: *Brembo rivolge particolare attenzione allo sviluppo di politiche globali in materia di etica, responsabilità e sostenibilità, pilastri del prezioso patrimonio intangibile costituito dal proprio brand e dall’insieme principi che caratterizzano l’agire di un’azienda socialmente responsabile.*

¹²³Relazione sulla Remunerazione 2020: *Etica, qualità, valorizzazione, proattività e appartenenza sono i cinque principi guida che costituiscono il patrimonio condiviso della cultura Brembo, nonché il punto di riferimento per la conduzione delle attività aziendali nel pieno rispetto di tutti gli stakeholder del Gruppo.*

¹²⁴ Relazione sulla Remunerazione 2020: *La Politica di Remunerazione di Brembo prevede un trattamento economico complessivo atto a garantire attraction e retention di profili di eccellenza, riconoscendo costantemente le performance conseguite*

¹²⁵ Presidente, Vice-Presidente Esecutivo ed Amministratore Delegato

¹²⁶ Relazione sulla Remunerazione 2020 pag.7

Pertanto, emerge una particolare volontà di conseguire, attraverso la scelta di un'adeguata Politica sulla Remunerazione ed una costante valutazione delle performance, un risultato economico superiore ai competitor del mercato dell'automotive tale da creare un miglioramento della performance economico-finanziaria, di pari passo con l'attenzione alle tematiche socio-ambientali, così da rendere la Società maggiormente appetibile per gli investitori, ma anche profittevole per gli azionisti.

Allo stesso tempo la Politica deve avere l'importante ruolo di attrarre e motivare adeguati profili di alto livello per l'amministrazione della Società, che allo stesso tempo devono essere capaci di recepire e farsi portatori attivi dei Principi guida che caratterizzano il Gruppo, tra cui in particolare il rispetto di tutti gli stakeholder. In sintesi, alla Politica viene attribuito un ruolo di assoluta centralità nell'indirizzo dell'operato del management, e nelle sue componenti si traducono le finalità della Politica. Sono previste quattro componenti¹²⁷ nella remunerazione: la Componente fissa¹²⁸, la Componente Variabile di Breve termine (MBO), Componente variabile a medio/lungo termine (LTIP) ed i benefit.

La combinazione delle prime due dà luogo al cd. "Total Cash Target", al quale se viene sommato il LTIP si ottiene la Total Direct Compensation Target (vedi fig.8). L'importo complessivo massimo del compenso dell'organo amministrativo è stato individuato dall'Assemblea dei Soci in 9,5 milioni di euro.

Il pay-mix a livelli target è così suddiviso: 36,36% per la componente fissa e per la componente variabile di lungo periodo, ed il 27,27% per la componente variabile di breve periodo; il livello massimo previsto per la componente fissa rispetto alla Total Direct Compensation è prevista nel 40%. Tali percentuali risultano essere in linea con quelle delle Politiche di Remunerazione degli anni precedenti.

La componente fissa è destinata sia agli amministratori non investiti di particolari cariche che agli amministratori che ne sono investiti. In particolare, per i primi tale componente rappresenta l'unico emolumento a carattere monetario ed è previsto per un importo pari ad euro 55.000, al quale si somma il compenso per eventuali cariche all'interno dei Comitati endoconsiliari. Nello specifico per il Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità è previsto un compenso di euro 25.000 per i membri, e di euro 30.000 per il Presidente. Tali cifre si riducono ad euro 15.000 e ad euro 20.000 per il Comitato Remunerazione e Nomine. Un singolo emolumento annuo da 1,3 milioni di euro è previsto anche per il Presidente del Consiglio di Amministrazione, al quale non aspetta alcun'altra componente variabile. Lo scopo di tale componente è individuabile nella volontà di remunerare i destinatari per le loro

¹²⁷ Per gli Amministratori non investiti di particolari cariche sono previste solo la componente fissa ed alcuni benefit.

¹²⁸ Per l'Amministratore Delegato è previsto un patto di non concorrenza che viene pagato in costanza del rapporto di lavoro. Tale corrispettivo rientra quindi nel totale dei suoi compensi fissi.

competenze ed esperienze, nonché trattenerli. Diversamente, per gli amministratori investiti di particolari cariche alla remunerazione fissa, prevista nella misura di 1,25 milioni di euro¹²⁹ per il Vicepresidente Esecutivo e di 1,2 milioni¹³⁰ per l'Amministratore Delegato, si sommano la remunerazione variabile di breve periodo e la remunerazione variabile di medio-lungo periodo. L'obiettivo di quest'ultime è quello di motivare i destinatari a raggiungere performance economiche, finanziarie e di sostenibilità sempre più sfidanti, al fine di ottenere un continuo miglioramento, attraverso l'uso di sistemi incentivanti tali da poter orientare i comportamenti verso il raggiungimento degli obiettivi strategici della Società; il tutto nell'ottica di creazione del valore nel medio-lungo periodo così da sostenere l'allineamento degli interessi tra gli amministratori e gli azionisti.

MBO - Obiettivi
EBITDA
EBIT
Revenues
ROI (di gruppo)
CDP Carbon Score

Al fine di consentire tale allineamento la Politica prevede il collegamento di una parte della retribuzione al raggiungimento di obiettivi di performance, preventivamente individuati e comunicati, attraverso quello che è l'utilizzo di un Piano di Incentivazione annuale (MBO)¹³¹ e di un Piano di Incentivazione di medio/lungo termine (LTIP).

Nello specifico il sistema di incentivazione annuale prevede un valore pari al 75% della componente fissa nel caso del raggiungimento degli obiettivi a target. Gli obiettivi a cui è legata tale componente sono sia di carattere quantitativo che legati alle tematiche della sostenibilità, così come previsto dal Gruppo Brembo nell'ambito del suo progetto di valorizzazione e attenzione sui temi legati alla sostenibilità. Dunque, viene individuato un primo obiettivo di carattere qualitativo del livello di attenzione alle tematiche della Sostenibilità da parte della Società: il CDP Carbon Score. Gli indicatori individuati con riferimento agli obiettivi di natura puramente quantitativa, così da *“incentivare la creazione di redditività assoluta e relativa e la crescita organica del Gruppo”*¹³² sono: EBITDA, EBIT, Fatturato e ROI di gruppo.

Non viene riportato il peso di ciascun obiettivo sul totale del Piano.

Si evidenzia come venga data una forte evidenza al risultato economico della Società, nonché all'aspetto del ritorno rispetto al Capitale investito. Il funzionamento di tale Piano prevede che qualora non si raggiunga il livello minimo previsto per un obiettivo, non venga riconosciuto alcun incentivo, mentre nel caso del superamento dei livelli target l'incentivo erogato aumenterà del quattro per cento per ogni punto percentuale di miglior risultato netto rispetto a quello atteso.¹³³ Il Gruppo ha previsto

¹²⁹ Di cui 1 mil di Euro di RAL e 250.000 Euro come Emolumento per la Carica.

¹³⁰ Di cui 1 mil di Euro di Emolumento per la Carica e 200.000 Euro a titolo del Patto di non concorrenza.

¹³¹ Management by Objectives

¹³² Relazione sulla Rmeunerazione 2020 Brembo S.p.A. pag.19

¹³³ Es. Ad un miglioramento del livello della performance del 2%, rispetto a quanto preventivato corrisponderà un aumento dell'emolumento pari all'8%.

un *cap* dell'incentivo erogabile pari al 133% dell'incentivo conseguibile a target, oltre al quale non sarò corrisposto alcun compenso. L'erogazione dell'MBO è conseguente all'analisi dei risultati consolidati del Gruppo Brembo S.p.A. Inoltre, in casi eccezionali la Società può prevedere a favore degli Amministratori con responsabilità strategiche, la possibilità di corrispondere un entry bonus o un retention bonus in fase di assunzione al fine di garantire un maggior grado di attrattività delle persone dotate delle giuste competenze per il loro ruolo.

A complemento della Total Direct Compensation nella Politica di Remunerazione 2020 di Brembo vi è il piano di incentivazione di medio-lungo periodo (LTIP), approvato dal C.d.A. nel 2019¹³⁴, con validità per il periodo 2019-2021. Il suo Regolamento prevede un meccanismo di funzionamento cd. "chiuso", e non di tipo rolling. Vale a dire che non sono previste assegnazioni fino a chiusura del piano stesso nel 2021 e l'erogazione dei compensi maturati avverrà solamente a conclusione del Piano stesso.¹³⁵ In tal modo si raggiunge anche una finalità di retention in quanto il diritto dei Partecipanti a ricevere il premio alla data di erogazione prevede che il rapporto di lavoro o di amministrazione con Brembo permanga.

La struttura del Piano ricalca quella del triennio precedente, il quale è stato ritenuto idoneo dal C.d.A. rispetto alla strategia della Società. Lo scopo del Piano è quello di allineare gli interessi degli amministratori con quelli della Società stessa, consentendo ai primi di conseguire un vantaggio economico dall'eventuale successo strategico di Brembo. Si tratta di un piano esclusivamente a carattere monetario, nel quale è previsto che in caso di raggiungimento degli obiettivi del Piano, il destinatario maturi un incentivo di lungo termine in percentuale alla RAL, tale quota è determinata sulla base dell'importanza strategica e le responsabilità del ruolo sui risultati aziendali, nonché sulla possibilità di individuare dei sostituti nel mercato. Per gli amministratori con responsabilità strategiche è previsto un cap pari ad 1,33 volte l'incentivo conseguibile qualora si raggiungano gli obiettivi a livello target.

La curva di payout non vede dunque una crescita ripida del segmento tra il livello target ed il livello massimo, la ragione di ciò è ipotizzabile sia da attribuire a due differenti motivazioni: la prima è che la componente fissa è già particolarmente elevata e dunque in termini monetari un cap di x1,33 è già particolarmente migliorativo della situazione base; l'altra ipotesi riguarda la possibile scelta di non stimolare gli amministratori a percorrere particolari rischi che potrebbero danneggiare l'azienda. È da sottolineare come per valori consuntivi inferiori all'entry point non maturi alcun diritto economico alla corresponsione della quota dell'obiettivo di performance non raggiunto. Per la restante quota parte degli obiettivi raggiunti sarà comunque riconosciuta la parte del LTIP relativa agli stessi

¹³⁴ Consiglio di Amministrazione del 4 Marzo 2019.

¹³⁵ Per un confronto con un Piano rolling il suo valore andrebbe diviso per gli anni di vesting (3 anni).

obiettivi. I costi del Piano LTIP si autofinanziano, in quanto sono inclusi negli obiettivi del Business Plan Triennale.

L'attribuzione dell'incentivo è legata a degli obiettivi volti a premiare la solidità finanziaria e patrimoniale del Gruppo coerentemente con quanto descritto nel Piano industriale, ed in continuità con quanto presente nell'LTIP 2016-18. I KPI della performance economico- finanziaria a cui è legato il piano sono: Economic Added Value (EVA), Free Operating Cash Flow¹³⁶, Rapporto tra PFN/EBITDA.

LTIP - KPI	TARGET
EVA	Determinato sull'intera durata del Piano
Free Operating Cash Flow	Determinato sull'intera durata del Piano
PFN/EBITDA	Determinato annualmente

Per i primi due il target è relativo all'intera durata del Piano, mentre nel terzo caso il target viene fissato per ogni esercizio e viene parametrato al target che si è posto per l'esercizio. Si delinea dunque un incentivo agli amministratori verso il miglioramento delle performance economico-finanziarie della Società. Non sono presenti target legati alle tematiche della sostenibilità, e non è specificato il peso di ciascun obiettivo sul totale.

Nei due piani di incentivazione, in linea con quanto previsto dal Codice di Autodisciplina, è presente dal 2016 la cd. Clausola di Clawback, che - come già visto nel caso di Pirelli - consente all'Azienda di chiedere la totale o parziale restituzione, delle componenti variabili della remunerazione (o di trattenere componenti oggetto di differimento), il cui diritto all'assegnazione è stato determinato sulla base di dati o informazioni che si rivelino in seguito manifestamente errate o frutto di comportamenti fraudolenti o di colpa grave dei destinatari.

In merito alla presenza di altre componenti si segnala la presenza del cd. "Golden Parachute" per l'Amministratore Delegato in carica, l'Ingegnere Daniele Schillaci, il cui contratto prevede una specifica disciplina del recesso al verificarsi di una delle seguenti tre fattispecie ¹³⁷: a) revoca o mancato rinnovo alla scadenza della Delega senza giusta causa; b) rinuncia alla carica o alla delega per causa grave da non poterne rendere possibile la prosecuzione; c) rinuncia alla carica o alla delega

¹³⁶ Depurato degli effetti risultanti da fattori istituzionali, normativi, etc., completamente al di fuori del controllo del Management, rispetto al target nel corso del triennio 2019-2021;

¹³⁷ Ex Relazione sulla Remunerazione 2020: -revoca ovvero mancato rinnovo alla scadenza della Carica e/o della Delega in assenza di giusta causa (intesa come per legge); rinuncia alla Carica e alla Delega da parte dell'Ing. Schillaci resa necessaria per una causa così grave da non renderne possibile la prosecuzione;- rinuncia alla Carica e alla Delega da parte dell'Ing. Schillaci a seguito di un mutamento di controllo ex art. 2359 c.c. che abbia comportato un mutamento sostanziale della sua posizione e/o dei suoi poteri, intervenuta nei trenta giorni successivi al medesimo.

conseguentemente ad un mutamento della compagine societaria. Al verificarsi delle medesime l'AD avrà diritto alla corresponsione di una indennità forfettaria determinata quale 18 mensilità di un importo corrispondente alla somma dell'Emolumento Fisso per la Carica, del corrispettivo del Patto di non concorrenza e dell'importo massimo a titolo di componente variabile di breve termine (MBO).

Il totale di tale importo non potrà essere inferiore a 3,6 milioni di euro lordi.

Per gli altri Amministratori investiti di particolari cariche, salvo gli obblighi previsti dalla legge e dai CCNL di riferimento, non è previsto alcun tipo di contratto volto alla corresponsione di un'indennità di fine rapporto. Ulteriore componente prevista sia per gli Amministratori investiti di particolari cariche, è un pacchetto di benefits composto da ciò che è previsto dal CCNL integrato di un'assicurazione medica e dalla previdenza complementare. Per gli altri componenti del C.d.A. che non sono titolari di particolari cariche è prevista una polizza assicurativa cd. Directors & Officers Liability, volta a coprire la responsabilità civile verso terzi degli Organi Sociali nell'esercizio delle loro funzioni.

In conclusione, si delinea una Politica di Remunerazione che tende alla creazione di valore economico e alla stabilità finanziaria nel lungo periodo, attraverso l'incremento delle performance economiche nel breve termine. Il LTIP non sembra delineare particolari linee di indirizzo strategico della Società, attribuendo di conseguenza al piano di incentivazione a breve termine (MBO) un ruolo più centrale, specialmente nelle tematiche relative alla Sostenibilità, la cui reale attenzione comunque risulta essere residuale anche rispetto alla portata pubblicitaria dell'impegno di Brembo su tale tema. Tale "stagnazione" delle Politiche di Remunerazione, che prevedono anche un'elevata quantificazione della remunerazione fissa rispetto alle dimensioni societarie, può essere identificata tra le cause dell'elevato dissenso nell'approvazione delle Politiche di Remunerazione da parte degli investitori istituzionali.

2.2.2.3 – Obiettivi e KPI's

I KPI's scelti dalla Società nella Politica di Remunerazione 2020 per parametrare le performance nella remunerazione variabile di breve periodo STI (MBO) e nella remunerazione variabile di medio-lungo periodo (LTIP), sono rispettivamente: EBITDA, EBIT, Fatturato, ROI di gruppo e CDP Carbon Score; mentre per il Piano LTIP essi sono: Economic Added Value (EVA), Free Operating Cash Flow¹³⁸, rapporto tra PFN/EBITDA.

¹³⁸ Depurato degli effetti risultanti da fattori istituzionali, normativi, etc., completamente al di fuori del controllo del Management, rispetto al target nel corso del triennio 2019-2021;

In generale entrambi i piani puntano ad un mantenimento delle performance economico – finanziarie sopra il livello del mercato di riferimento, non trascurando comunque il posizionamento competitivo e strategico della società nel mercato, attraverso degli investimenti in Ricerca & Sviluppo e nell’acquisizione di realtà innovative e strategiche. Conseguentemente a ciò si determina per la Società una forte necessità di dotarsi di adeguati flussi in entrata al fine di coprire gli esborsi, la cui base è appunto il risultato economico degli investimenti. Da qui la scelta di tre indicatori prettamente economici quali l’EBITDA, l’EBIT ed il Fatturato, i quali seppur mostrano un forte grado d’interdipendenza tra loro, trovano la probabile giustificazione della loro scelta nel voler allo stesso tempo comunque garantire la corresponsione di almeno una parte della componente variabile, ma allo stesso tempo limitare eccessivi investimenti per la maturazione delle componenti. In un settore ad altro livello d’innovazione come quello di Brembo può accadere che per raggiungere livelli di fatturato più elevati si necessiti di forti investimenti ma anche di elevati costi industriali, che vanno a modificare il significato del semplice valore del fatturato, che se scelto singolarmente potrebbe portare ad una scelta degli amministratori d’incremento dei costi industriali, dei SG&A e dei costi di Ricerca e Sviluppo al fine di aumentare tale valore ed ottenere una maggiore remunerazione. Pertanto, è comprensibile la scelta di ponderare tale indicatore con l’EBITDA, l’EBIT ed il ROI con il primo che isola gli effetti dei costi pieni industriali, il secondo che isola l’effetto dei SG&A e dei costi di Ricerca e Sviluppo e fornendo dunque una reale immagine della profittabilità della Società. Infine, il ROI permette di comprendere dal punto di vista finanziario quale sia il profitto operativo rispetto al capitale investito al fine di generare i ricavi, e dunque misurare la qualità degli investimenti.

Nella scomposizione del ROI¹³⁹ si comprende come questo sia abbastanza riepilogativo degli altri KPI’s economici utilizzati da Brembo, infatti, nella sua determinazione impattano sia la profittabilità dell’azienda ma anche l’impatto dei costi di struttura sui ricavi. È inevitabile giungere alla conclusione che tale scelta dei KPI’s trascuri fortemente la parte finanziaria della gestione della Società, che seppur sia centrale nel LTIP, avrebbe meritato maggiori attenzioni anche nel piano d’incentivazione a breve termine. Si genera dunque un’eccessiva concentrazione sulla performance economica della Società, con quattro obiettivi in gran parte coincidenti, i quali potevano essere snelliti lasciando gli obiettivi legati al ROI ed al Fatturato e aggiungendo un indicatore di carattere finanziario a complemento. Non sono resi noti dalla Società i valori target di riferimento per gli obiettivi di carattere quantitativo.

Le considerazioni non variano se si prendono a riferimento le precedenti Politiche di Remunerazione, in quanto coincidenti.

¹³⁹ $ROI = RO / \text{Capitale investito} = ROS \times \text{Intensità del Capitale} = \frac{RO}{R} \times \frac{R}{NAT} = \left(\frac{\text{Primo margine}}{\text{Ricavi}} - \frac{\text{Costi di struttura}}{\text{Ricavi}} \right) \times \frac{R}{NAT}$

Gli appena analizzati obiettivi del Piano di incentivazione annuale sono affiancati dall'obiettivo legato alla sostenibilità, ovvero il CDP Carbon Score, finalizzato all'attuazione di un modello di business sostenibile nel lungo periodo. Nella Lista CDP 2020 Brembo è l'unica Società italiana ad aver conseguito la doppia "A", che rappresenta il massimo della valutazione. Tale riconoscimento lo ha avuto in merito alle liste "Water Security" e "Climate Change". La scelta di inserire come KPI's per la sostenibilità nel sistema di incentivazione di breve termine il CDP ranking è ampiamente condivisibile, in quanto si tratta di una valutazione che viene effettuata annualmente e dunque in un lasso di riferimento coincidente con quello del Piano di remunerazione.

Rimane invariato rispetto al precedente piano di incentivazione a medio-lungo termine il LTIP 2019-2021, i cui tre indicatori chiave di performance rimangono: Economic Added Value (EVA)¹⁴⁰, Free Operating Cash Flow¹⁴¹, Rapporto tra PFN/EBITDA. Per i primi due il target è relativo all'intera durata del Piano, mentre nel terzo caso il target viene fissato per ogni esercizio.

I tre indicatori si muovono lungo linee di analisi differenti: l'EVA è volto a misurare la creazione di valore per gli azionisti e per i creditori, traducibile per la Società nell'extra rendimento del capitale rispetto al costo medio del capitale investito; i Free Operating Cash Flow misurano i flussi monetari propri della gestione operativa, quindi sono indice della gestione economica della società; infine il rapporto PFN/EBITDA è utile per misurare la capacità dell'impresa di ripagare il proprio debito, quindi il mantenimento dello stesso ad un livello target è utile al fine di stabilizzare la Società in una situazione di equilibrio finanziario. Allo stesso tempo un adeguato rapporto PFN/EBITDA è fondamentale al fine del contenimento del costo del capitale di debito, ciò impatta anche sul valore dell'EVA.

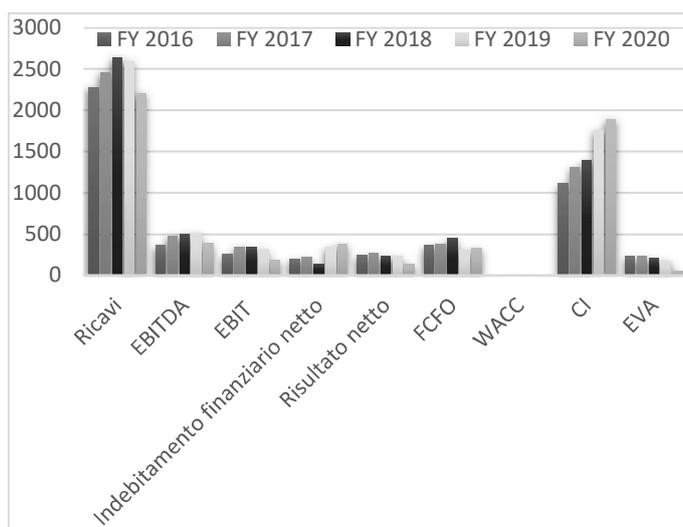
Dunque, nel lungo termine la Società decide di agire andando ad incentivare gli amministratori al consolidamento delle proprie performance economico-finanziarie, all'equilibrio finanziario e alla creazione di valore per gli azionisti. Si delinea un Piano di incentivazione a medio-lungo termine completo, la cui unica mancanza è da segnalare nell'assenza di obiettivi legati alla sostenibilità, fondamentali per un'impresa operante nel settore dell'automotive come Brembo S.p.A. Anche in questo caso non sono resi noti i rispettivi pesi degli obiettivi ed i livelli target.

¹⁴⁰ $EVA = CI \times (ROCE - WACC) = NOPAT - (CI \times WACC)$

¹⁴¹ depurato degli effetti risultanti da fattori istituzionali, normativi, etc., completamente al di fuori del controllo del Management, rispetto al target nel corso del triennio 2019-2021;

2.2.2.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020

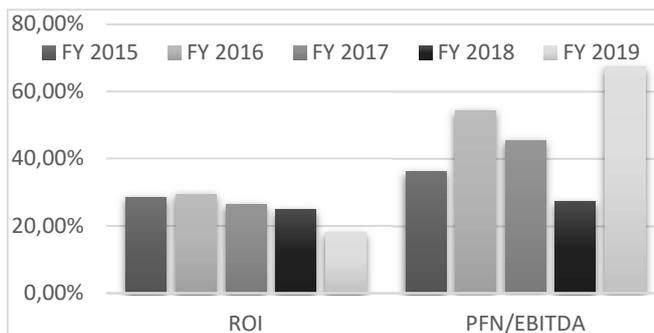
Selected Financial Measures (€/mln)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Ricavi	2279	2463	2640	2591	2208
Delta% Ricavi	12%	8%	7%	-2%	-15%
EBITDA	360	480	500,9	515,1	388,7
EBIT (EBIT Margin)	251,3 (11,02%)	346,3 (14,06%)	345,1 (13,07%)	318,5 (12,29%)	181,1 (17,6%)
ROI	29,50%	26,40%	24,80%	18,10%	9,60%
Indebitamento finanziario netto	196	219	137	346	385
Risultato netto	240,6	263,4	238,3	231,3	136,6
EPS Diluito (1)	0,74	0,81	0,73	0,71	0,42
PFN/EBITDA	0,54	0,46	0,27	0,67	0,99
FCFO	360,9	383,8	447,6	306,6	333,4
WACC	7,40%	8,00%	8,54%	7,29%	5,58%
NOPAT	312,3	335,53	325,35	307,69	156,44
Cap. Investito Netto	1111	1311	1393	1758	1891
ROCE	28,11%	25,59%	23,36%	17,50%	8,27%
ROCE-WACC	20,71%	17,59%	14,82%	10,21%	2,69%
EVA	230,09	230,65	206,39	179,53	50,92



Anche in questo caso sono stati presi a riferimento alcuni dei parametri economico-finanziari più significativi, tenendo conto anche degli indicatori presi a riferimento nella Politica di Remunerazione. Di assoluto rilievo è l'andamento dei Ricavi, i quali nell'ultimo lustro sono aumentati di circa il 25%, nel 2019 sono stati in leggera flessione. Al contempo, i restanti parametri non hanno goduto di un andamento prettamente positivo. Infatti, già i

valori assoluti di EBITDA ed EBIT, indicatori della profittabilità non hanno avuto un concomitante aumento. In particolare, è da sottolineare come tali valori fossero già elevati nell'esercizio 2015, e nel successivo esercizio abbiano subito un crollo di circa il 20%, in concomitanza con l'introduzione

del nuovo piano LTIP. Successivamente il livello della profittabilità ha avuto un leggero incremento, concomitante anche ad un aumento dei flussi finanziari generati dall'attività operativa. Di conseguenza anche il ROI ha visto un calo del suo valore, imputabile non solo alla diminuzione delle



variabili al numeratore ma anche all'aumento del Capitale Investito. Quindi, nonostante l'aumento del Capitale Investito ed un costo del capitale (WACC) pressoché stabile vi è stata una netta diminuzione anche del valore generato per gli azionisti, proprio a causa della minor redditività degli investimenti effettuati dall'azienda. Si denota dunque un'alta incidenza dei costi nella gestione economica della Società.

Diversamente dal risultato economico, la gestione finanziaria ha visto risultati migliori, con un rapporto PFN/EBITDA che si è mantenuto su eccellenti livelli, nonostante l'aumento degli investimenti e quindi la maggiore necessità di liquidità per la Società, facendo in modo che il costo del capitale di debito rimanesse su livelli stabili. Un particolare incremento in tale rapporto si è avuto nel corso dell'esercizio 2019, nel quale sono stati effettuati importanti investimenti.

Pertanto, a livello di risultato netto non si sono avute particolari ripercussioni, grazie ad un'accorta

Società	Beta
Pirelli S.p.A	0,775724
Brembo	0,688714

	(€)
P0 (02/01/2017)	11,98
Pt (31/12/2020)	11,04
Delta Price	-0,94
Dividendo 2017	1,00
Dividendo 2018	0,22
Dividendo 2019	0,22
Totale dividendi	1,44
TSR assoluto	4,53%



gestione finanziaria.

Analizzando la performance nei mercati finanziari, si può notare come la volatilità del titolo rispetto all'indice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts, e mostri un Beta (riferito al periodo successivo alla quotazione di Pirelli S.p.A.), inferiore a Pirelli, unica Società del settore che gode di un adeguato di comparabilità con Brembo. Il prezzo di mercato negli ultimi 5 anni è aumentato complessivamente di circa un euro, con particolari punte ottenute nel 2017 e nel primo semestre del 2018. Il TSR dall'inizio del 2017 alla conclusione del 2020 è pari al 4,53%, nonostante il prezzo dell'azione nel periodo abbia visto una contrazione.

Non risultano evidenziate particolari correlazioni tra l'approvazione delle Politiche di remunerazione e l'andamento del titolo azionario.

Emissioni di sostanze nocive (t)*			
	2017	2018	2019
Ossido di Azoto (NOx)	135,25	110,20	122,31
Ossido di zolfo (SOx)	49,29	36,91	122,69**
Composti organici persistenti (POP)	0,00	0,00	0,00
Composti organici volatili (VOC)	117,65	165,44	171,52
Sostanze inquinanti pericolose	4,29	12,03	7,15
Polveri sottili (PM)	160,46	317,15	117,46
Monossido di carbonio (CO)	-	-	282,25

* I valori indicati sono determinati da misurazioni puntuali effettuate in impianti soggetti a campionamento periodico. Sulla base di queste misurazioni puntuali sono calcolate le emissioni per ciascun impianto, essendo note la concentrazione delle sostanze nocive, il flusso di massa e il tempo di funzionamento dell'impianto. I valori riportati sono pertanto riferiti ai soli impianti dotati di strumenti di misurazione. Si segnala inoltre che, rispetto a quanto riportato all'interno della DNF 2018, i valori 2017 e 2018 sono stati modificati a seguito dell'aggiornamento della metodologia di calcolo ai fini di garantire uniformità nel calcolo delle emissioni tra i siti del Gruppo.

** I valori di SOx per il 2019 sono cresciuti rispetto ai risultati degli anni precedenti a causa di: avvio e messa a regime delle nuove fonderie e dell'entrata in vigore in Polonia di un nuovo requisito legislativo che richiede l'applicazione di una metodologia maggiormente restrittiva per il campionamento e analisi delle emissioni.

Valore economico generato, distribuito e trattenuto (migliaia di euro)			
	2017	2018	2019
Valore economico generato	2.546.706	2.748.210	2.687.122
Valore economico distribuito	2.235.339	2.440.370	2.338.379
Fornitori	1.608.135	1.748.475	1.683.433
Persone Brembo*	436.050	465.306	465.696
Investitori e Finanziatori	120.862	148.111	124.495
Pubblica Amministrazione	69.215	76.997	62.977
Liberalità e sponsorizzazioni	1.077	1.481	1.778
Valore economico trattenuto	311.367	307.840	348.743

* La voce "valore economico distribuito alle persone Brembo" include i costi del personale dipendente Brembo e dei collaboratori interinali.

Le Performance relative alla Sostenibilità in Brembo risultano essere eccellenti, come anche testimoniato dalla doppia "A" nelle CDP list "Water Security" e "Climate Change", ottenuta dalla Società per tre anni consecutivi, la quale la pongono tra le imprese leader mondiali della Sostenibilità. La società non è inclusa nel Dow Jones Sustainability World Index. Permane

forte l'impegno verso le tematiche contenute nell'Agenda 2030 con specifici progetti, quale ad esempio il progetto nello Stato del "Nuovo Leon" in Messico, dove ha sede Brembo Messico, i cui obiettivi erano : a) Ottimizzare e rendere più efficiente l'utilizzo dell'acqua nel processo produttivo; b) Contenere la contaminazione dell'acqua dovuta principalmente ai compressori e all'uso di oli o lubrificante. I suoi risultati sono stati un risparmio totale di 996.000 litri di acqua pe

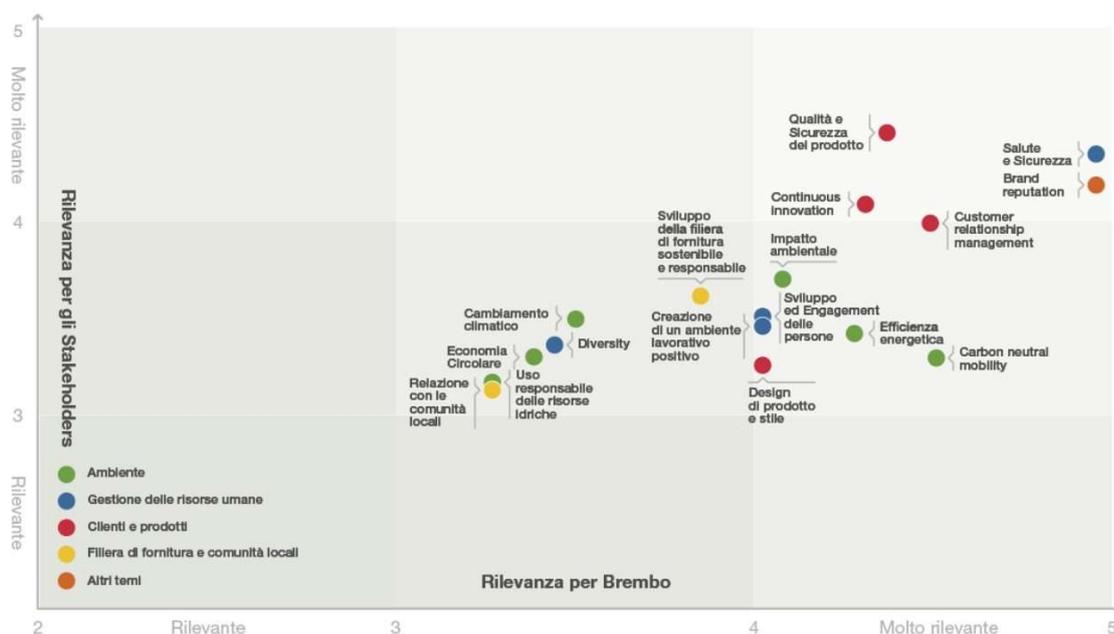


Figura 2.10- Matrice di materialità Brembo S.p.A.

r il 2019, la riduzione della media mensile dell'utilizzo dell'acqua dell'11% ed il completo riutilizzo dell'acqua contaminata proveniente dalla pulizia delle macchine. L'impegno ambientale di Brembo, nonostante gli innumerevoli sforzi ed una generale diminuzione avvenuta nel 2018 rispetto al 2017, non ha ancora visto una stabilizzazione nell'emissione di sostanze nocive, come si può vedere nella matrice della materialità, tale tema non rientra tra le priorità di Brembo.

Assoluta rilevanza viene attribuita alla tematica della salute e della sicurezza dei dipendenti, che si è tradotta in un assoluto miglioramento dell'indice di frequenza degli infortuni, il quale dal 2017 al 2019 si è ridotto di circa il 20%.

Il tema della diversità e della parità di genere ha visto Brembo impegnarsi in diversi progetti al fine di ridurre il divario tra il numero dei dipendenti di sesso maschile rispetto a quelli di sesso femminile, il quale nasce da problematiche strutturali del mondo del lavoro italiano, che non vede una cospicua offerta di profili femminili specializzati nelle materie tecnico-scientifiche. A tal fine Brembo ha preso parte a diverse iniziative come il progetto STEM InPink¹⁴².

Nella distribuzione del valore economico generato, la maggior parte viene trasferito ai fornitori ed ai lavoratori. Buona è l'incidenza dei trasferimenti relativi alle liberalità e alle sponsorizzazioni.

2.2.3- ENI S.p.A.

Azionisti	Quota
Azionista Pubblico	30,334%
Investitori Istituzionali	48,290%
Investitori Retail	20,454%
Azioni proprie	0,916%
Segnalazioni nominative non disponibili	0,006%

* Aggiornamento sulla base delle segnalazioni nominative pervenute alla data del 4 febbraio 2021.

Figura 2.11-Struttura azionariato ENI S.p.A.

Persone per età e genere (n.)									
	2017			2018			2019*		
	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale
<30 anni	2.000	351	2.351	2.274	361	2.635	2.400	357	2.757
31-40 anni	2.709	555	3.264	2.874	584	3.458	2.828	627	3.455
41-50 anni	2.240	333	2.793	2.301	605	2.906	2.409	610	3.099
>51 anni	1.254	175	1.429	1.365	190	1.555	1.358	199	1.557
Totale	8.203	1.634	9.837	8.894	1.740	10.634	9.075	1.793	10.868

* Si segnala che a partire dal 2019 la suddivisione dei dipendenti per età è rappresentata secondo le seguenti categorie: <30; 31-40; 41-50; >51

Persone per inquadramento e genere (n.)									
	2017			2018			2019		
	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale
Manager	475	59	534	407	65	532	478	77	555
Impiegati	1.845	653	2.498	2.036	685	2.721	2.017	688	2.705
Operai	5.883	922	6.805	6.391	990	7.381	6.580	1.028	7.608
Totale	8.203	1.634	9.837	8.894	1.740	10.634	9.075	1.793	10.868

Indici infortunistici dipendenti*									
	2017			2018			2019		
	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale
Incident Rate (Indice di frequenza infortuni)***	1,63	1,56	1,62	1,28	0,66	1,18	1,38	0,91	1,29
Incident Rate (Indice di frequenza infortuni con gravi conseguenze)**	0,04	0,00	0,03	0,02	0,07	0,03	0,02	0,05	0,03

* Nel calcolo degli indici infortunistici riportati vengono considerati unicamente gli infortuni relativi ai dipendenti avvenuti sul luogo di lavoro. Nella sezione "Dipendenti" sono riportati alcuni dettagli per rispondere ai requisiti informativi richiesti dal GRI Standard 403 (2018). Si segnala inoltre che, rispetto a quanto riportato all'interno della DNF 2018, la metodologia utilizzata per il calcolo degli indici infortunistici per dipendenti e non dipendenti che operano presso il Gruppo è stata aggiornata a quanto richiesto dal nuovo standard di riferimento.

** Per "Gravi conseguenze" si intendono infortuni che possono portare alla perdita definitiva di funzionalità del corpo o infortuni che registrano un'assenza maggiore di 90 giorni.

*** Per il calcolo dell'indice di frequenza sono considerati sia gli infortuni con giorni perso sia gli eventi accidentali che non hanno comportato giorni perso al di là del giorno di accadimento dell'evento stesso (es. battimenti medici, cambi di posizione lavorativa).

ENI S.p.A. è una società quotata italiana, multinazionale del settore energetico e specializzata nel settore degli idrocarburi, è nata nel 1953 come ente pubblico su impulso di Enrico Mattei che ne fu anche Presidente. La Società è quotata sia nel FTSE MIB della Borsa di Milano sia al New York Stock

¹⁴² Brembo ha partecipato ai lavori del tavolo progettuale 'STEM in Pink' (seppur ancora allo stato embrionale) di Confindustria Bergamo, per la promozione di workshop incentrati sul tema delle donne in azienda e dell'orientamento di giovani studentesse verso corsi di laurea tecnico-scientifici. La proposta nasce dalla volontà di alcune grandi imprese del territorio di rafforzare il recruiting di profili femminili e di sfatare preconcetti a favore della parità di genere

Exchange. Nonostante il processo di privatizzazione iniziato nel 1995 con l'IPO, la struttura dell'azionariato vede ancora il controllo da parte dello Stato, la cui partecipazione attraverso il MEF e CDP, si attesta al 30%, unico altro azionista di rilievo è Norges Bank (1,425%). La restante cospicua parte delle azioni è di proprietà degli investitori istituzionali per il 48% e per più del 20% degli investitori retail, determinando dunque una forte diffusione tra il pubblico. Il modello di amministrazione e controllo utilizzato dalla Società è di tipo tradizionale. Le sue attività sono molteplici e spaziano dallo sviluppo di nuove soluzioni energetiche alla più tradizionale esplorazione e produzione di idrocarburi, ivi compreso il ciclo di raffinazione e commercializzazione dei prodotti petroliferi, recentemente il campo di operatività di Eni si è ampliata giungendo alla generazione e commercializzazione di energia elettrica, alla produzione di energia rinnovabile, allo sviluppo di prodotti chimici e al settore bioenergetico. L'attività core permane comunque quella di upstream. Con i 69 miliardi di euro di fatturato conseguiti nel 2019 si conferma essere una delle maggiori società italiane per fatturato, nonché tra le leader del settore degli idrocarburi, tali risultati ENI li raggiunge operando in 66 Paesi nel mondo e l'impegno di circa trentuno mila dipendenti. Dunque, la sua Area Strategica d'Affari non ha una dimensione specifica, in quanto sono molteplici le tipologie di clienti che spaziano dal retail all'industrial, e molteplici sono anche le attività nel settore dell'energia. La Società nel 2019 ha introdotto la sua mission ispirandosi sia all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite che a tre pilastri: a) carbon neutrality nel lungo termine; b) eccellenza operativa; c) della promozione delle alleanze per lo sviluppo locale. Di seguito il suo contenuto: *“Siamo un'impresa dell'energia. Sosteniamo concretamente una transizione energetica socialmente equa, con l'obiettivo di*

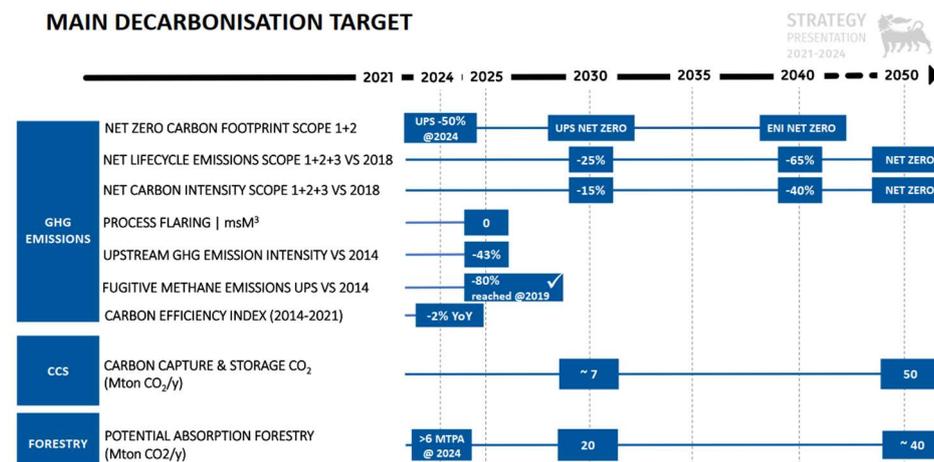


Figura 2.12-Il piano di decarbonizzazione di ENI fino al 2050

preservare il nostro pianeta e promuovere l'accesso alle risorse energetiche in maniera efficiente e sostenibile per tutti. Fondiamo il nostro lavoro sulla passione e l'innovazione. Sulla forza e lo sviluppo

delle nostre competenze. Sulla pari dignità delle persone, riconoscendo la diversità come risorsa fondamentale per lo sviluppo dell'umanità. Sulla responsabilità, integrità e trasparenza del nostro agire. Crediamo nella partnership di lungo termine con i Paesi e le comunità che ci ospitano per

creare valore condiviso duraturo."¹⁴³ Si delinea dunque anche una vision olistica di lungo periodo improntata alla transizione energetica, ma anche volta all'inclusione, alla collaborazione con i differenti partner e all'innovazione.

Nel concreto ENI muove il proprio impegno verso la sostenibilità attraverso la presenza di un piano strategico di Lungo Periodo che prevede un modello di business sostenibile sia dal punto di vista economico-finanziario che da quello ambientale. Tra i punti nodali di tale strategia di lungo periodo sono da evidenziare nel raggiungimento della decarbonizzazione, l'ampiamiento della clientela retail e l'aumento della capacità installata di generazione elettrica proveniente da fonti rinnovabili.

Nel breve-medio periodo il tutto si è tradotto nel Piano Strategico 2021-2024 che prevede tre aree di focus: a) decarbonizzazione; b) Diversificazione nelle aree retail, delle energie rinnovabili e del bioenergetico; c) Flessibilità e resilienza. Prevedendo investimenti nell'innovazione tecnologica, ma soprattutto "Green Organic Capex"¹⁴⁴ per 4 €/mld nel periodo. Nel raggiungimento dell'obiettivo della riduzione delle emissioni ENI prevede di utilizzare come leve fondamentali prodotti e servizi carbon free, l'incremento della quota di gas sul totale della produzione, progetti CCS¹⁴⁵ e REDD+¹⁴⁶ volti alla decarbonizzazione e l'utilizzo di bioraffinerie nei processi di raffinazione degli idrocarburi. Dal punto di vista del risultato economico la Società prevede di raddoppiare il proprio EBITDA fino ad uno scenario previsto un miliardo di euro attraverso una strategia improntata su diverse leve quali: a) flessibilità e selettività nei piani di investimento; b) operazioni straordinarie; c) nuove combinazioni di business volte a massimizzare la crescita; d) una politica dei dividendi progressiva ed accattivante; e) l'utilizzo di nuovi strumenti finanziari con KPI's legati alla sostenibilità. In merito a quest'ultimo punto occorre sottolineare la collocazione di ENI di due bond ibridi per un totale di 3 miliardi di euro¹⁴⁷, al fronte di ordini di 14 miliardi, a testimonianza dell'ampia fiducia dei mercati nella transizione energetica della stessa. Elemento centrale nella scelta della strategia per l'aumento dei clienti retail è la fusione ed integrazione tra il business retail e quello delle energie rinnovabili, infatti, quest'ultime sono di forte tendenza nella suddetta tipologia di clientela.

Altra tematica di rilievo, che dimostra la forte attenzione di ENI verso la sostenibilità è l'obiettivo di migliorare l'IRR¹⁴⁸ dei propri investimenti nelle energie rinnovabili, sinonimo di una chiara volontà di efficientare tali processi attraverso l'innovazione. In conclusione, si delinea una strategia guidata da un forte impulso verso la transizione ecologica che vede coinvolti sia i processi industriali, ma soprattutto la gestione economico-finanziaria della Società. Tale scelta è desumibile sia dovuta alla

¹⁴³ Tratta dal sito web di ENI (www.eni.com)

¹⁴⁴ Green Capex: Decarbonizzazione, Economia Circolare e fonti di energia rinnovabili

¹⁴⁵ Processo di cattura e stoccaggio della CO₂

¹⁴⁶ Progetti volti alla riduzione delle emissioni derivanti dalla deforestazione e dalla degradazione delle foreste.

¹⁴⁷ [Eni: lancia con successo due bond ibridi in euro da 3 miliardi - Il Sole 24 ORE](#)

¹⁴⁸ Internal Rate of Return

volontà di ENI di adeguarsi ed anticipare le future esigenze del settore energetico, sempre più improntato ad una riduzione dell'utilizzo dei combustibili fossili, a favore delle energie rinnovabili¹⁴⁹,

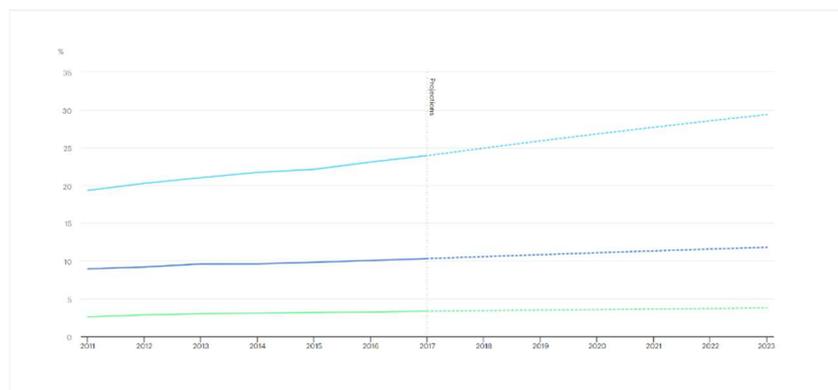


Figura 2.13- Incremento delle energie rinnovabili nel periodo 2017-2023 (Fonte IEA)

come si può notare dal grafico dell'IEA¹⁵⁰ (Fig.13).

Il Consiglio di Amministrazione della Società è composto da nove membri¹⁵¹, e vede come Presidente Lucia Calvosa, e Claudio Descali come Amministratore Delegato nonché Direttore Generale.

Quest'ultimo è l'unico componente con incarichi esecutivi. Degli altri sette membri del Consiglio solo Filippo Giansante non è in possesso dei requisiti d'indipendenza previsti dal TUF. Quattro sono i comitati al suo interno: Comitato per le Nomine, Comitato Controllo e Rischi, Comitato Sostenibilità e Scenari ed il Comitato Remunerazione. Questi ultimi due sono d'interesse centrale per l'analisi, e la loro composizione è simile. Infatti, il Comitato Sostenibilità e Scenari (di seguito anche CSS) è composto da cinque membri¹⁵² di cui quattro indipendenti, mentre nel caso del Comitato Remunerazione¹⁵³, la totalità dei tre membri è indipendente e gli stessi appartengono anche al Comitato Sostenibilità e Scenari, a comprovare la forte correlazione tra Sostenibilità e Remunerazione.

Nello specifico il CSS¹⁵⁴ incentra il proprio focus sull'analisi e lo sviluppo su scenari e sostenibilità, con un'attenzione particolare verso i processi, le iniziative e le attività tese a presidiare l'impegno di

¹⁴⁹ [Boom di energia rinnovabile nel 2023. Ma non basterà per difendere l'ambiente - Il Sole 24 ORE](#)

¹⁵⁰ IEA, Share of modern renewable energy by sector, 2011-2023, IEA, Paris <https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/share-of-modern-renewable-energy-by-sector-2011-2023>

¹⁵¹ CdA nominato dall'Assemblea degli azionisti del 13 Maggio 2020 è composto da Lucia Calvosa (Presidente), Claudio Descalzi (AD), Ada Lucia de Cesaris (I), Filippo Giansante, Pietro Guindani (I), Karina A.Litvack (I), Emanuele Piccinno (I), Nathalie Tocci (I), Raphael Louis L.Vermeir(I). Segretario del Consiglio è Luca Franceschini.

¹⁵² Karina Litvack (Presidente); Filippo Giansante; Emanuele Piccinno; Nathalie Tocci; Raphael Vermeir

¹⁵³ Nathalie Tocci (Presidente), Karina Litvack, Raphael Vermeir

¹⁵⁴ Dal sito web di ENI "Il Comitato è focalizzato principalmente su scenari e sostenibilità, con particolare attenzione su processi, iniziative e attività tese a presidiare l'impegno della Società per lo sviluppo sostenibile lungo la catena del valore. Viene dedicata particolare attenzione al rispetto e tutela dei diritti, in particolare dei diritti umani, fondamento per uno sviluppo inclusivo delle società, dei territori e di conseguenza delle imprese che vi operano. Fra gli altri temi presidiati dal Comitato rispetto alla Sostenibilità: salute, benessere e sicurezza delle persone e delle comunità; sviluppo locale; accesso all'energia, sostenibilità energetica e cambiamento climatico; ambiente e efficienza nell'uso delle risorse; integrità e trasparenza; e innovazione. Il Comitato esamina in particolare gli scenari per la predisposizione del piano strategico, la politica di sostenibilità e la sua attuazione nelle iniziative di business; monitora il posizionamento della Società rispetto ai mercati finanziari sui temi di sostenibilità e le iniziative internazionali in materia di sostenibilità; esamina e valuta le iniziative di sostenibilità, anche in relazione a singoli progetti, nonché la strategia non profit dell'azienda e la sua attuazione, anche in relazione a singoli progetti. Esprime, su richiesta del Consiglio, un parere su altre questioni in materia di sostenibilità."

ENI per lo sviluppo sostenibile. I temi presidiati dal Comitato rispetto alla Sostenibilità spaziano dalla salute all'ambiente e all'efficienza nell'uso delle risorse, nonché all'innovazione e alla sicurezza della comunità. Dunque, i suoi compiti si allargano anche all'analisi degli scenari per la predisposizione del piano strategico ed esprime pareri al C.d.A. sulle questioni legate alla Sostenibilità. Il coinvolgimento di un numero ampio dei componenti del Consiglio nei lavori del suddetto Comitato, correlato ai compiti dello stesso denotano ancora una volta la sensibilità verso i temi della Sostenibilità anche ai più livelli di management di ENI che si è tradotta nei già esaminati Piani Strategici di breve e lungo periodo.

Il ruolo del Comitato per la Remunerazione¹⁵⁵, è di svolgere funzioni propositive e consultive nei confronti del Consiglio sul tema della Remunerazione, in particolar modo sottopone all'approvazione del Consiglio la "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti" e la Politica di remunerazione dei componenti degli organi sociali, compreso il C.d.A. ed i suoi Comitati, e dei dirigenti con responsabilità strategica. Elevato è il numero della frequenza delle riunioni del Comitato, il quale nel 2019 si è riunito per 10 volte. Le sue attività si concretizzano in un piano di engagement (riportato nella figura sottostante) che vede l'ampio coinvolgimento degli stakeholder, in particolare con incontri con gli investitori istituzionali, ma anche azioni di analisi e benchmarking. Il Comitato nella fase di istruttoria della Politica si avvale anche di diverse Società di consulenza internazionali¹⁵⁶, la cui principale attività è quella di benchmarking della remunerazione rispetto ad un Panel di riferimento. Il processo di approvazione della Politica di Remunerazione si sviluppa con l'approvazione del C.d.A. della Politica proposta dal Comitato, la quale viene presentata all'Assemblea che esprime voto vincolante preventivo e voto consultivo non vincolante sui compensi corrisposti.

¹⁵⁵ Dalla Relazione sulla Remunerazione 2020 di ENI :*Il Comitato svolge le seguenti funzioni propositive e consultive nei confronti del Consiglio di Amministrazione in coerenza con le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina (Art. 6.P.4 e Art. 6.C.5):- sottopone all'approvazione del Consiglio di amministrazione la Relazione sulla Remunerazione e in particolare la Politica per la Remunerazione degli Amministratori e dei Dirigenti con responsabilità strategiche, per la sua presentazione all'Assemblea degli azionisti convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio, nei termini previsti dalla legge; - valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della Politica adottata, formulando al Consiglio proposte in materia;- formula le proposte relative alla remunerazione della Presidente e dell'Amministratore Delegato, con riguardo alle varie forme di compenso e di trattamento economico; - formula le proposte relative alla remunerazione dei componenti dei Comitati di Amministratori costituiti dal Consiglio; - propone, esaminate le indicazioni dell'Amministratore Delegato, i criteri generali per la remunerazione dei Dirigenti con responsabilità strategiche, i piani di incentivazione annuale e di lungo termine, anche a base azionaria, nonché la definizione degli obiettivi e la consuntivazione dei risultati aziendali connessi alla determinazione della remunerazione variabile degli Amministratori con deleghe e all'attuazione dei piani di incentivazione; - monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio; - riferisce al primo Consiglio di Amministrazione utile tramite il Presidente del Comitato, sulle questioni più rilevanti esaminate dal Comitato nel corso delle riunioni; riferisce inoltre al Consiglio sull'attività svolta almeno semestralmente e non oltre il termine per l'approvazione della Relazione Finanziaria Annuale e della Relazione Semestrale, nella riunione consiliare indicata dalla Presidente del Consiglio di Amministrazione.*

¹⁵⁶ Le società sono Mercer, Willis Towers Watson e Korn Ferry-Hay Group

Il Comitato in relazione all'esame dei voti espressi in Assemblea da parte degli azionisti nel 2019 ha previsto l'introduzione nell'LTI di specifici obiettivi di sostenibilità nonché di meccanismi di liquidazione pro-rata degli incentivi corrisposti nei confronti dell'AD nel caso di cessazione del rapporto, viene introdotta anche la cd. clausola malus.

La Relazione sulla Remunerazione nella sua struttura e nei suoi contenuti ricalca quanto previsto dallo Schema 7-bis presente nell'Allegato 3 del Regolamento Emittenti.

GRAFICO 9 - PIANO DI ENGAGEMENT ANNUALE

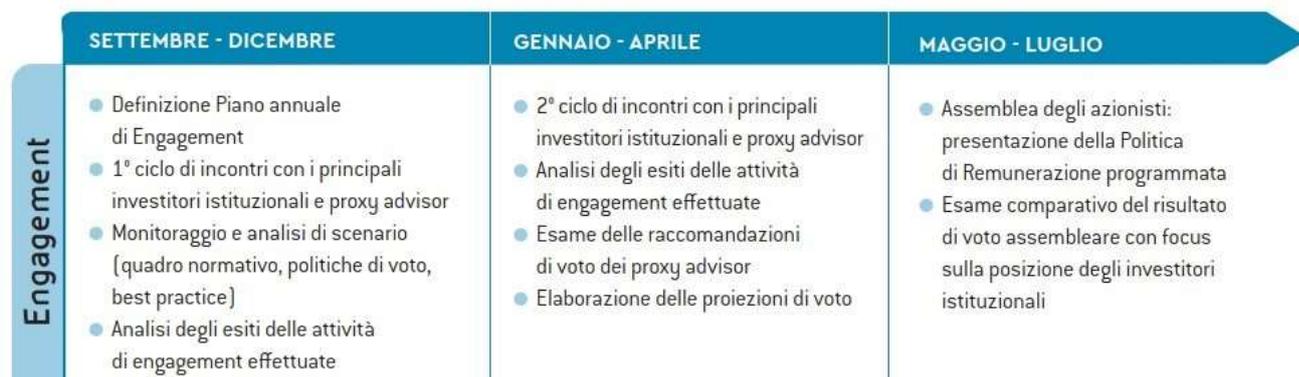


Figura 2.14 - Piano di engagement annuale (Relazione sulla Remunerazione Eni 2020)

Delibera	Approvazione della Relazione sulla remunerazione (I sezione)	Voto consultivo sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente.	Piano di incentivazione LTI e disposizione di azioni proprie al servizio del Piano
% approvazione 2017 ¹⁵⁷	96,33% (~93% tra gli investitori istituzionali)	n/a	78,28% (~85% ca. tra gli investitori istituzionali)
% approvazione 2020 ¹⁵⁸	95,27% (~89% tra gli investitori istituzionali)	89.7% (~93% ca. tra gli investitori istituzionali)	99,27% (~97% tra gli investitori istituzionali)

¹⁵⁷ Assemblea degli azionisti di ENI S.p.A. del 13/04/2017 presente il 63,44% del Capitale Sociale

¹⁵⁸ Assemblea degli azionisti di ENI S.p.A. del 13/05/2020 presente il 98,6% del Capitale Sociale

Le sue percentuali di approvazione negli ultimi anni si sono mantenute su livelli elevati, sopra al 90%, con un ampio consenso anche da parte degli investitori istituzionali. Da notare il notevole incremento dei voti favorevoli nel 2020 dei risultati sulla votazione relativa al Piano di incentivazione di lungo termine LTI, la quale ha avuto un consenso pressoché totalitario tra gli azionisti ed anche tra gli investitori istituzionali; dato tra i più alti delle Società italiane, a testimonianza dell'ampia condivisione dei mercati sulle scelte in materia di sostenibilità effettuate da ENI.

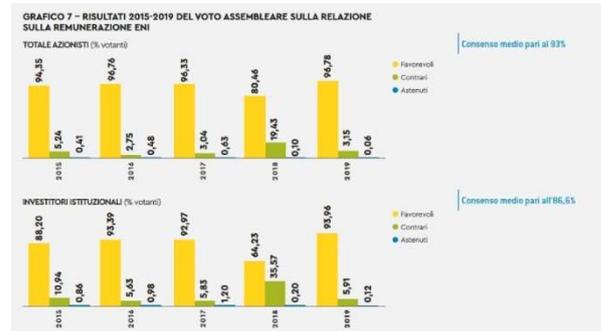


Figura 2.15- Risultati voto assembleare sulla Relazione sulla Remunerazione ENI

Leggermente inferiore al 90% è la percentuale di voti favorevoli nella delibera relativa ai Compensi corrisposti nell'esercizio precedente. Le percentuali di approvazione assembleare da parte degli investitori istituzionali sono ampiamente al di sopra della media delle società quotate italiane sia in merito al voto preventivo sulla Politica di Remunerazione sia sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente.

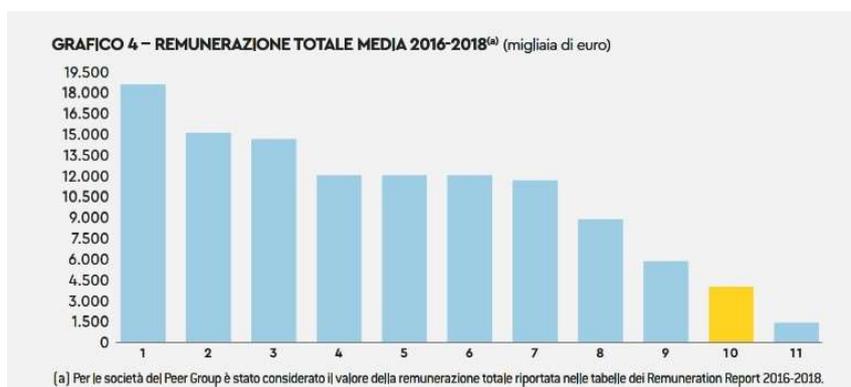
2.2.3.1 – Peer Group

La scelta del peer group in ENI S.p.A. è stata effettuata dal Comitato per la Remunerazione, con l'ausilio di Mercer, Willis Towers Watson e Korn Ferry, Società di Consulenza esperte nel settore. La scelta è in linea con il panel utilizzati negli esercizi precedenti. I gruppi scelti sono due, identificabili con le lettere A) e B).

Il gruppo A) è composto da 10 società quotate, operanti nel settore Oil & Gas internazionale, con focus alle attività upstream, in coerenza con il posizionamento strategico della Società. Le stesse sono concorrenti di ENI a livello internazionale, la cui scelta è volta a garantire la rappresentatività del settore a livello globale e con caratteristiche di business comparabili per attività e aree geografiche di riferimento, tenendo conto anche delle dimensioni aziendali (capitalizzazione, riserve, produzioni): Apache, BP, Chevron, ConocoPhillips, Equinor, ExxonMobil, Marathon Oil, Occidental¹⁵⁹, Shell e

¹⁵⁹ in sostituzione di Anadarko a seguito della fusione con la stessa

Total. Tale panel è utilizzato per la valutazione del posizionamento retributivo dell'Amministratore Delegato, il quale viene parametrato al valore retributivo mediano delle suddette società, ponderato per la loro capitalizzazione di mercato. Lo stesso Peer Group è utilizzato per il benchmarking dei risultati di Eni nell'ambito del Piano LTI



di tipo azionario; così che i criteri di individuazione utilizzati al fine della costruzione del panel prevedono di considerare esclusivamente le società che pubblicano dati sul parametro NPV delle Riserve Certe confrontabili con Eni¹⁶⁰. A livello di capitalizzazione e di riserve ENI si posiziona sotto la media del gruppo di riferimento, ciò come si può vedere si ripercuote anche nel livello di remunerazione del CEO.

TABELLA 3 – CARATTERISTICHE PEER GROUP

Azienda	Capitalizzazione Media 2016-2018 (Mld €)	Produzione 2018 (Mln boed)	Riserve 2018 (Mld BOE)	Compensation Peer	Performance Peer
1. Exxon Mobil	301	4,0	24,3	✓	✓
2. Royal Dutch Shell	220	3,8	11,6	✓	✓
3. Chevron	197	2,9	12,1	✓	✓
4. Total	120	2,8	12,1	✓	✓
5. BP	117	3,8	19,9	✓	✓
6. Equinor	59	2,0	6,2	✓	✓
7. ConocoPhillips	59	1,3	5,3	✓	✓
8. Occidental ⁽¹⁾	46	0,7	2,8	✓	✓
9. Apache	15	0,5	1,2	✓	✓
10. Marathon Oil	12	0,4	1,3	✓	✓
Mediana Peer Group	88	2,4	8,9		
Eni	52	1,9	7,2		
Δ% Eni vs. Peer Group	-41%	-22%	-19%		

(a) Occidental sostituisce Anadarko a seguito dell'operazione di fusione tra le due società.

Figura 2.16 - Caratteristiche Peer Group A2

Diversi sono i criteri utilizzati per la costruzione del gruppo B) denominato “Top Italia”, composto da 12 delle maggiori Società quotate del FTSE MIB quali: Assicurazioni Generali, Atlantia, Enel, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediaset, Mediobanca, Poste Italiane, Prysmian, Snam, Terna, TIM, Unicredit. Tale gruppo, che, come principale, requisiti vede i fattori economico-finanziari e patrimoniali e non dunque una specifica area d'affari, è utilizzato per la valutazione del posizionamento competitivo del Presidente e degli amministratori non esecutivi rispetto a coloro cui

¹⁶⁰ Tale valore si calcola facendo riferimento alla metodologia di calcolo definita dalla SEC. Il Net Present Value delle Riserve certe è l'Indicatore che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri delle riserve certe di idrocarburi al netto dei costi futuri di produzione e sviluppo e delle relative imposte.

sono affidati analoghi ruoli nelle suddette società. Si possono comunque individuare tre settori di appartenenza delle Società: finanziario, telecomunicazioni ed energetico. Quest'ultimo scelto per la corrispondenza nel settore di ENI, ed i restanti due presumibilmente scelti per le competenze degli amministratori non esecutivi necessarie nello svolgimento delle loro attività.

La scelta di creare due panel è ampiamente condivisibile dalla tipologia di remunerazione attribuita all'AD e agli altri amministratori. Infatti, nel primo caso si tratta di una remunerazione variabile legata a dei risultati di un mercato fortemente internazionale parametrabile solo con compagnie operanti nello stesso settore, il cui andamento generale è accomunato da specifiche variabili macroeconomiche quale a titolo esemplificativo il prezzo del petrolio.

Nel gruppo, considerata l'espansione verso nuovi mercati di ENI e nell'analogia dell'assetto proprietario e la comune appartenenza nella sede si sarebbe potuta inserire ENEL.

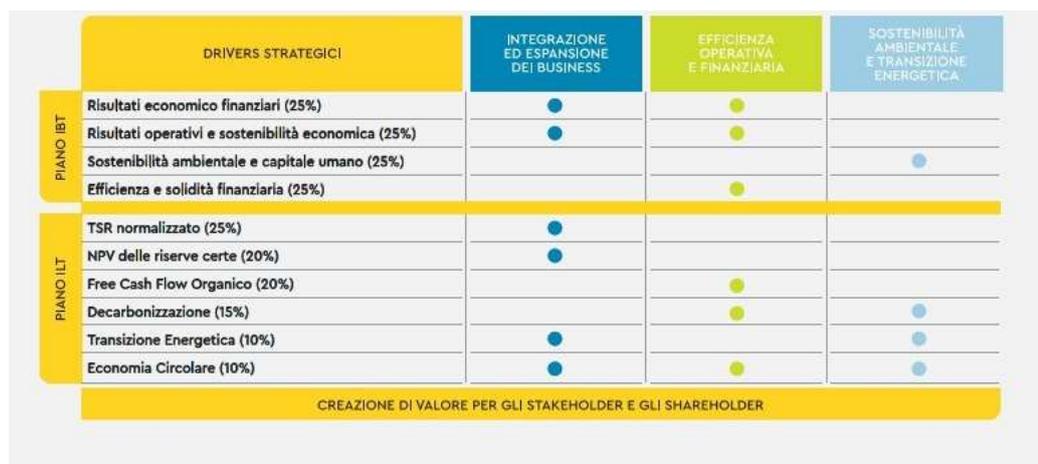
2.2.3.2 – Politica di remunerazione

La politica di remunerazione in ENI per l'esercizio 2020, come riportato nella Relazione sulla Remunerazione 2020 “ *supporta il raggiungimento degli indirizzi definiti nel Piano Strategico della Società promuovendo, attraverso un adeguato bilanciamento dei parametri di performance dei sistemi di incentivazione di breve e di lungo termine, l'allineamento degli interessi del management all'obiettivo prioritario della creazione di valore sostenibile per gli azionisti in una prospettiva di medio-lungo periodo* ” , forte dunque è il suo legame con la strategia aziendale e con il tema della sostenibilità. In coerenza a ciò la realizzazione della mission si traduce secondo tre punti focali individuati dalla Società:¹⁶¹ a) La promozione di azioni e comportamenti rispondenti ai valori e alla cultura della società; b) la formalizzazione ed il riconoscimento delle responsabilità attribuite e dei risultati conseguiti; c) la definizione di sistemi di incentivazione connessi al raggiungimento di obiettivi economico-finanziari, di sostenibilità ambientale e sociale. Tali punti focali, costituiscono una sorta di “postulato” nella redazione delle Politiche di Remunerazione, indirizzandola verso il

¹⁶¹ Ex Relazione della Remunerazione 2020 ENI “*Il contributo della Politica sulla Remunerazione Eni per la realizzazione della mission aziendale, avviene attraverso: - la promozione di azioni e comportamenti rispondenti ai valori e alla cultura della Società, nel rispetto dei principi di pluralità, pari opportunità, valorizzazione delle conoscenze e della professionalità delle persone, equità, non discriminazione e integrità previsti dal Codice Etico e dalla Policy Eni “Le nostre persone”;- il riconoscimento dei ruoli e delle responsabilità attribuite, dei risultati conseguiti e della qualità dell'apporto professionale, tenendo conto del contesto e dei mercati retributivi di riferimento;- la definizione di sistemi di incentivazione connessi al raggiungimento di obiettivi economico/finanziari, di sostenibilità ambientale e/o sociale e di sviluppo delle attività e responsabilità operative e individuali assegnate, definiti in un'ottica di perseguimento dei risultati nel lungo periodo, in coerenza con gli indirizzi del Piano Strategico della Società, tenendo conto delle prospettive di interesse dei diversi stakeholder.*

riconoscimento delle competenze e delle responsabilità di ciascun amministratore¹⁶², ma anche verso un costante allineamento alla strategia e ai valori della Società.

Nella definizione delle Linee Guida di Politica per il mandato 2020-2023 si è tenuto conto di due direttrici quali il mantenimento per i vertici aziendali di una remunerazione massima complessiva in linea con quella del precedente mandato ed il generale mantenimento della struttura e dell'articolazione della Politica retributiva con quella precedentemente in vigore, pertanto, non si riscontrano particolari differenze. La struttura della remunerazione degli amministratori incaricati di ruoli esecutivi prevede un adeguato bilanciamento tra la componente fissa e la componente variabile, in funzione della strategia aziendale e della politica di gestione del rischio della Società e del contesto operativo. L'impianto della Politica di remunerazione è il pilastro del collegamento che vi è tra le strategie aziendali e la stessa Politica; infatti l'azione del management in relazione alla creazione di valore di lungo termine, all'attenzione all'ambiente, alla sicurezza e alle persone ed una rigorosa disciplina finanziaria viene valutata nel breve termine in base ad un quadro articolato e bilanciato di obiettivi volti a garantire la redditività e la sostenibilità, mentre nel medio lungo termine gli strumenti



di valutazione utilizzati riguardano la performance azionaria ed il valore generato, nonché alcuni indicatori di sostenibilità.

Figura 2.17- Allineamento della Politica con la strategia

Come si può vedere nella Figura 17, la Società delinea un'apposita mappa di collegamento tra Politica e strategia. La Politica si compone di cinque principali componenti per gli amministratori esecutivi individuabili nella remunerazione fissa, la remunerazione variabile di breve termine, il Piano di incentivazione di lungo termine azionario 2020-2022, i benefici non monetari ed il trattamento di

¹⁶² Ex Relazione sulla Remunerazione 2020 ENI: “- la remunerazione degli Amministratori e dei Dirigenti con responsabilità strategiche sia stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare persone di alto profilo professionale e manageriale (Art. 6.P.1 del Codice di Autodisciplina 2020) e sia definita in modo tale da allineare i loro interessi all'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo (Art. 6.P.2 del Codice di Autodisciplina 2020); - la remunerazione degli Amministratori non esecutivi sia adeguata alla competenza, professionalità e impegno richiesti dai compiti loro affidati in seno al Consiglio di Amministrazione, nell'ambito dei Comitati consiliari”. Viene inoltre segnalato come la Politica segua le raccomandazioni previste dal Codice di Autodisciplina 2020

fine rapporto. Nel caso degli amministratori non esecutivi tali componenti si riducono a tre in quanto non godono di tutta la componente variabile della Politica.

Il pacchetto retributivo per l'unico amministratore esecutivo, ovvero l'Amministratore Delegato, prevede un pay mix ampiamente sbilanciato verso la componente variabile di lungo periodo, sia al livello target che al livello massimo degli obiettivi, dove addirittura supera il 50%. Le altre due componenti si attestano su di un livello di equilibrio al 30% a livello target, mentre a livello massimo la componente fissa rimane pressoché invariata nel suo valore relativo, e si riduce sotto il 20% la componente variabile di breve periodo. Si delinea nuovamente un generale allineamento della strategia aziendale con la Politica, infatti, anche in questo caso il Pay Mix è volto a stimolare il raggiungimento di risultati oltre target nel lungo periodo, desumibile anche dal fatto che nel piano di incentivazione di breve periodo non si garantisce una cospicua premialità dal raggiungimento del livello massimo degli obiettivi.

L'analisi delle componenti parte dalla componente fissa, la cui principale finalità è di attrarre e fidelizzare risorse dotate di elevate capacità manageriali ed esperienze, e *“motivare al raggiungimento di obiettivi sostenibili nel lungo periodo”*. Tale compenso si concretizza in ottantamila euro per ogni membro del CdA, al quale si sommano i compensi aggiuntivi per la partecipazione ai lavori¹⁶³ endo consiliari, i quali corrispondono ad un compenso massimo di 500mila euro per il Presidente del CdA ed a un massimo di 1,6 milioni di euro per l'Amministratore Delegato e Direttore Generale. Tali cifre sono in linea con la Politica di Remunerazione previste nel mandato 2017-2020.

La seconda componente oggetto di analisi è il piano di incentivazione di breve periodo (IBT), a

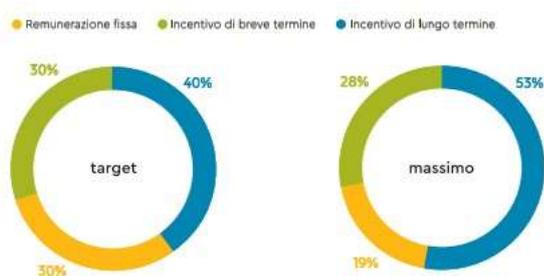


Figura 2.18 - PayMix CEO Eni (Relazione sulla Remunerazione)

carattere esclusivamente monetario, il cui obiettivo specifico è quello di motivare il conseguimento degli obiettivi annuali, nell'ottica di promuovere la sostenibilità nel medio-lungo termine; ciò viene tradotto in termini pratici, in quattro differenti obiettivi per l'AD misurabili ognuno con due differenti KPI's:

a) raggiungimento di un determinato risultato economico-finanziario, misurato con l'EBT ed il Free Cash Flow; b) perseguimento dei risultati operativi e della sostenibilità dei risultati economici misurato attraverso il livello di produzione di

¹⁶³ - per il Comitato Controllo e Rischi un compenso pari a 70.000 euro per il Presidente e a 50.000 euro per gli altri membri;- per il Comitato Remunerazione e il Comitato Sostenibilità e Scenari, un compenso pari a 50.000 euro per il Presidente e a 35.000 euro per gli altri membri; per il Comitato per le Nomine un compenso pari a 40.000 euro per il Presidente e a 30.000 euro per gli altri membri.

idrocarburi ed il livello di risorse esplorative; c) miglioramento delle performance legate alla sostenibilità ambientale e al capitale umano la cui relativa performance è parametrizzata attraverso il livello di Emissioni di CO₂ ed il Severity Incident Rate; d) consolidamento della situazione finanziaria, che ha come KPI's il ROACE ed il rapporto Debt/EBITDA. Il peso di ciascun parametro di performance sul totale della remunerazione variabile di breve periodo è pari al 25%, equamente diviso nei due rispettivi KPI's al quale viene assegnato un valore del 12,5% ciascuno.

Ciascun obiettivo è predeterminato e misurato secondo uno spettro di risultati che va da 70 a 150 punti, fatto 100 il target. Al di sotto di 70 punti, il risultato dell'obiettivo è considerato pari a zero. Nel conseguimento dell'incentivazione la soglia minima del risultato è pari ad 85 punti.¹⁶⁴ Il

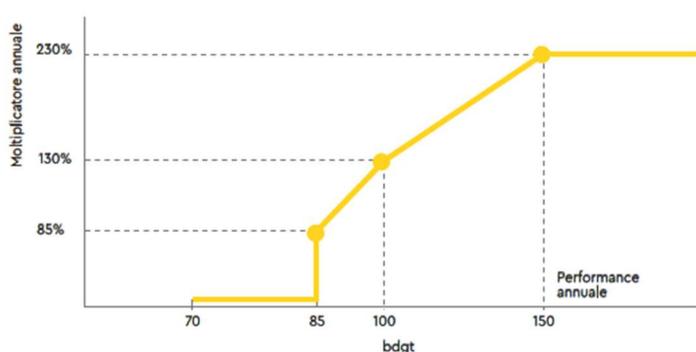


Figura 2.19 - Moltiplicatore quota differita

punteggio massimo della scheda di performance prevede come valore massimo in 150 punti. L'incentivazione prevista a livello target per l'AD è pari al 150% della retribuzione fissa. L'andamento del moltiplicatore dell'IBT totale, tra i valori della performance annuale compresi tra l'85% ed il 150%,

di quanto preventivato a budget segue un andamento lineare di diretta proporzionalità con coefficiente angolare pari ad 1.¹⁶⁵ Si determina un cap della quota annuale erogabile pari al 181% della remunerazione fissa. Le uniche differenze rispetto al Piano IBT del precedente triennio sono nelle soglie di accesso, che risultavano essere leggermente inferiori nel precedente piano.

Il piano prevede un apposito meccanismo di differimento, in linea con quello adoperato negli anni precedenti, nel quale la corresponsione del 65% dell'incentivo totale annuale maturato (IT)¹⁶⁶, chiamato incentivo annuo (IA)¹⁶⁷, avviene nell'esercizio successivo a quello in cui è stato raggiunto

¹⁶⁴ Ex Relazione sulla Remunerazione 2020: "In considerazione dell'esigenza di promuovere iniziative di sviluppo del business, è inoltre previsto che al punteggio complessivo della scheda di performance possa essere applicato un coefficiente pari a 1,1, in caso di realizzazione di operazioni di evoluzione del portafoglio non previste a budget, se riconosciute dal Consiglio di Amministrazione, al momento della loro approvazione, come operazioni di particolare rilevanza ai fini dell'attuazione delle linee strategiche del Piano 2020-2023 e ritenute dal Comitato Remunerazione rilevanti anche ai fini della performance annuale."

¹⁶⁵ La funzione che rappresenta il valore del moltiplicatore è la seguente (con y= Moltiplicatore annuale, x= Performance annuale misurata rispetto al livello previsto a budget) :

$$y = \begin{cases} 0 & \text{con Performance} < 85\% \text{ livello budget} \\ x & \text{con } 85\% \text{ livello budget} > \text{Performance} < 150\% \text{ livello budget} \\ 150\% & \text{con Performance} > 150\% \text{ livello budget} \end{cases}$$

¹⁶⁶ L'incentivo totale è calcolato secondo la seguente formula: IT = RF x I_{Target} x M, dove RF è la remunerazione fissa complessiva e I_{Target} è la percentuale di incentivazione a livello di risultato target (per l'Amministratore Delegato è pari al 150% della RF), mentre M è il moltiplicatore collegato al risultato complessivo conseguito.

¹⁶⁷ IA = IT x 65%

il risultato. Il restante 35%, denominato incentivo differito (I_D)¹⁶⁸, è sottoposto al cd. Periodo di performance e vesting, ovvero ad ulteriori condizioni di risultato nell'arco di un periodo triennale, al cui termine a seconda dei risultati conseguiti nel triennio verrà erogato l'incentivo differibile erogabile (I_{DE})¹⁶⁹, determinato attraverso una specifica equazione al cui interno è presente la media dei moltiplicatori annuali determinanti sulla base del risultato complessivo conseguito da ENI in ciascun anno e verificabile attraverso il seguente grafico, il quale è espressione di un'equazione che prevede diversi coefficienti angolari nei diversi intervalli tra l'85% ed il 150% della performance annuale rispetto al budget, maggiori del coefficiente angolare utilizzato nell'equazione¹⁷⁰ per la determinazione del moltiplicatore annuale. Nello stesso si nota che il moltiplicatore per il raggiungimento di performance pari o superiori alla media è nettamente incrementativo della retribuzione conseguita, con il chiaro obiettivo di spingere gli amministratori a consolidare le performance conseguite, nonché a migliorarle, evitando qualsiasi sorta di comportamento orientato allo short termism. Infatti, per livelli al di sotto della performance annuale prevista a budget è previsto

Posizione nel ranking										
1°	2°	3°	4°	5°	6°	7°	8°	9°	10°	11°
Moltiplicatore										
180%	160%	140%	120%	100%	80%	0%	0%	0%	0%	0%

Posizionamento mediano

Figura 2.19 - Scala di performance - Moltiplicatore (Relazione sulla Remunerazione Eni 2020)

un moltiplicatore riduttivo dell'incentivo differibile erogabile, con un limite minimo per la soglia d'accesso posto sempre all'85%, mentre l'intervallo considerabile per la misurazione della performance complessiva è quello del

70%, al di sotto del quale il risultato dell'obiettivo è pari a zero. Il cap della quota differita erogabile corrisponde al 181% della remunerazione fissa.

In sintesi, risulta un meccanismo d'incentivazione di breve termine focalizzato innanzitutto sul raggiungimento di un risultato nel raggiungimento di una performance annuale nei vari obiettivi da considerarsi almeno a livello "accettabile" rispetto a quanto preventivato a budget, con forti incentivi al raggiungimento di risultati migliori del budget ma che comunque devono essere stabili nel tempo. La terza componente di cui si compone il sistema di remunerazione ed incentivazione dell'AD è la componente variabile di medio-lungo termine (ILT), il cui obiettivo primario è quello di "Promuovere la creazione di valore per gli azionisti e la sua sostenibilità nel lungo periodo" e

¹⁶⁸ $ID = IT \times 35\%$

¹⁶⁹ $I_{DE} = ID \times MD$

¹⁷⁰ La funzione che rappresenta il valore del moltiplicatore è la seguente (con y = Moltiplicatore quota differita, x = Performance annuale misurata rispetto al livello previsto a budget) :

$$y = \begin{cases} 0 & \text{con Performance} < 85\% \text{ livello budget} \\ \frac{11}{3}x & \text{con } 85\% \text{ livello budget} > \text{Performance} < 100\% \text{ livello budget} \\ 2x & \text{con } 100\% \text{ livello budget} > \text{Performance} < 150\% \text{ livello budget} \\ 150\% & \text{con Performance} > 150\% \text{ livello budget} \end{cases}$$

prevede la corresponsione di incentivi a carattere esclusivamente azionario. Il piano presenta forti analogie nel funzionamento con il precedente piano ILT 2017-2020, a partire dagli obiettivi che sono stati individuati in: a) Performance nel mercato azionario, parametrato con il Total Shareholder Return (relativo); b) Obiettivo di carattere industriale, misurato attraverso il Net Present Value delle

Obiettivi di tipo assoluto	Parametro	Unità di misura	Soglia	Target	Massimo
Obiettivo Economico-Finanziario	Free Cash Flow organico	miliardi di euro cumulati nel triennio 2020-2022	14,32	15,07	16,57
Obiettivo di Decarbonizzazione	Emissioni CO ₂ eq upstream su produzione operata Eni	tCO ₂ eq/kboe al 31.12.2022	18,2	17,9	17,4
Obiettivo di Transizione Energetica	Capacità di generazione elettrica da fonti rinnovabili	MW di capacità installata al 31.12.2022	1.517,5	1.735,0	2.170,0
Obiettivo di Economia Circolare	Realizzazione di 3 progetti ⁽¹⁾ rilevanti nell'ambito dei biocarburanti	Nr. progetti con stato avanzamento al 31.12.2022 in linea con il Piano Strategico	1 progetto	2 progetti	3 progetti

Figura 2.20- I valori dei livelli di performance soglia, target e massimo degli obiettivi di tipo assoluto. (Documento informativo del Piano LTI)

Riserve Certe relativo; c) di carattere Economico-Finanziario che vede come KPI il Free Cash Flow Organico assoluto; d) tre obiettivi di Sostenibilità Ambientale e Transizione Energetica, quali: d.1) Decarbonizzazione che vede come performance chiave l'intensità Emissioni di CO₂eq in termini assoluti; d.2) Transizione Energetica con KPI lo Sviluppo Generazione Elettrica da Fonti Rinnovabili (assoluto); d.3) Perseguimento dell'Economia Circolare parametrato alla Realizzazione di Progetti rilevanti nell'ambito del settore bioenergetico. I pesi di ogni singolo obiettivo sono pari al 20% per gli obiettivi b) e c); al 25% per l'obiettivo a) il 15% per l'obiettivo d.1), ed il 10% per gli obiettivi d.2) e d.3). Dunque, in un generico equilibrio tra obiettivi economico, finanziari ed industriali una quota preponderante del peso viene attribuita alla Sostenibilità, in linea con la strategia di lungo periodo attuata da Eni. Differenti rispetto al precedente Piano ILT sono gli obiettivi, infatti erano presenti solamente gli attuali target a) e b) che analogamente vedevano come parametri per la misurazione della performance il TSR relativo ed il NPV delle riserve certe relativo. La lettura di questo cambiamento è da interpretare nella chiara volontà di adeguarsi al Piano Strategico di lungo periodo incentrato sulla sostenibilità economica ed ambientale.

È previsto un apposito meccanismo per la determinazione del numero di azioni attribuibili all'inizio di periodo di vesting triennale, che muove le fondamenta sempre dall'ammontare della remunerazione fissa complessiva e dalla percentuale di incentivazione a livello di risultato target, il cui valore di riferimento per l'AD è pari al 150% della Remunerazione fissa complessiva. Attraverso questi due fattori base si determina un valore monetario base, che diviso per il prezzo di attribuzione determina il numero di azioni attribuite. Tale numero viene calcolato annualmente. Le azioni attribuite sono soggette ad un periodo di maturazione coincidente con la durata triennale del Piano ILT, al termine del quale viene determinato il numero di azioni assegnate attraverso un'ulteriore formula che tiene conto del numero di azioni attribuite e di un moltiplicatore dato dalla media ponderata dei

moltiplicatori di ciascun parametro.

Attraverso la suddetta formula, si determina il numero di azioni assegnabili gratuitamente all'AD.

Tale moltiplicatore è determinato in un valore tra lo zero il 180% nel caso dei parametri di tipo relativo¹⁷¹, con la soglia di accesso collocata ad un livello di

GRAFICO 14 - SCALA DI PERFORMANCE ASSOLUTA - MOLTIPLICATORE

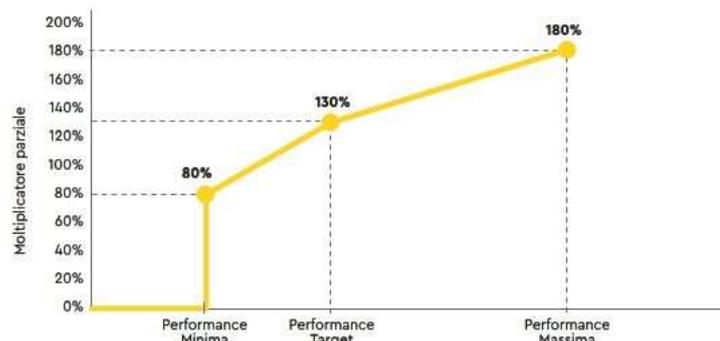


Figura 2.21 - Curva Moltiplicatore/ Performance (Relazione sulla Remunerazione ENI)

posizionamento mediano rispetto al Peer Group di riferimento, al di sotto del quale il valore del moltiplicatore è pari a 0, ma che vede un andamento incrementativo “a gradini” del 20% per ogni posizione del ranking superiore al posizionamento mediano (Vedi Fig. 19). Per i parametri di tipo assoluto¹⁷² il risultato è valutato sulla base di un moltiplicatore parziale variabile anche in questo tra zero e 180%, in funzione dell’equazione del seguente grafico che vede come variabile indipendente la performance ed una soglia di accesso posizionata al livello della Performance minima (di cui non si conosce il relativo livello nei vari parametri), che determina un moltiplicatore parziale pari all’80%. L’andamento della funzione vede a livello della performance target un moltiplicatore pari al 130% e per la performance massima il valore del moltiplicatore si attesta al 180%. Il moltiplicatore viene determinato con il metodo dell’interpolazione lineare. Sulla base del grafico l’andamento della funzione sembra essere più pendente tra le performance minima e la performance target, ciò è geometricamente definibile in relazione alla tabella riportata nel Documento Informativo del Piano (Fig. 21)

Una volta definito il moltiplicatore, lo stesso lo si confronta con dei livelli soglia, target e massimo. Il livello di accesso prevede una performance media ponderata pari al 40%, non elevata e che quindi pone in essere il fatto che alcuni parametri si attestino al di sotto della performance minima prevista. Al di sotto di tale valore non è prevista l’assegnazione di alcuna azione. Il controvalore delle azioni assegnate a livello della performance a livello soglia è pari al 60%¹⁷³ della remunerazione fissa. Il target della performance media ponderata triennale è pari al 116,5% e a tal livello il controvalore delle azioni in percentuale della retribuzione fissa raggiunge il 174,75%. Valore che si attesta al 270% nel caso della performance media ponderata triennale massima, pari al 180%. Si evidenzia un meccanismo fortemente premiale delle performance oltre target particolarmente stimolante per gli

¹⁷¹ TSR e NPV delle riserve certe, da calcolare rispetto al Peer Group a)

¹⁷² FCF, Obiettivi di Decarbonizzazione, Transizione Energetica e Economia Circolare

¹⁷³ I valori di incentivazione in % della Remunerazione fissa riportati in tabella sono calcolati come segue: - Soglia: 60% = 150% x 40%; - Target: 174,75% = 150% x 116,5%; - Max: 270% = 150% x 180%

amministratori, ponderato nel rischio dalla possibilità di vedersi assegnare una quota delle azioni previste dal Piano anche nel caso del mancato raggiungimento di alcuni parametri a livello della performance minima prevista.

Il Regolamento del Piano prevede un periodo di vesting triennale¹⁷⁴ sul quale calcolare il moltiplicatore a partire dal periodo di attribuzione annuale, al termine del quale è prevista l'assegnazione delle azioni gratuite.¹⁷⁵ Il termine del piano è previsto per il 2025.

In entrambi i piani di incentivazione sono presenti appositi meccanismi volti alla mitigazione del rischio, quale la clausola clawback che prevede la restituzione di compensi già assegnati, o la clausola malus che prevede la mancata erogazione/assegnazione di componenti variabili il cui diritto al conseguimento sia già maturato o sia in corso di maturazione. Tali meccanismi entrano in funzione qualora il diritto al conseguimento sia frutto di dati che si sono rivelati successivamente manifestatamente errati.

La Politica di remunerazione prevede la corresponsione di benefici non monetari per l'AD, in linea con la prassi retributiva per tale posizione nonché con le normative locali, tale componente ha la finalità di completare e valorizzare il pacchetto retributivo, inserendovi forme di tutela previdenziale e di copertura sanitaria quali: previdenza complementare, assistenza sanitaria integrativa, coperture assicurative e l'autovettura ad uso promiscuo.

Ulteriormente alle precedenti componenti è previsto per l'Amministratore Delegato Descalzi un cd. *Golden Parachute* costituita dalla corresponsione di un'indennità di fine rapporto pari a due annualità della remunerazione fissa, attribuibile sia nel caso di cessazione anticipata del mandato sia nel caso di mancato rinnovo della carica. La sopradetta indennità è da considerarsi per la sola cessazione della carica di Amministratore Delegato, ma considerato che Descalzi ricopre anche il ruolo di Direttore Generale, è prevista in aggiunta la corresponsione di un'indennità pari a due annualità della remunerazione fissa più incentivo di breve termine per la risoluzione consensuale del rapporto di lavoro.

Nel mandato 2020-2023 è previsto che possa essere definito un patto di non concorrenza volto a tutelare gli interessi della Società, attivabile a totale discrezione del C.d.A. attraverso l'esercizio di un diritto di opzione ed un corrispettivo contenuto nello stesso Patto. Il solo esercizio di opzione ha come corrispettivo massimo l'importo di trecentomila euro, mentre il corrispettivo per il Patto è definito in relazione agli obblighi contrattuali ivi contenuti, è da intendersi per ciascun anno di vincolo costituito da: una componente fissa e da una componente variabile determinata dalla media dei

¹⁷⁴ Es. per l'attribuzione 2020 il periodo di misurazione delle performance triennale è il 2020-2022 e l'assegnazione avverrà nel 2023.

¹⁷⁵ Si tratta di azioni proprie in possesso della Società.

risultati del Piano IBT del triennio precedente che oscilla tra i 500mila euro della performance target ed un milione di euro della performance massima.

2.2.3.3 – Obiettivi e KPI's

Gli obiettivi ed i KPI's scelti dalla Società nella Politica di Remunerazione 2020 nel piano di incentivazione variabile di breve termine (IBT) sono i seguenti: a) raggiungimento di un determinato risultato economico-finanziario, misurato con l'EBT ed il Free Cash Flow; b) perseguimento dei risultati operativi e della sostenibilità dei risultati economici misurato attraverso il livello di produzione di idrocarburi ed il livello di risorse esplorative; c) miglioramento delle performance legate alla sostenibilità ambientale e al capitale umano la cui relativa performance è parametrizzata attraverso il livello di Emissioni di CO₂ ed il Severity Incident Rate; d) consolidamento della situazione finanziaria, che ha come KPI's il ROACE ed il rapporto Debt/EBITDA.

I parametri EBT e FCF sono stati scelti da Eni in quanto adeguatamente rappresentativi della capacità di Eni di garantire la redditività delle proprie attività e di assicurare flussi di cassa sufficienti a ripagare gli investimenti e i dividendi, il cui perseguimento dell'obiettivo si prevede di raggiungerlo attraverso l'espansione del settore upstream, il rafforzamento nella linea Gas & Power, la resilienza nel downstream ed il green business. È da sottolineare l'inclusione di quest'ultima leva tra quelle capaci di consolidare la redditività aziendale e di generare flussi di cassa, in linea anche con il Piano Strategico che prevede il miglioramento del risultato economico pur attuando una “rivoluzione sostenibile” nell'operatività dell'azienda.

La scelta di tali indicatori è ampiamente condivisibile in relazione agli obiettivi, infatti, l'EBT esprime un risultato che tiene conto degli oneri della gestione finanziaria, area di assoluto rilievo nel business di Eni ad alto utilizzo di capitale di terzi, ma che soprattutto vede un'elevata frequenza nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati cd. *Energy derivatives* a copertura dell'oscillazione dei prezzi di diversi sottostanti¹⁷⁶ alla base del business del settore energetico. Si giustifica così la mancata scelta di altri indicatori quali EBIT o EBITDA.

In merito agli obiettivi operativi e di sostenibilità dei risultati economici, la misurazione avviene attraverso la parametrizzazione del livello della produzione degli idrocarburi e delle risorse esplorative utilizzate, KPI's fondamentali in un'azienda come ENI considerata tra le leader globali dell'upstream. Infatti, tali indicatori misurano come la strategia raggiunge l'efficienza operativa attraverso un

¹⁷⁶Carbone, Petrolio, CO₂, Gas Naturale ex “Derivati per la copertura del rischio di prezzo nei mercati energetici, ODCEC Milano, Prof. Fabio Bellini Carbone, Petrolio, CO₂, Gas Naturale”

continuo rimpiazzo del portafoglio risorse mediante costosi processi di esplorazione. Il risultato di tali attività è pianificato che si traduca nella produzione di flussi di cassa sia attraverso il modello “Dual Exploration” che prevede che vengano vendute quote di minoranza dei giacimenti scoperti, sia attraverso la celere messa in opera del processo di produzione degli idrocarburi presenti nei giacimenti e la loro commercializzazione.

I KPI's utilizzati per la misurazione della performance relativamente all'obiettivo del consolidamento della situazione finanziaria sono il ROACE ed il rapporto Debt/EBITDA. La scelta di quest'ultimo è da interpretare nella sua importanza derivante dal fatto di essere uno dei parametri principalmente usati delle agenzie di rating nel rilascio del giudizio per gli investitori, al contempo è l'indicatore più utilizzato a livello globale nella misurazione del livello di capacità del rimborso del debito. Rappresenta quindi un ottimo e confrontabile indicatore della struttura finanziaria della Società, al fine invece di misurare la qualità degli investimenti è utilizzato il ROACE¹⁷⁷, tale indice è stato preferito rispetto al più comune ROCE, che prevede una valutazione del Capitale investito pari al valore contabile al termine dell'esercizio è da comprendere in ragione del fatto che il valore degli asset di ENI è composto da immobilizzazioni materiali composte anche da giacimenti il cui valore è soggetto ad un continuo cambiamento di valore sulla base dei principi contabili prevedono un ammortamento basato sui volumi di produzione¹⁷⁸, e dunque attraverso la media del valore d'iscrizione degli asset si ottiene un'immagine più veritiera, che non comporta una sopravvalutazione del profitto generato dalle operazioni dato da un minor valore del denominatore.

In merito al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità ambientale e capitale umano, Eni individua due differenti KPI's: l'indicatore d'intensità delle emissioni di gas serra¹⁷⁹(GHG) misurati nella CO₂ equivalente, il quale riflette l'impegno di Eni nella tutela dell'ambiente e nello specifico nella decarbonizzazione, attraverso la riduzione delle missioni dirette da upstream e lo sviluppo di green business. Infatti, in tale indice si parametrizza il grado di emissioni rispetto alla produzione di idrocarburi. Invece, attraverso il Severity Incident Rate (SIR)¹⁸⁰, si valuta la performance relativa alla minimizzazione dei rischi e alla sicurezza delle persone operanti in ENI, misurando l'impatto degli infortuni sul totale delle ore lavorate. I due indicatori rappresentano efficacemente l'andamento dell'obiettivo, infatti esprimono misure inerenti alle tematiche fatte obiettivo dalla Società ma allo stesso tempo sono relativizzate alle situazioni da cui l'emissione o gli incidenti traggono origine, fornendo sinteticamente un valore oggettivo ed efficace.

177 EBIT/Capitale investito medio nell'esercizio, con Capitale investito = Total Assets – Current Liabilities

178 IAS 16 – Immobilizzazioni materiali 2.9.1.3 - Criteri di ammortamento

179 Intensità delle emissioni di GHG = Emissioni di GHG/Produzione lorda di idrocarburi 100% operata

180 SIR = Infortuni totali registrabili ponderati per livello di gravità dell'incidente/ore lavorate x 1.000.000

Per il Piano ILT gli obiettivi ed i rispettivi KPI's sono:

- a) Performance nel mercato azionario, parametrato con il Total Shareholder Return (relativo);
- b) Obiettivo di carattere industriale, misurato attraverso il Net Present Value delle Riserve Certe relativo;
- c) Obiettivo di carattere Economico-Finanziario che vede come KPI il Free Cash Flow Organico assoluto;
- d) Tre obiettivi di Sostenibilità Ambientale e Transizione Energetica, quali: d.1) Decarbonizzazione che vede come performance chiave l'intensità Emissioni di CO₂eq in termini assoluti; d.2) Transizione Energetica con KPI lo Sviluppo Generazione Elettrica da Fonti Rinnovabili (assoluto); d.3) Perseguimento dell'Economia Circolare parametrato alla Realizzazione di Progetti rilevanti nell'ambito del settore bioenergetico.

L'obiettivo di performance nel mercato azionario trova come KPI's il TSR relativo¹⁸¹ rispetto al TSR panel a) di comparables rappresentativo dei principali competitor a livello globale di Eni, il TSR relativo è ottenuto dalla differenza tra il TSR della Società ed il TSR dell'indice di borsa di riferimento adeguatamente corretto per l'indice di correlazione tra i rendimenti del titolo della società e i rendimenti del mercato di riferimento. Attraverso questa formula si neutralizzano i potenziali effetti sul TSR del mercato azionario di riferimento nel periodo triennale, attribuendo un estremo grado di oggettivazione e coerenza a tale parametro. L'importanza del raggiungimento dell'obiettivo di mercato, e dunque della creazione di valore per gli azionisti si comprende dal peso attribuito a tale obiettivo e quindi all'unico suo KPI, pari al 25%, maggiore di ogni altro all'interno dell'ILT.

Altro indicatore relativo rispetto al medesimo panel di riferimento è quello legato all'obiettivo di carattere industriale, ovvero il NPV delle riserve certe, misurato in termini di valore unitario annuale (\$/boe), cioè il valore attuale delle riserve accertate nei giacimenti di proprietà rispetto a quelle degli altri competitor. Tale indicatore, estremamente tecnico e specifico del settore permette di comprendere l'andamento del principale processo industriale di ENI, che è da individuarsi nell'attività di upstream. Il meccanismo di relativizzazione della performance prevede che una volta definito il risultato conseguito da Eni, ciascun moltiplicare al fine dell'assegnazione delle azioni potrà essere compreso tra zero e 180%, con soglia collocata a livello di posizionamento mediano (sesta posizione nel ranking) e per ogni posizione migliorativa vi corrisponda un miglioramento del 20% del moltiplicatore.

¹⁸¹ TSR relativo = $TSR_{soc} - (TSR_{IB} \times \rho_{soc,IB})$ con TSR_{soc} : TSR di Eni o di una delle società del Peer Group; TSR_{IB} : TSR dell'Indice di Borsa di riferimento della società per cui si è calcolato il TSR_{soc} ; $\rho_{soc,IB}$ Indice di Correlazione tra i rendimenti del titolo della società e i rendimenti del mercato di riferimento (FTSE Mib, S&P 500, FTSE 100, CAC 40, AEX, OBX).

Analogo peso dell'appena esaminato obiettivo è previsto per il target della performance economico-finanziaria il cui KPI utilizzato è il Free Cash Flow organico, il quale rappresenta il flusso di cassa disponibile per la società al fine di rimborsare i finanziamenti e distribuire i dividendi, è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti organici. Tale misura permette di comprendere adeguatamente i flussi di cassa generati dall'attività operativa al netto di quanto investito nella stessa. Ne consegue un'incentivazione per l'AD a migliorare la performance relativa alla gestione economica, ma anche ad efficientare gli investimenti relativi alla stessa in un business quale quello dell'upstream che prevede elevati flussi di cassa in entrata derivanti dalla commercializzazione dei prodotti energetici, ai quali corrispondono elevati investimenti per esplorazioni, estrazioni ed innovazione dei processi. Il parametro è misurato come il valore cumulato del Free Cash Flow organico consuntivato nel triennio di riferimento per l'attribuzione delle azioni rispetto all'omologo valore cumulato previsto nei primi 3 anni del Piano Strategico, nel quale è quota target pari a 15,07mld/€, approvato dal Consiglio di Amministrazione nell'anno di attribuzione. Al fine di valorizzare la reale performance aziendale, la consuntivazione del Free Cash Flow viene effettuata al netto delle variabili esogene¹⁸².

Un peso totale del 35% sul ILT è attribuito all'obiettivo della sostenibilità, ripartito tra i vari sub obiettivi. Il primo dei quali è quello relativo alla transizione energetica, con un peso pari al 10%, parametrato attraverso la capacità di generazione elettrica da fonti rinnovabili in termini di Megawatt al termine del triennio di performance, il target previsto di capacità installata al 31/12/2022 è di 1735 MW. Si tratta di un indicatore prettamente tecnico e di facile consuntivazione, che inevitabilmente motiva gli amministratori ad intraprendere la strada della transizione energetica, in particolare attraverso le fonti rinnovabili.

Il secondo obiettivo legato alla sostenibilità previsto nel piano ILT è l'obiettivo di economia circolare, che vede come KPI's il numero relativo al completamento dei tre progetti rilevanti¹⁸³ in essere nell'ambito dei biocarburanti, il livello di performance target è fissato pari a due progetti al termine del triennio. Il suo peso è pari al 10%, e la sua funzione si può individuare nello stimolare gli amministratori al perseguimento degli stessi progetti ritenuti di rilevanza strategica per Eni,

Il terzo obiettivo legato alla Sostenibilità è quello relativo alla decarbonizzazione, centrale nel piano strategico di lungo termine di Eni, relativamente al quale la performance misurata è l'intensità di emissioni di CO₂, misurato in termini di emissioni di CO₂eq su produzione upstream operata da Eni

¹⁸² Nella sua consuntivazione è utilizzata una metodologia di analisi degli scostamenti predeterminata e approvata dal Comitato Remunerazione, allo scopo di valorizzare l'effettiva performance aziendale derivante dall'azione del management.

¹⁸³ I tre progetti sono relativi a: • impianto di bioetanolo di Crescentino; • impianto waste to fuel Eni Rewind; • azzeramento della carica palm oil nelle raffinerie di Gela e Venezia

(tCO₂eq/kboe) al termine del triennio di riferimento rispetto all'omologo valore previsto al terzo anno del Piano Strategico approvato dal Consiglio di Amministrazione, pari a 17,9 tCO₂eq/kboe.

	Beta
FTSE MIB	1,333407
DJ Ind.	0,898714
DJ EURO STOXX oil&Gas	0,999403
FTSE 100	0,964629
Brent oil	0,313849

Tale obiettivo, che ha un peso del 15%, è largamente sovrapposto all'obiettivo presente nel Piano IBT seppur in questo caso si consideri il solo settore dell'upstream. Permane la centralità della tematica della decarbonizzazione, e visto che si tratta di un processo che richiede tempo per la sua attuazione, è considerabile più coerente la scelta di inserirlo all'interno del Piano ILT.

In sintesi, i piani di incentivazione presenti offrono un'eterogeneità degli obiettivi che spaziano in differenti aree gestionali ed operative della Società, con un focus particolare alle tematiche della Sostenibilità, per le quali vi è un'assoluta attenzione, in particolar modo sul tema della sostenibilità ambientale. Tale evidenza è da interpretare in relazione alla storica area operativa di ENI, focalizzata sull'upstream.

La volontà di muoversi nella direzione della sostenibilità ambientale da parte della Società costituisce un preciso segnale di voler innovare la propria modalità di approcciare al business energetico, riconoscendo nei processi di riduzione delle emissioni, nel settore bioenergetico, nell'economia circolare e nelle energie rinnovabili delle leve fondamentali per la futura creazione di valore per gli azionisti.

2.2.3.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020

Le performance di Eni e delle sue principali competitor, nonché di tutte le realtà operanti nel settore energetico sono fortemente legate all'andamento dei prezzi delle risorse energetiche, in particolare a quelle del greggio (brent oil).

Come si può vedere dal calcolo dei Beta rispetto agli indici in cui è inclusa Eni tra il 01.01.2016 ed il 31.12.2020 si può notare come le performance siano ampiamente in linea con quelle delle competitor e delle altre società operanti nel settore, con una Beta prossimo al valore di 1. Altresì, il titolo gode di maggiore volatilità rispetto al Ftse MIB. Invece, rispetto al prezzo del Brent il rendimento del titolo azionario è molto bene volatile rispetto a quello del prezzo dei barili di Brent. Comunque come si può vedere nel grafico sottostante vi è un ovvio legame tra l'andamento del prezzo del Brent ed il rendimento della stessa Eni e degli indici azionari contenenti Società del settore. Non risultano evidenziate particolari correlazioni tra l'approvazione delle Politiche di remunerazione e l'andamento del titolo azionario.

04/01/2016 - 30/12/2020

Eni (ITA) 8,55 FTSE MIB 22.232,90 DJ Industrials 30.409,56 DJ EURO STOXX Oil & Gas 253,28 FTSE 100 6.555,82
Brent Oil 51,09



Figura 2.22- Andamento di mercato di ENI

Si può inoltre notare come nei cinque anni il valore del titolo azionario si sia svalutato di circa il 40%, in particolar modo in seguito alla crisi innescata dalla pandemia da COVID-19, nella quale il prezzo del Brent ha avuto una forte ritrazione.

Selected Financial Measures (€/mln)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Ricavi	55.762,00	66.619,00	75.822,00	69.881,00	71.041,00
Delta% Ricavi		19,5%	13,8%	-7,8%	1,7%
EBITDA	2157	8012	9983	6432	9983
Indebitamento finanziario netto (ante IFRS 16)	14.776	10.916	8.298	11.477	11568
Utile (Perdita) netto	-1464	3374	4126	148	-8563
FCFO	7673	10117	13647	12932	4822
WACC	6,40%	6,90%	7,30%	7,40%	
NOPAT	-1044	3377	4137	155	548
CI	67862	58995	50079	53073	54152
ROACE	-1,54%	4,70%	8,50%	5,30%	0,29%
Debt Coverage	6,85	1,36	0,83	1,78	1,16
ROACE-WACC	-7,94%	-2,20%	0,01	-2,10%	0,29%
EVA	- 5.387,17	- 1.297,89	600,95	- 1.114,53	155,00
EPS	0,29	0,94	1,15	0,04	-2,4
TSR	19,20%	-5,60%	4,80%	6,70%	-34,1%
Dividendo	0,8	0,8	0,93	0,86	0,36
Fonte: Relazione Finanziaria Annuale Eni					

Dal punto di vista delle performance economico-finanziarie ENI ha visto un notevole incremento dei ricavi nel 2017, in corrispondenza dell'introduzione dei Piani di Incentivazione di breve e lungo termine, dal quale si è aperto un ciclo di risultati economici ampiamente positivi, nel quale si è andati a migliorare anche l'equilibrio finanziario della Società, come testimoniato dall'indicatore Debt/EBITDA. Al contempo si è avuto un peggioramento del WACC conseguente all'incremento del rischio Paese e dal generale contesto macroeconomico, nonché da un'instabilità settoriale che ha visto minato le proprie prospettive dalla possibilità di un futuro "green". In miglioramento costante anche la struttura finanziaria della Società, misurata attraverso il rapporto Debt /EBITDA. I risultati hanno subito una ritrazione in seguito alla pandemia da COVID-19, nel quale il settore dei trasporti è stato fortemente danneggiato, ed il prezzo del Petrolio ha raggiunto i minimi storici degli ultimi anni. La Società ha mantenuto ottimi livelli di ritorno per gli azionisti come si può vedere dall'andamento del TSR, grazie ad una costante performance azionaria ma soprattutto agli elevati utili conseguiti, che hanno comportato la distribuzione di importanti utili.

PRINCIPALI INDICATORI DI PERFORMANCE		2017	2016	2015
Dipendenti in servizio a fine periodo	(numero)	32.934	33.536	34.196
TRIR (Indice di frequenza infortuni totali registrabili)	(infortuni totali registrabili/ore lavorate) x 1.000.000	0,33	0,35	0,45
di cui: dipendenti		0,30	0,36	0,41
contrattisti		0,34	0,35	0,47
Volumi totali oil spill (>1 barile)	(barili)	6.464	5.913	16.481
di cui: da atti di sabotaggio e terrorismo		3.236	4.682	14.847
operativi		3.229	1.231	1.634
Emissioni dirette di gas serra (GHG)	(milioni di tonnellate di CO ₂ eq)	42,52	41,46	42,32
di cui: CO ₂ equivalente da combustione e da processo		32,65	31,99	32,22
CO ₂ equivalente da flaring		6,83	5,40	5,51
CO ₂ equivalente da metano incombusto e da emissioni fuggitive		1,46	2,40	2,79
CO ₂ equivalente da venting		1,58	1,67	1,80

Figura 2.23- Principali indicatori di performance 2015-17 (Relazione finanziaria 2017 ENI)

SALUTE, SICUREZZA E AMBIENTE		2019	2018	2017
TRIR (Indice di frequenza infortuni totali registrabili)	(infortuni totali registrabili/ore lavorate) x 1.000.000	0,34	0,35	0,33
di cui: Exploration & Production		0,33	0,30	0,28
dipendenti		0,18	0,29	0,23
contrattisti		0,37	0,30	0,30
Gas & Power		0,59	0,56	0,37
dipendenti		0,46	0,34	0,45
contrattisti		0,84	0,99	0,23
Refining & Marketing e Chimica		0,27	0,56	0,62
dipendenti		0,24	0,49	0,56
contrattisti		0,29	0,62	0,69
Corporate e altre attività		0,51	0,53	0,41
dipendenti		0,20	0,55	0,21
contrattisti		1,01	0,48	1,00
Emissioni dirette di GHG (Scope 1)	(milioni di tonnellate di CO ₂ eq)	41,20	43,35	43,15
di cui: CO ₂ equivalente da combustione e da processo		32,27	33,89	33,03
CO ₂ equivalente da flaring		6,49	6,26	6,83
CO ₂ equivalente da venting		1,88	2,12	2,15
CO ₂ equivalente da emissioni fuggitive di metano		0,56	1,08	1,14
Emissioni dirette di GHG - Exploration & Production		22,75	24,06	24,02
Emissioni dirette di GHG - Gas & Power		10,47	11,08	11,30
Emissioni dirette di GHG - Refining & Marketing e Chimica		7,97	8,19	7,82
Emissioni di GHG (produzione lorda di idrocarburi 100% operata (upstream))	(tonnellate di CO ₂ eq/migliaia di boe)	19,58	21,44	22,75
Volume di idrocarburi inviati a flaring	(miliardi di Sm ³)	1,9	1,9	2,3
Volumi totali oil spill (>1 barile) ⁽¹⁾	(barili)	7.258	6.682	6.559
di cui: da atti di sabotaggio		6.222	4.022	3.236
operativi		1.036	2.665	3.323
Acqua di formazione reiniettata	(%)	58	60	59
Acqua di falda trattata da IAF e utilizzata nel ciclo produttivo o reiniettata in falda (Eni Rewind)	(milioni di metri cubi)	5,1	4,8	4,2
Acqua di falda utilizzata nel ciclo produttivo o reiniettata rispetto al totale acqua di falda trattata (Eni Rewind)	(%)	19	21	21
Rifiuti recuperati rispetto ai rifiuti recuperabili (Eni Rewind)		59	58	48

Figura 2.24- Principali indicatori di performance 2017-19 (Relazione finanziaria 2017 ENI)

ottenuto un rating pari ad A-. Il punteggio ottenuto da Eni è tra i più alti nel settore oil & gas e largamente superiore alla media globale attestata sullo score C, in una scala di valutazione da D (minimo) ad A (massimo). Eni dopo aver ottenuto ottime performance per 7 anni, nel 2015 ha deciso

Nelle performance legate alla Sostenibilità non si evidenzia un particolare miglioramento, eccezion fatta per il TRIR e le performance legate al riutilizzo dell'acqua e alla sua depurazione. In relazione al processo di decarbonizzazione vi è un leggero miglioramento, seppur non sostanziale delle emissioni dirette di GHG, a conferma della necessità di un cospicuo periodo di tempo per il completamento di tale processo, nel quale si richiede un elevato grado di innovazione, in particolar modo nel settore energetico.

Nel CDP Ranking la Società nel periodo dal 2017 al 2020 ha

di non aderire alla compilazione del questionario al fine dell'inclusione nel DJSI, preferendo altri indici più indicativi del suo impegno nella tematica, quale ad esempio la famiglia di indici FTSE4Good Developed¹⁸⁴.

Eni, inoltre è valutata come leader globale in quattro rating internazionali ESG: MSCI, Sustainalytics¹⁸⁵, Bloomberg¹⁸⁶ e VigeoEiris.¹⁸⁷ Nell'ultimo aggiornamento di Sustainalytics a settembre 2020, Eni ha ottenuto un punteggio di valutazione del rischio ESG di 25,7, classificandosi nella Top 3 tra i suoi pari nel settore energetico. La sua assenza dalla famiglia del DJSI costituisce un importante elemento in termini di comparabilità ed indipendenza, in quanto lo stesso è affermato come principale indice globale sulle tematiche ESG redatto da un'agenzia indipendente.

2.2.4- Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Mediobanca S.p.A. è un istituto di credito italiano nel 1946, a capo del Gruppo Mediobanca. La capogruppo è quotata dal 1956 ed attualmente appartiene all'indice FTSE MIB. L'assetto proprietario vede Luigi Del Vecchio come principale azionista della Società, con il 13,2% , sono presenti altri azionisti di rilevanza quali Mediolanum, Benetton, Fininvest e PRIVIT, i quali hanno sottoscritto un accordo di consultazione; la restante parte del Capitale Sociale è in mano per il 21% circa ad investitori retail e la rimanente metà del Capitale Sociale è di proprietà degli investitori istituzionali, dei quali il 39% è statunitense ed il 18% proveniente dal Regno Unito.

¹⁸⁴ Dal sito [FTSE4Good Index Series | FTSE Russell](#) “The FTSE4Good Index Series is designed to measure the performance of companies demonstrating strong Environmental, Social and Governance (ESG) practices. Transparent management and clearly-defined ESG criteria make FTSE4Good indexes suitable tools to be used by a wide variety of market participants when creating or assessing sustainable investment products. FTSE4Good indexes can be used in four main ways: Financial products - as tools in the creation of index-tracking investments, financial instruments or fund products focused on sustainable investment. Research - to identify environmentally and socially sustainable companies. Reference - as a transparent and evolving global ESG standard against which companies can assess their progress and achievement. Benchmarking - as a benchmark index to track the performance of sustainable investment portfolios.”

¹⁸⁵ Il framework ESG Risk Ratings di Sustainalytics affronta un'ampia gamma di temi e tendenze ESG fondamentali per il settore e l'azienda. Sustainalytics è una delle principali società indipendenti di analisi, rating e ricerca ESG e corporate governance che supporta gli investitori nello sviluppo e nell'attuazione di strategie di investimento responsabile

¹⁸⁶ Dal sito [Bloomberg Launches Proprietary ESG Scores | Press | Bloomberg L.P.](#) “Bloomberg ESG includes Environmental and Social (ES) scores for 252 companies in the Oil & Gas sector, and Board Composition scores for more than 4,300 companies across multiple industries.”

¹⁸⁷ Vigeo Eiris è un leader globale in valutazioni ESG, dati, ricerca, benchmark e analisi.

La Società opera sia direttamente che attraverso le singole componenti appartenenti al gruppo quali ad esempio CheBanca! Compass Banca ed MBCredit Solutions, opera nei seguenti settori: Wealth Management, Consumer Banking, Corporate & Investment Banking e Principal Investing. Dunque, la sua Area Strategica d'affari è molto ampia sia per tipologia di clientela, la quale spazia dall'area retail all'area corporate, ma anche per l'ampia gamma di prodotti offerti nei diversi settori.

I suoi ricavi consolidati che nel 2019 si sono attestati a 1071mld/€, si concentrano in particolare nell'area del Consumer Banking, nella quale è leader in Italia attraverso Compass Banca. Tale settore garantisce anche un elevato grado di marginalità a Mediobanca, seguito per marginalità dei ricavi dal settore Corporate & Investment Banking. La più bassa marginalità la si riscontra nel settore del Wealth Management, da poco introdotto nei business di Mediobanca, ma sul cui sviluppo si

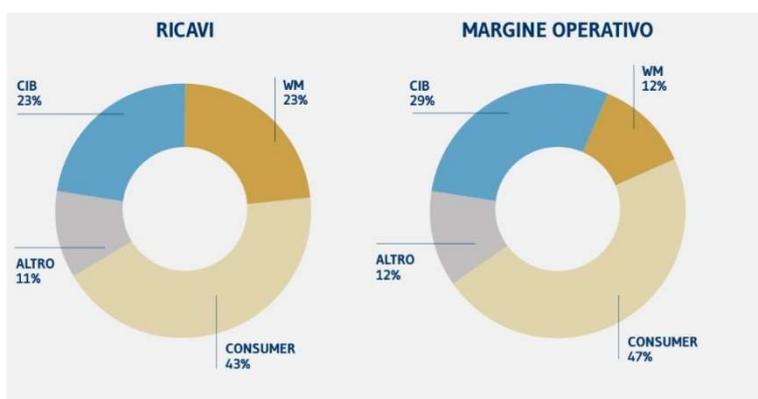


Figura 2.25- Ricavi e Margine Operativo per settore. (Sito web Mediobanca)

concentra la strategia di business 2019-2023. Infatti, in tale strategia sono previsti i seguenti obiettivi¹⁸⁸: a) Crescita negli attivi redditizi; b) Crescita nei ricavi a 3 miliardi di euro; c) Crescita negli utili; d) Crescita nella redditività sia a livello di gruppo che a livello divisionale; e) Crescita nella generazione di capitale derivante

dall'elevata redditività. Nella definizione degli obiettivi si è tenuto conto dei requisiti regolamentari vigenti e del perimetro di consolidamento nel Gruppo. Come si vede nella Figura 26, gli obiettivi sono stimolanti, in particolare quelli di carattere economico relativi alla Crescita nella redditività di gruppo e della crescita negli attivi redditizi. Si prevede che il loro raggiungimento avvenga

¹⁸⁸ Nel dettaglio dal sito web di Mediobanca: "Crescita negli attivi redditizi: prevediamo un totale delle attività finanziarie ("TFA") a 83 miliardi di euro (+8%) nel 2023, AUM/AUA a 59 miliardi di euro (+11%), impieghi alla clientela a 51 miliardi (+4%) anche grazie a significativi investimenti nei canali distributivi in tutti i segmenti di attività. Crescita nei ricavi a 3 miliardi di euro (+4%), con una solida contribuzione da parte di tutti i segmenti di attività. In particolare, il Wealth Management crescerà dell'8%, confermando la posizione di primo contributore alle commissioni del gruppo in via complementare al Corporate & Investment Banking, la cui crescita nei ricavi è attesa al 6%. Il Consumer Banking manterrà la sua funzione di motore della crescita del margine di interesse di gruppo (circa due terzi del totale, con uno sviluppo dei ricavi complessivi del 3%); il Principal Investing confermerà la sua contribuzione positiva al gruppo con ricavi in crescita del 3%. Crescita negli utili: prevediamo un utile per azione in aumento del 4% a 1,10 euro da 0,93 euro, considerando la cancellazione delle azioni derivanti dal piano di buyback. Ci attendiamo un crescente apporto del Wealth Management e del Corporate & Investment Banking, associato al consolidamento del Consumer sugli attuali elevati livelli di redditività.

Crescita nella redditività a livello di gruppo (ROTE all'11% dal 10%) e a livello divisionale: prevediamo che il Wealth Management registri il maggiore incremento della redditività sul capitale allocato ("ROAC"), passando dal 16% al 25%; il Corporate & Investment Banking è atteso migliorare al 16% (dal 15%) e il Consumer consolidare gli elevati livelli di 28%-30%, così come il Principal Investing (11%).

Crescita nella generazione di capitale derivante dall'elevata redditività e dall'assenza di impatti regolamentari materiali negativi nei prossimi anni. Le maggiori risorse permetteranno di finanziare la crescita organica, inorganica e remunerare gli azionisti."

principalmente attraverso il miglioramento delle performance economiche del settore del Wealth Management, mantenendo inalterate o in leggera crescita quelle delle altre aree operative.

Le altre leve sui cui intende muoversi la Società nel raggiungimento degli obiettivi prefissati nel Piano strategico sono: il miglioramento del mix al fine di ottenere una crescita del Totale delle Attività

OBIETTIVI DI GRUPPO	GIU19	GIU23	4Y CAGR	OBIETTIVI PER DIVISIONE	GIU19	GIU23	4Y CAGR
Ricavi (€mld)	2,5	3,0	+4%	Ricavi (€mld)			
EPS (€)	0,93	1,10	+4%	Wealth Management	0,5	0,7	+8%
ROTE adj.	10%	11%	+1pp	Consumer Banking	1	>1,1	+3%
CET1 phase-in	14%	13,5%		Corporate & Inv. Banking	0,6	0,8	+6%
TFA (€mld)	61	83	+8%	ROAC (%)			
Impieghi (€mld)	44	51	4%	Wealth Management	16%	25%	+9pp
Raccolta (€mld)	51	56	+2%	Consumer Banking	30%	28-30%	-
				Corporate & Inv. Banking	15%	16%	+1pp

Figura 2.26 - Obiettivi del Gruppo Mediobanca (Piano Strategico)

finanziarie, e l'eliminazione del piano di buyback per aumentare gli utili per azione.

La strategia risulta essere in linea con la mission della Società identificata nelle seguenti parole: *“Dalla nostra nascita, nel 1946, offriamo ai nostri clienti servizi finanziari altamente specializzati e innovativi, nella consulenza finanziaria, nel credito al consumo e nella gestione del risparmio. Specializzazione delle attività,*

professionalità e correttezza verso i clienti sono valori che ci vengono riconosciuti e che ci hanno permesso di guadagnare una reputazione unica in Italia e sempre più riconosciuta anche a livello europeo. Il gruppo persegue l'obiettivo di coniugare redditività e competitività con il rigoroso rispetto dell'etica professionale”. Si evidenzia il focus della società sulla professionalità nei servizi forniti, nonché ampi valori etici, al fine di mantenere e migliorare la reputazione della Banca nonché di garantire un adeguato livello di redditività per gli azionisti.

Nella Strategia non vengono trascurate le tematiche CSR e gli obiettivi ESG – già presenti nel Piano Strategico - in particolare relativamente all'obiettivo strategico del mantenimento di un posizionamento distintivo della Società.

La scelta della Società è quella di strutturare un percorso di sostenibilità attraverso l'adozione di una strategia integrata, nella quale coniugare la gestione economico-finanziaria con la sostenibilità sociale ed ambientale, al fine di creare valore nel lungo periodo. Nel Piano Strategico sono stati inseriti gli obiettivi di sostenibilità, definiti con l'intento di conseguire sei dei 17 macro-obiettivi descritti dai Sustainable Development Goals (SDG).

L'impegni assunti da Mediobanca sono: valutare anche attraverso i criteri ESG i nuovi investimenti operati dalle società di asset management del gruppo, garantire un'equa rappresentanza di genere, supportare la transizione energetica attraverso l'emissione di obbligazioni ESG per un controvalore di 500 mil/€, riduzione delle emissioni di CO₂, contribuire alla crescita economica attraverso investimenti in PMI italiane ed il sostegno alla comunità locale nei progetti ad impatto sociale ed ambientale.

Di certo gli obiettivi più interessanti sono quelli riguardanti i nuovi investimenti cd. “responsabili”, attraverso i quali Mediobanca potrà avere un reale impatto anche a livello di sostenibilità ambientale, altrimenti difficilmente perseguibile per un’azienda operante nel settore finanziario. A tal fine Mediobanca ha predisposto l’emissione di *@ESG bonds* per 500mld/€ e l’emissione di un fondo “*carbon neutral*”. È presente un’ampia e dettagliata Politica di gruppo in materia di finanziamenti ed investimenti responsabili, volta a promuovere l’applicazione dei principi e processi di finanziamento ed investimento responsabili all’interno del Gruppo.

La società ha un modello di amministrazione di tipo tradizionale, il cui organo amministrativo è formato da un CdA di 15 Consiglieri¹⁸⁹, di cui nove indipendenti, ed è presieduto da Renato Pagliaro. Al suo interno vi è il Comitato Esecutivo, si occupa della gestione corrente della banca con tutti i poteri, che non siano riservati al CdA o all’Amministratore Delegato Alberto Nagel, il quale presiede lo stesso Comitato Esecutivo. Il Comitato Esecutivo attua le linee e gli indirizzi formulati dal CdA, composto da ulteriori tre membri: Maurizia Angelo Comneno (Vice Presidente), Gabriele Villa, e Francesco Saverio Vinci (Direttore Generale). Sono presenti cinque comitati endoconsiliari con funzioni consultive ed istruttorie: Comitato Rischi, Comitato parti Correlate, Comitato Nomine, Comitato Remunerazioni ed il Comitato Corporate Social Responsibility. Gli ultimi due sono di particolare interesse per la nostra analisi. In particolare, il Comitato CSR, è stato creato nel 2019 ed ha compiti istruttori sulle tematiche legate alla sostenibilità da porre in evidenza al CdA. Nella sua composizione si pone in evidenza che il 100% dei componenti¹⁹⁰ è in possesso dei requisiti d’indipendenza e di specifiche conoscenze in materia, altresì di primaria importanza è il fatto che l’AD è Presidente di tale Comitato, a testimonianza della centralità della CSR all’interno di Mediobanca.

A presiedere il Comitato Remunerazioni è Maurizio Carfagna, il quale guida i lavori degli altri quattro componenti¹⁹¹, tutti non esecutivi ed in possesso dei requisiti d’indipendenza, di cui due appartenenti anche al Comitato CSR. Il Comitato ha funzioni consultive e istruttorie per la determinazione dei compensi degli amministratori investiti di particolari cariche e del DG, nonché sulle proposte formulate dall’AD in merito alle linee guida da adoperare nel sistema di retribuzione dell’alta

¹⁸⁹ Renato Paegliaro(Presidente), Alberto Nagel (AD), Maurizia Angelo Comneno (I) (Vice Presidente), Gabriele Villa,, Virginie Banet (I), Francesco Saverio Vinci(Direttore Generale), Maurizio Carfagna (I), Laura Cioli (I), Maurizio Costa(I), Angelo Gamba(I), Valerie Hortefux(I), Maximo Ibarra(I), Alberto Lupo(I), Elisabetta Magistretti(I), Vittorio Pignatti – Morano Campori(I). (I) = In possesso dei requisiti di indipendenza ai sensi dell’art. 148, comma terzo, del D. Lgs. 58/1998

¹⁹⁰ Virginie Banet, Angela Gamba, Maximo Ibarra, Elisabetta Magistretti

¹⁹¹ Presidente: Maurizio Carfagna, Componenti: Virginie Banet, Valérie Hortefeux, Maximo Ibarra, Alberto Lupoi

dirigenza. Nello specifico il suo ruolo¹⁹² si concretizza nella valutazione periodica dell'adeguatezza, della coerenza e la concreta applicazione della Politica di Remunerazione degli amministratori esprimendone un giudizio da sottoporre all'Assemblea. È importante sottolineare come alle sue riunioni partecipi anche il collegio sindacale ed il CRO, in virtù della sensibilità della tematica trattata ed i relativi rischi. Di seguito a tal tema è opportuno sottolineare l'elevato numero di funzioni ed organi societari coinvolti nel processo d'implementazione della Politica. In primis il Comitato Rischi valuta se gli incentivi previsti dalla Politica tengano conto dei rischi e rispettino i requisiti patrimoniali. Le strutture aziendali coinvolte¹⁹³ nel processo di implementazione sono: la funzione HR, che istruisce e governa l'intero processo di remunerazione coinvolgendo le altre funzioni, a partire dalla funzione Pianificazione, Bilancio e Reporting, la quale fornisce i dati per la verifica dei "gateways", gli stessi sono determinati nelle metriche di calcolo delle performance aziendali risk adjusted con il supporto della Funzione Risk Management, la quale verifica anche l'adeguatezza al RAF. Alla Funzione Compliance è demandata l'effettuazione della valutazione di conformità delle politiche di remunerazione al quadro normativo di settore e al quadro regolamentare di riferimento. Infine, la Funzione Audit verifica con cadenza almeno annuale i dati ed il processo di implementazione della Politica. I sistemi di Remunerazione sono coerenti all'interno di tutto il gruppo Mediobanca, con la Capogruppo che approva l'importo della remunerazione variabile. Le medesime

¹⁹² Dalla Relazione sulla Remunerazione 2020 : "Il Comitato per la Remunerazione : valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e del personale rilevante; formula proposte e/o pareri in ordine alla Remunerazione di Amministratore Delegato e Direttore Generale e del personale rilevante, e ne verifica il raggiungimento degli obiettivi di performance; vigila sulla corretta applicazione delle regole relative alla remunerazione dei responsabili delle funzioni aziendali di controllo; esprime parere sulle Politiche sulla remunerazione da sottoporre al Consiglio e all'Assemblea dei Soci, in particolare con riferimento al raggiungimento degli obiettivi di performance cui sono legati i piani di incentivazione e all'accertamento delle ulteriori condizioni poste per l'erogazione dei compensi; propone al Consiglio il riparto tra gli amministratori del compenso fisso stabilito dall'Assemblea dei Soci."

¹⁹³ Dalla Relazione sulla Remunerazione 2020 : "Il Comitato Rischi valuta se gli incentivi forniti dal sistema di remunerazione tengano conto dei rischi e rispettino i requisiti minimi di capitale e di liquidità del Gruppo, in coordinamento con il Comitato Remunerazioni. [...] Group HR istruisce e governa l'intero processo di remunerazione e incentivazione, coinvolgendo gli organi sociali, le Funzioni di controllo e le strutture che forniscono i dati economici e patrimoniali di Gruppo. La struttura Pianificazione, Bilancio e Reporting fornisce i dati per la verifica dei "gateways" e delle performance annuali e pluriennali delle diverse aree di business e Divisioni sulla base dei dati di consuntivo. La Funzione Group Risk Management collabora alla determinazione delle metriche di calcolo della performance aziendale risk adjusted, nella validazione dei risultati, dei "gateways", e verifica la loro coerenza con quanto previsto dal Risk Appetite Framework. La Funzione Compliance effettua la valutazione di conformità politiche di remunerazione al quadro normativo di settore, allo Statuto della Banca, nonché a eventuali codici etici o altri standard di condotta applicabili. Inoltre, sentite anche le altre Funzioni di controllo, verifica l'eventuale presenza di compliance breach rilevanti ai fini della valutazione delle performance e dell'attribuzione della componente variabile. La Funzione Compliance è coinvolta nei processi di revisione, adeguamento e gestione dei sistemi di remunerazione per adeguarli alle normative pro tempore vigenti anche con riferimento all'identificazione del personale più rilevante, approfondimento delle metriche adottate e alle prassi in tema di cessazione del rapporto di lavoro. La Funzione Audit di Gruppo verifica, tra l'altro, con frequenza almeno annuale la rispondenza delle prassi di remunerazione e incentivazione del personale alla presente politica e alle disposizioni normative. Effettua annualmente controlli sui dati e sul processo e porta a conoscenza degli organi competenti le eventuali anomalie per l'adozione di misure correttive."

funzioni sono coinvolte nel processo di determinazione del personale più rilevante, step fondamentale nella base della determinazione del perimetro dei fruitori della Politica, il quale avviene attraverso la determinazione di criteri di carattere quali-quantitativo. Al termine del processo, il perimetro è sottoposto all'esame del CdA.

Delibera	Approvazione della Relazione sulla remunerazione (I sezione)	“Cap” nella remunerazione variabile pari al 200% della remunerazione fissa	Voto consultivo sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente.	Sistema di incentivazione basato su strumenti finanziari: piano di Performance Shares	Politiche in caso di cessazione dalla carica o conclusione del rapporto di lavoro
% approvazione 2015 ¹⁹⁴	99,08% (~97% tra gli investitori istituzionali)	99,8% (~99% tra gli investitori istituzionali)	n/a	94,67% (~85% ca. tra gli investitori istituzionali)	97,18% (~95% tra gli investitori istituzionali)
% approvazione 2020 ¹⁹⁵	95,4% (~94% tra gli investitori istituzionali)	n/a	80,5% (~75% ca. tra gli investitori istituzionali)	98,04% (~97% tra gli investitori istituzionali)	96,95% (~96% tra gli investitori istituzionali)

All'interno del processo di implementazione e approvazione della Politica di Remunerazione, successivamente all'esame del CdA, l'Assemblea dei Soci è chiamata ad approvare - con potere vincolante - le politiche di remunerazione e incentivazione e i piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore dei consiglieri di amministrazione; inoltre, i suoi poteri prevedono che determini l'ammontare del compenso fisso e la possibilità di fissare un *cap* del 200% della remunerazione fissa alle componenti variabili dei dipendenti e dei collaboratori.

La Relazione sulla Remunerazione nelle sue due sezioni ricalca quanto previsto dal quadro normativo di riferimento.

Sono state prese in esame le percentuali di approvazione delle delibere relative alla remunerazione dell'Assemblea dei Soci 2015 e dell'Assemblea dei Soci 2020, nelle quali è stato deliberato in merito al piano di incentivazione cd. Performance Shares. Proprio in merito alle percentuali di approvazione

¹⁹⁴ Assemblea ordinaria dei Soci del 28/10/2015 presente il 61,06% del Capitale Sociale con diritto di voto.

¹⁹⁵ Assemblea ordinaria dei Soci del 28/10/2020 presente il 65,32% del Capitale Sociale con diritto di voto.

di quest'ultima delibera, si può notare l'incremento più elevato. Le percentuali di approvazione assembleare da parte degli investitori istituzionali sono ampiamente al di sopra della media delle società quotate italiane sia in merito al voto preventivo sulla Politica di Remunerazione sia sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente.

Le altre delibere in merito alla remunerazione prevedono comunque ottime percentuali di approvazione, anche tra gli investitori istituzionali. È importante sottolineare come nell'assemblea del 2020 non vi fosse nell'ordine del giorno dell'assemblea la determinazione del Cap relativo alla remunerazione variabile, ancorché ciò sia concesso dallo Statuto.

2.2.4.1 – Peer Group

Nella definizione del Peer Group la Società tiene conto delle sue peculiarità e della sua dimensione, con attinenza al contesto operativo. Infatti, l'attività di benchmark per l'Amministratore Delegato e il Direttore Generale prende a riferimento un campione di Società di media capitalizzazione assimilabili a Mediobanca sia per modello di business se prese nella loro interezza sia per singoli segmenti di attività (advisory, gestione di patrimoni, retail innovativo) presenti nel Gruppo. Inoltre, è preso a riferimento un contesto europeo, e non globale convenientemente alla specificità della disciplina presente. Nella selezione sono state incluse Close Brothers, Lazard, Julius Baer Group, Macquarie, Vontobel, Bankinter, Schroders, Fineco Bank, Banca Generali. Tra di esse figurano istituti come Banca Generali focalizzate sul Wealth management, settore nel quale il piano strategico di Mediobanca prevede lo sviluppo nel medio-lungo termine.

È stato adottato anche un panel di riferimento per il parametro del TSR relativo presente nel sistema di incentivazione, il quale come campione di riferimento adotta le 26 principali banche europee, presenti nell'indice Euro Stoxx Banks, di cui fa parte la stessa Mediobanca.

Le scelte risultano essere coerenti con gli obiettivi di raggiungere una politica di remunerazione in linea con quella di mercato; in quanto alla scelta del campione con cui relativizzare il TSR la scelta risulta essere adatta per omogeneità del settore e caratteristiche dimensionali.

2.2.4.2 – Politica di remunerazione

Mediobanca adotta una politica di remunerazione ed incentivazione finalizzata ad attrarre e trattenere risorse dotate di elevati profili professionali, adeguati alla complessità, alla crescente internazionalizzazione e specializzazione del business, mantenendo una logica di prudente gestione e sostenibilità dei costi e dei risultati nel tempo.

La struttura della retribuzione si basa su diverse componenti, al fine di garantire un equilibrio tra le quote fisse e variabili della Remunerazione e di mantenere l'orientamento alla performance in funzione del ruolo aziendale, comunque escludendo la possibilità di incorrere in comportamenti rischiosi ed orientati al breve termine. Tale struttura è aggiornata annualmente in base ai risultati delle attività di benchmarking svolte.

La struttura prevista nella Politica 2020 per gli amministratori con incarichi esecutivi si compone di: remunerazione fissa, remunerazione variabile STI ed LTI, benefit e welfare, dall'eventuali previsioni in caso di cessazione del rapporto e da altri elementi. Per gli amministratori e per il Presidente del Consiglio di amministrazione la retribuzione si compone della sola componente variabile e di altre forme di previdenza complementare. È previsto un *cap* alla remunerazione variabile pari al 200% della remunerazione fissa.

La remunerazione fissa è prevista in ottantamila euro per i membri del C.d.A. senza incarichi esecutivi, ai quali si sommano le varie retribuzioni previste per la partecipazione ai lavori dei Comitati endoconsiliari, determinate in base all'impegno previsto per l'incarico. La retribuzione fissa prevista per il Presidente del CdA è pari ad 1,8 mil/€, il medesimo compenso fisso è assegnato all'AD; mentre per il Direttore Generale il compenso fisso è determinato in 1,5 mil/€.

GROUP GATEWAYS	KPI
CET 1 ratio	≥ 9,5%
Leverage ratio	≥ 4%
AFR/ECAP	≥ 115%
Liquidity Coverage Ratio	≥ 110%
Net Stable Funding Ratio	≥ 102,5%
Risultato di Gestione di Gruppo positivo	> 0

Figura 2.27 - Group Gateways
Mediobanca (Relazione sulla
Remunerazione 2020)

Il sistema di incentivazione si compone di due componenti, di cui la prima è la componente variabile annuale, denominata “Piano di breve termine – Short Term Incentive”, la quale può maturare solo al verificarsi dei cd. Gateways, cioè delle condizioni di accesso basate sul raggiungimento di un risultato di Gestione del Gruppo positivo e su degli indicatori riguardanti il rispetto dei requisiti di adeguatezza patrimoniale e di liquidità con valori superiori a quelli fissati nel Risk Appetite Framework (RAF). Gli stessi costituiscono i principali indicatori considerati nell'ICAP e sono: CET1 ratio, Leverage ratio, AFR/ECAP, Liquidity Coverage Ratio, Net Stable Funding Ratio; nei valori indicati nella Figura 27. Qualora siano stati rispettati gli indicatori presenti nei gateways, Mediobanca procede alla consuntivazione dei risultati previsti in un'apposita scorecard approvata annualmente, la quale prevede degli obiettivi strategici rientrati nel perimetro di responsabilità del beneficiario, ponderati in funzione della rilevanza attribuita dal CdA e dal margine di autonomia decisionale in capo all'amministratore. Qualora l'obiettivo quantitativo/finanziario venga raggiunto, matura in capo all'amministratore il diritto al riconoscimento di una componente variabile compresa al 50% della retribuzione annua lorda in caso di raggiungimento dei livelli minimi preventivati. Qualora l'obiettivo invece venga raggiunto solo parzialmente, quindi nell'85% del target minimo, tale percentuale

	KPI	PESO	KPI'S TARGET PIANO 2023	CRITERI DI ASSESSMENT	
				SOGLIA KPI'S	% FISSO SU BASE ANNUA - ORIZZONTE DI PIANO ¹
CRESCITA	EPS Growth	33%	4%	> 5%	40%
				4% - 5%	30% - 40%
				4%	30%
				3% - 4%	20%
REDDITIVITÀ	Group ROTE	34%	11%	> 12,1%	40%
				11% - 12,1%	30% - 40%
				11%	30%
				10% - 11%	20%
PATRIMONIALIZZAZIONE	CET 1 ²	34%	13,5%	> 13,5%	40%
				13% - 13,5%	20% - 40%
				< 13%	0

¹ Ove indicato intervallo, la quantificazione avviene per interpolazione lineare
² A condizione di una remunerazione degli azionisti fino a €2,5mld su <= anni ICL3,9 mld dividendi cash e € 0,3 - € 0,6 mld buy back (con cancellazione) e a parità di requisiti regolamentari

Figura 2.28 - Obiettivi quantitativi LTI 2019-2023 Mediobanca (Relazione sulla Remunerazione 2020)

scenderà al 40%; nel caso invece di una performance estremamente positiva la componente variabile raggiungerà il 150%.

Per tali percentuali è previsto un aggiustamento compreso fra il -10% ed il +15% in funzione del raggiungimento degli obiettivi non finanziari, i quali sono considerati di egual peso e da considerarsi singolarmente. Resta fermo in ogni caso il cap alla remunerazione

variabile della componente di breve termine prevista nel 160% della remunerazione fissa, ai fini del raccordo con il Piano di Long Term Incentive.

Nell'erogazione di tale componente è previsto un differimento per il 60% nell'arco di un lustro, e avverrà in contanti ed azioni Mediobanca. Gli obiettivi quantitativi previsti sono differenziati tra AD e DG, per il primo sono:

- Ottimizzazione del rendimento del capitale allocato all'attività "core", misurato attraverso l'indice Profit before Taxes (PBT) Gruppo Attività bancaria /Capitale assorbito, con un peso del 30% sul totale della componente variabile STI;
- Focus su principale fonte dei ricavi di Gruppo e qualità degli attivi, che vede come KPI l'ammontare del costo del rischio, con un peso del 30% sul totale della componente variabile STI;
- Focalizzazione su quota di ricavi capital light sul totale, parametrato attraverso il rapporto Commissioni Totali/ricavi bancari, per un peso del 20% sulla componente variabile;
- Focalizzazione sugli impieghi di qualità, misurato attraverso due indicatori: RWA density Attività bancaria: RWA /Attivo Finrep, per un peso del 20% sul totale.

Per il DG, si mantengono gli obiettivi a) e b), con un peso di ognuno diminuito al 25%; mentre variano gli altri obiettivi di carattere quantitativo, i quali vengono individuati in: c) Crescita equilibrata di ricavi e costi, misurata attraverso il rapporto Cost/ Income Bancario, per un peso del 20%; d) Ottimizzazione del rendimento del capitale assorbito della divisione WM, che ha come KPI il ROAC Wealth Management, per un peso del 30%. Si delineano dunque degli obiettivi di carattere quantitativo incentrati sulle performance economico, coerenti con la strategia aziendale. Ai sopraelencati obiettivi di carattere quantitativo se ne sommano due differenti per l'AD e per il DG, di

cui uno ciascuno incentrato sulle tematiche della sostenibilità e l'altro riguardante la gestione aziendale. Per l'AD essi sono un obiettivo specifico di Corporate Social Responsibility con focus su diversity, inclusion & employees engagement e il proseguimento del rafforzamento della piattaforma distributiva delle divisioni Wealth e Consumer; mentre per il DG l'obiettivi sono la massimizzazione delle sinergie fra la rete distributiva e fabbriche prodotto e lo sviluppo della progettualità per la piena adozione in tutte le società del Gruppo di una "Agile and smart working platform". Negli obiettivi legati alla sostenibilità si pone l'attenzione sulle condizioni lavorative dei dipendenti della Società, cercando di favorire temi quali diversità, inclusione e miglioramento dell'ambiente lavorativo.

Nel suo insieme ne risulta una componente variabile di breve termine abbastanza ramificata, ma che vede i suoi elementi chiavi nel raggiungimento di determinate performance economiche, pur sempre mantenendo il focus nei requisiti patrimoniali e di liquidità. La sua struttura è in linea con le precedenti Componenti variabili di breve periodo.

La seconda componente del Piano di incentivazione di Mediobanca è la componente variabile pluriennale, denominata Piano di lungo termine - Long Term Incentive 2019-2023. La sua struttura prevede che l'importo del premio assegnato è compreso, per l'Amministratore Delegato e il Direttore Generale, fra il 20% e il 40% del valore della remunerazione fissa annua lorda, per ciascun anno di Piano. Anche in questo caso, come nel caso della componente STI, è presente un elemento correttivo di tale percentuale in funzione del raggiungimento degli obiettivi non finanziari/qualitativi in una misura compresa fra il -10% e il +15%, previa approvazione del CdA. Anche in conseguenza al raggiungimento di tali obiettivi di carattere qualitativo si fa salvo il cap del 40% annualizzato proveniente dalla consuntivazione degli obiettivi finanziari.

Gli obiettivi di carattere quantitativo previsti sono tre: a) Crescita che vede come KPI's la crescita dell'EPS, per un peso pari al 33%; b) Redditività, misurata attraverso il ROTE di gruppo, per un peso pari al 34%; c) Patrimonializzazione, parametrata attraverso l'indicatore CET¹⁹⁶, per un peso del 33% sul totale del LTI. Per i primi due obiettivi al livello target del KPI's previsto dal Piano 2023 è prevista la corresponsione di una percentuale di remunerazione variabile annua pari al 30% della componente fissa annua. Diversamente da quanto previsto per l'obiettivo di patrimonializzazione tale percentuale sale fino al 40%. Nella figura è riportata la tabella di raccordo tra il valore die KPI's e la % del fisso su base annua, ove previsto un intervallo la quantificazione avviene attraverso il metodo dell'interpolazione lineare.

Sono previsti anche due obiettivi di carattere non finanziario /qualitativo, il cui conseguimento di ciascuno ha come effetto la variazione nella forbice tra il -5% ed il +7,5% dei risultati finanziari

¹⁹⁶ CET 1 = Common Equity Tier 1 ratio = Common Tier 1 capital / Risk weighted assets. E' uno dei principali indicatori utilizzati dalle Autorità di vigilanza per valutare la solidità patrimoniale degli istituti finanziari.

quantitativi. Il primo dei due obiettivi è relativo ai CSR Targets, ed ha molteplici indicatori di misurazione¹⁹⁷, raccordati con il piano strategico aziendale, tra i quali occorre sottolineare il raggiungimento di un determinato importo investito nelle PMI italiane e il raggiungimento del 100% dei nuovi investimenti selezionati attraverso l'utilizzo di criteri ESG. L'altro obiettivo di carattere qualitativo riguarda la performance relativa dell'azione Mediobanca, il cui TSR è confrontato con quello delle 26 Maggiori Banche Europee presenti nell'Euro Stoxx Banks, di cui ne fa parte la stessa Mediobanca. In sintesi, la componente variabile di lungo periodo prevede obiettivi eterogenei, legati sia alla performance economica come nel caso della crescita e della redditività, sia a carattere finanziario. Il correttivo TSR è da leggere come conseguenza del corretto andamento dei precedenti obiettivi, e dunque è comprensibile il suo scarso peso. Altresì il valore attribuito agli obiettivi legati alla CSR è sottodimensionato rispetto all'importanza datagli nel Piano Strategico.

STRUMENTO	LONG TERM INCENTIVE						TOTAL	
	VALUTAZIONE PERFORMANCE	EROGAZIONE						
	FY 19/20 - FY 22/23	2023	2024	2025	2026	2027		2028
CASH		20%		13%			14%	47%
EQUITY			20%		11%	11%	11%	53%
	4 anni				5 anni			
							9 anni	

Figura 2.29 - Differimento della componente LTI (Relazione sulla Remunerazione)

L'erogazione avverrà secondo un preciso schema a partire dal 2023 e di durata pari a 5 anni, la cui composizione è prevista per il 47% da incentivi monetari, mentre per il restante pro quota è costituita da strumenti di tipo equity¹⁹⁸. La retribuzione per cui si è maturato il

diritto alla corresponsione risulta quindi fortemente diluita nel corso degli anni, a vantaggio di eventuali meccanismi tutelativi adottati dalla Società quali la clausola malus e il clawback. In merito a quest'ultime è previsto innanzitutto che le componenti variabili, al momento sia dell'attribuzione sia dell'erogazione differita, possono essere assegnate solo se il beneficiario non sia incorso in compliance breach¹⁹⁹ e non vengano riportate perdite riconducibili al suo operato. Pertanto, in

¹⁹⁷ Ore medie di formazione +25%; - AM: 100% dei nuovi investimenti selezionati utilizzando criteri ESG e finanziari; - €700mln da investire in PMI italiane d'eccellenza; - +30% prodotti ESG nel portafoglio dei clienti; - €4mln all'anno destinati a progetti con impatto sociale/ambientale positivo; - Customer satisfaction: CheBanca! CSI sui segmenti core @73, NPS @25 - Compass: CSI @85, NPS @55; - Energia: 92% da risorse rinnovabili, emissioni di CO2 ridotte del15%; auto ibride @90% della flotta MB; - Mutui «green» di CheBanca! + 50% .

¹⁹⁸ La componente in azioni è stata valorizzata sulla base del valore del titolo Mediobanca al momento dell'approvazione del Piano LTI (media dei 30 gg. precedenti il Consiglio di Amministrazione del 19 dicembre 2019, pari a € 10,1356). L'effettivo numero di azioni da attribuire, successivamente soggette alle ulteriori condizioni di performance/malus e/o holding period previste dalle Politiche sarà definito e riproporzionato al momento della consuntivazione del piano e della componente variabile effettivamente maturata. Le azioni totali massime da assegnare sono 276.093 di cui Alberto Nagel n. 150.597 e Francesco Saverio Vinci n. 125.496.

¹⁹⁹ Ovvero il dipendente non sia stato soggetto a provvedimento disciplinare in funzione tra l'altro di quanto stabilito dal Codice etico, dal Modello organizzativo, dalla Politica di business conduct e dalle altre normative interne di Mediobanca. Ex Relazione sulla Remunerazione 2020 "Per l'individuazione di un compliance breach sono considerate principalmente le violazioni riscontrate dalle Funzioni di Controllo (Compliance & Group AML, Group Audit e Group Risk Management) e dalle Autorità (es. Banca d'Italia, Consob). Per assicurare maggiore efficacia, e secondo il principio di

presenza di eventi di compliance breach può essere posta in essere l'attivazione sia del meccanismo di malus che riduce o annulla il valore di: a) remunerazione variabile da attribuire per ogni esercizio di riferimento in sede di valutazione annuale della performance individuale o di una specifica unità; b) componente differita di esercizi precedenti non ancora corrisposta; sia della clausola claw-back, che impone la restituzione di un importo di remunerazione variabile già erogato sino al quinto anno successivo all'erogazione di una quota di remunerazione variabile.

Per l'attribuzione delle azioni è previsto il c.d. “*stock ownership requirement*”, in cui l'AD è tenuto a detenere in portafoglio, anche successivamente all'attribuzione effettiva delle azioni rivenienti dall'assegnazione dell'eventuale componente variabile²⁰⁰, un numero di azioni Mediobanca del valore pari a due volte la sua remunerazione fissa ed il Direttore Generale pari a una volta. La scelta di far detenere l'ammontare equivalente di azioni – da conseguire in un arco temporale di cinque anni dalla prima attribuzione – per tutta la durata del mandato è da leggere nell'ottica di allineare gli interessi a quelli degli azionisti. Per gli amministratori non è specificato alcun tipo di fringe benefit, e l'unica ulteriore componente prevista è l'assicurazione a copertura della responsabilità civile.

Per gli amministratori non dipendenti della Società non è previsto alcun emolumento ulteriore rispetto alla componente ordinaria, diversamente per i Consiglieri di Amministrazione Dirigenti del Gruppo è previsto il riconoscimento di quanto previsto dalla legge, del TFR, di un eventuale importo aggiuntivo cd. “*severance*” in caso di risoluzione consensuale del rapporto di lavoro; nonché sono previste altre tipologie di pagamento a fronte, ad esempio, di un eventuale patto di non concorrenza. Degli appena elencati trattamenti previsti al termine della carica ad assumere un ruolo preponderante è la “*Severance*”, il cui importo è difficilmente determinabile in maniera preventiva, in quanto viene determinato considerando i diversi elementi normalmente previsti dalle normative giuslavoristiche applicabili e dalla giurisprudenza, dai contratti collettivi o individuali, dagli usi previsti dai singoli mercati di riferimento. Diversi sono i fattori che determinano il suo importo, di norma la base di calcolo per definire le mensilità aggiuntive da riconoscere è costituita dall'ultima remunerazione fissa, dalla media della remunerazione variabile in un determinato orizzonte temporale (generalmente dell'ultimo triennio), nonché, se previsti, dal valore dei fringe benefit. Il suo importo massimo è

proporzionalità, ai sensi della Direttiva sono ritenuti compliance breach solo le violazioni rilevanti, ossia che abbiano esposto l'Istituto a un rischio di non conformità significativo. La valutazione della significatività della violazione è condotta sulla base dei seguenti aspetti: gravità della violazione, entità della violazione, rilevanza esterna. Ciascun compliance breach viene valutato sulla base di ciascuno dei criteri sopra indicati, attribuendo un valore nullo, basso, medio, alto e determinando un punteggio complessivo. A ciascun punteggio è associata una decurtazione della componente variabile della remunerazione che può impattare l'assegnazione della remunerazione variabile dell'esercizio considerato (c.d. in year adjustment) e/o la decurtazione della componente differita assegnata negli esercizi precedenti e non ancora erogata. “

²⁰⁰ La quale avviene alla scadenza dei periodi di vesting ed holding

previsto in 24 mensilità di remunerazione e/o 5 mil/€. È determinato attraverso una formula²⁰¹ che tiene conto anche dell'anzianità del dipendente nel gruppo e di eventuali fattori correttivi. Tale istituto può raggiungere elevati livelli

2.2.4.3 – Obiettivi e KPI's

Nel caso di Mediobanca una primaria analisi va fatta con riferimento ai cd. Gateways, il cui raggiungimento è condizione di accesso alla componente variabile della Remunerazione. Essi consistono nei principali requisiti di adeguatezza patrimoniale e di liquidità con valori superiori a quelli fissati nel Risk Appetite Framework (RAF). Sono presi a riferimento i principali indicatori considerati nell'ICAP: CET1 ratio, Leverage ratio, AFR/ECAP, Liquidity Coverage Ratio, Net Stable Funding Ratio. L'adozione di tale condizione di accesso è interpretabile nella volontà di porre il rispetto dei requisiti patrimoniali e di liquidità come condizione necessaria per il perseguimento degli obiettivi strategici, così da diveltare qualsiasi possibilità che gli amministratori si espongano a dei rischi eccessivi nel perseguimento degli obiettivi strategici, minando la solidità del Gruppo bancario con quanto ne consegue in termini di Vigilanza.

Nel piano STI si distinguono due tipologie di obiettivi, gli obiettivi a carattere quantitativo e gli obiettivi a carattere qualitativo, di cui i primi sono differenziati tra AD e DG. Per il primo gli obiettivi quantitativi sono:

- a) Ottimizzazione del rendimento del capitale allocato all'attività "core", misurato attraverso l'indice Profit before Taxes (PBT) Gruppo Attività bancaria /Capitale assorbito, con un peso del 30% sul totale della componente variabile STI;

²⁰¹“ Severance = (TCM x Y) ± FC con TCM = Base di calcolo: remunerazione globale media mensile lorda, o frazione di essa, data di norma dall'ultima remunerazione fissa annua, dalla media della remunerazione variabile in un determinato orizzonte temporale (dell'ultimo triennio ove applicabile), dal valore dei fringe benefit; Y= Indicatore anni di servizio nel Gruppo: essi saranno considerati in misura non inferiore a 7 e non superiore a 12.; FC= Fattore correttivo: determinato e motivato, sulla base di parametri oggettivi e opportunamente documentati, da calcolare secondo i criteri dettagliati qui di seguito: età; condizioni personali e sociali previste dalla normativa interna; ruolo e posizione organizzativa ricoperti; performance storica quali/quantitativa individuale conseguita; motivazione alla base della cessazione del rapporto (in taluni casi di tipo organizzativo e strategico non strettamente collegata alla performance individuale); svolgimento di attività che abbiano condotto a criticità per il profilo di rischio stabilito dal Gruppo; comportamenti personali non allineati ai valori aziendali; presenza di rischi per la banca legati a controversie già sorte o ragionevolmente paventate, sulla base di pareri ottenuti da primari studi legali e specifiche calibrature che tengano conto della normativa giuslavoristica specifica dei paesi, diversi dall'Italia, nei quali il Gruppo opera. La Banca determina nella propria normativa interna, in modo analitico, il peso dei singoli criteri utili a definire, in concreto, il fattore correttivo complessivo applicabile che, in linea generale, potrà variare tra - 100% e + 100%. “ (Relazione sulla Remunerazione 2020 Mediobanca)

- b) Focus su principale fonte dei ricavi di Gruppo e qualità degli attivi, che vede come KPI l'ammontare del costo del rischio, con un peso del 30% sul totale della componente variabile STI;
- c) Focalizzazione su quota di ricavi capital light sul totale, parametrato attraverso il rapporto Commissioni Totali/ricavi bancari, per un peso del 20% sulla componente variabile;
- d) Focalizzazione sugli impieghi di qualità, misurato attraverso due indicatori: RWA density Attività bancaria: $RWA / \text{Attivo Finrep}$, per un peso del 20% sul totale.

Il KPI PBT è propriamente indicativo del risultato della gestione economica degli istituti finanziari. Ben più caratteristico del settore bancario è il costo del rischio, il quale indica l'incidenza delle rettifiche negative sui crediti iscritti a bilanci, il mantenimento di tale indicatore ad un livello soglia permette di garantire un livello qualitativo dell'attivo elevato.

In merito al parametro utilizzato per valutare la performance relativa all'obiettivo c) si tratta di un obiettivo di composizione dei ricavi, volto a stimolare l'amministratore verso un modello di business con una maggiore incidenza delle *fees* sull'ammontare dei ricavi. Infine, i due indicatori previsti per l'obiettivo d) sono indicatori di carattere meramente patrimoniale, volti al miglioramento degli impieghi di Mediobanca, ad incidere su tali parametri sono il rischio ponderato collegato a tali attività nonché il totale dell'attivo investito.

Per l'Amministratore Delegato sono inoltre previsti anche due obiettivi a carattere qualitativo dei quali uno riguardante le CSR con focus su diversità, inclusione ed *employees engagement*, tra le principali tematiche di sviluppo perseguibili della responsabilità sociale d'impresa all'interno di un istituto bancario, nel quale non si può ottenere risultati efficaci nella sostenibilità ambientale. L'altro obiettivo a carattere qualitativo riguarda lo sviluppo del Wealth Management, considerata nel Piano strategico come direttiva fondamentale della crescita del Gruppo Mediobanca. In generale gli obiettivi previsti per l'amministratore delegato sono coerenti con il suo centro di responsabilità, e le sue leve operative che riguardano in particolar modo l'attuazione della strategia d'impresa ed il mantenimento della solidità patrimoniale.

Per il DG, si mantengono gli obiettivi a) e b) ed i relativi KPI's, con un peso di ognuno diminuito al 25%. Vi è una divergenza negli altri obiettivi di carattere quantitativo, i quali vengono individuati in: c) Crescita equilibrata di ricavi e costi, misurata attraverso il rapporto Cost/ Income Bancario, per un peso del 20%; d) Ottimizzazione del rendimento del capitale assorbito della divisione WM, che ha come KPI il ROAC Wealth Management, per un peso del 30%.

I due obiettivi si concentrano rispettivamente sul miglioramento dell'incidenza dei costi sulle entrate, e dunque il perseguimento di un margine adeguato, altresì il secondo obiettivo di migliorare il risultato operativa della divisione Wealth Management. I fattori di miglioramento del ROAC

associato sono da ascrivere nella gestione dei costi della divisione e nel miglioramento dei ricavi della stessa divisione. Anche nel caso del DG sono previsti due indicatori di carattere non finanziario, di cui uno riguardante le tematiche ESG, infatti, è previsto come target che nella in tutte le società del Gruppo venga adottata una piattaforma volta allo svolgimento del lavoro agile. L'altro obiettivo di carattere qualitativo riguarda la massimizzazione delle sinergie tra la rete distributiva e fabbriche prodotto, così da ottenere un miglioramento del risultato. Nel caso del DG si delinea una scorecard coerente con quelle che sono le sue leve e le sue responsabilità a carattere operativo all'interno del gruppo.

In merito all'LTI gli obiettivi di carattere quantitativo previsti sono tre: a) Crescita che vede come KPI's il livello di crescita dell'EPS, per un peso pari al 33%; b) Redditività, misurata attraverso il ROTE di gruppo, per un peso pari al 34%; c) Patrimonializzazione, parametrata attraverso l'indicatore CET²⁰², per un peso del 33% sul totale del LTI.

Il primo KPI è il classico EPS, di facile comparabilità con il mercato, il quale mostra sinteticamente la variazione dell'utile netto ripartito per il numero totale di azioni, in relazione al settore bancario tale indicatore è estremamente indicativo dell'andamento economico della Società, poiché il suo valore tiene conto di tutte le componenti positive e negativa della gestione economica.

In merito all'obiettivo della redditività il parametro utilizzato è il ROTE, il quale soprattutto nel settore bancario garantisce un dato più significativo rispetto al ROE, in quanto il denominatore viene depurato del patrimonio intangibile dell'impresa, rendendo meglio la reale profittabilità della Banca. La scelta di tale obiettivo è giustificata dal fatto che la redditività aziendale è un punto centrale della mission di Mediobanca.

L'ultimo obiettivo di carattere quantitativo riguarda la solidità patrimoniale della Società, indicatore di particolare rilevanza nel settore bancario al fine di comprendere la capacità patrimoniale della banca di far fronte ai rischi assunti. Tale target può apparire in sovrapposizione a quanto previsto nei gateways, ma la scelta di tale obiettivo è giustificabile dalla volontà di indirizzare gli amministratori verso una gestione oculata dei rischi e della capacità della banca di farne fronte, garantendogli un meccanismo premiale. Il parametro utilizzato per la valutazione della performance di tale obiettivo è il CET 1, tra i principali indicatori utilizzati in ambito bancario, anche da parte dagli istituti di vigilanza. Il suo valore è determinato rapportando uno specifico insieme del Capitale ai rischi ai rischi ponderati per gli asset in capo alla Banca.

Nel Piano LTI sono presenti anche due obiettivi di carattere qualitativo, di cui il primo valuta la performance relativa del TSR rispetto ad un panel composto dalle 26 Banche Europee presenti

²⁰² CET 1 = Common Equity Tier 1 ratio = Common Tier 1 capital / Risk weighted assets. È uno dei principali indicatori utilizzati dalle Autorità di vigilanza per valutare la solidità patrimoniale degli istituti finanziari.

nell'Euro Stoxx Banks, a cui appartiene anche la stessa Mediobanca, volto a parametrare le performance di mercato rispetto a quelle dei principali competitor operanti nella medesima area geografica, e quindi accomunate dalla specifica regolamentazione comunitaria ma anche dall'andamento macroeconomico. Altresì è prevista una serie di obiettivi legati alle CSR, i quali rispecchiano gli obiettivi presenti nel Piano Strategico del Gruppo Mediobanca relativamente al tema della responsabilità sociale d'impresa. Da evidenziare gli obiettivi relativi alle azioni per la riduzione degli impatti ambientali indiretti, che sono stati tradotti nell'emissione di ESG bond per €500 mln, l'aumento dei mutui "green" concessi dalla controllata CheBanca! e l'emissione di un fondo cd. Carbon neutral.

Ulteriore obiettivo di rilievo prefissato da Mediobanca è di favorire una crescita sostenibile, selezionando interamente i nuovi investimenti attraverso un mix di criteri sia a carattere finanziario che ESG, l'aumento dei prodotti ESG nel portafoglio dei clienti e contribuendo alla crescita economica attraverso l'investimento di €700 mln nelle PMI. Dunque, si evidenzia nel lungo termine un sostanziale impegno da parte di Mediobanca nella transizione verso un modello di business più sostenibile, con conseguenti effetti indiretti anche nella riduzione delle emissioni.

In sintesi, gli obiettivi posti per gli amministratori ed i rispettivi KPI presenti nel piano di incentivazione di Mediobanca sono abbastanza eterogenei rispetto alle varie aree gestionali della Società e aderenti con la strategia d'impresa. Relativamente agli obiettivi legati alle tematiche ESG, gli obiettivi sono distribuiti coerentemente con la loro effettiva realizzazione e risultano essere anche in questo caso coerenti con gli obiettivi strategici.

2.2.4.4 – Performance Economico finanziarie nel periodo 2015-2020



Figura 2.30- Andamento del titolo Mediobanca rispetto ad un panel di comparables. (Fonte Teleborsa- Sito Mediobanca)

La performance di Mediobanca nel triennio preso a riferimento nel grafico riportato nella Figura 27 mostra come l'andamento del titolo azionario di Mediobanca segua quello dei suoi principali competitors, e nel corso del triennio la sua quotazione sia assestata su livelli pressoché stabili, eccezion fatta per il minimo occorso in coincidenza con la crisi generata dalla pandemia da COVID-19. Il titolo, come nella maggior parte dei titoli bancari, risulta essere più volatile del mercato e dunque più sensibile alle sue oscillazioni. Non risultano evidenziate particolari correlazioni tra l'approvazione delle Politiche di remunerazione e l'andamento del titolo azionario.

Lunedì 28 Dic 2020

- Mediobanca: **7,56**
- FTSE MIB: **23,55%**
- Eurostoxx Banks (SX7P): **-24,85%**
- Société Générale (GLE): **17,0855**
- BNP Paribas (BNP): **43,4213**
- Goldman Sachs (GS): **260,1600**
- Intesa Sanpaolo (ISP): **1,9183**
- JP Morgan (JPM): **125,6750**
- UniCredit (UCG): **7,6810**
- Barclays (BARC): **148,2800**

mostra come l'andamento del titolo azionario di Mediobanca segua quello dei suoi principali competitors, e nel corso del triennio la sua quotazione sia assestata su livelli pressoché stabili, eccezion fatta per il minimo occorso in coincidenza con la crisi generata dalla pandemia da COVID-19. Il titolo, come nella maggior parte dei titoli bancari, risulta essere più volatile del mercato e dunque più sensibile alle sue oscillazioni. Non risultano evidenziate particolari correlazioni tra l'approvazione delle Politiche di remunerazione e l'andamento del titolo azionario.

Beta (fonte Reuters)	1,48
----------------------	------

Selected Financial Measures (€/min)	J-16	J-17	J-18	J-19	J-20
Interest Income	1906,56	1916,41	1896,8	1885,99	1943,89
Delta% Interest Income		1%	-1%	-1%	3%
Risultato netto	604,55	750,2	863,92	823,03	600,38
EPS Diluited Normalized	0,72	0,87	1,00	0,94	0,88
FCF/Share	1	1,26	0,47	-0,02	3,76
WACC	3,59%	4,14%	3,96%	3,63%	3,14%
CET 1	12,1%	13,3%	14,2%	14,1%	16,1%
ROTE	7	8	10	10	10

I dati economico – finanziari presi a riferimento divergono dalle altre analisi in virtù della specificità del settore in cui opera Mediobanca, inoltre è da evidenziare come l’esercizio di Mediobanca si concluda il 30 giugno di ogni anno.

	(€)
P0 (02/01/2017)	7,92
Pt (31/12/2020)	7,581
Delta Price	-0,339
Dividendo 2017/2018	0,47
Dividendo 2018/2019	0,47
Dividendo 2019/2020	0
Totale dividendi	0,94
TSR assoluto	7,93%

I dati che risaltano più all’occhio sono: il miglioramento delle solidità patrimoniale espressa dal CET1, il quale nel corso degli anni ha visto un incremento di 4 punti percentuali; un incremento notevole della redditività espressa dal ROTE. La gestione operativa non ha visto particolari miglioramenti e si è mantenuta su livelli stabili di entrate provenienti dall’attività principale, al contempo negli esercizi tra il 2016 ed il 2018 si è avuto un aumento della profittabilità, ai quali è seguita una flessione accentuata dalla crisi dovuta alla pandemia da COVID-19. Un generale miglioramento della situazione patrimoniale e della gestione economica hanno condotto di conseguenza ad un abbattimento del costo del capitale.

Il ritorno per gli azionisti nell’ultimo triennio è stato di circa l’8%, in virtù di un prezzo azionario rimasto pressoché stabile, al quale si sono sommati degli adeguati dividendi, quest’ultimi non erogati nell’esercizio 2020 conseguentemente alla situazione instauratosi con la crisi pandemica e alle inerenti indicazioni della BCE che vietavano agli istituti bancari di distribuire i dividendi.

Dal punto di vista della sostenibilità la società ha migliorato le proprie performance relative all’impatto ambientale percorrendo la strada della decarbonizzazione con due progetti di cui uno volto alla creazione di un impianto eolico nelle Filippine e l’altro volto alla donazione di mille alberi. Allo stesso tempo si è impegnata con diversi progetti nelle tematiche relative all’inclusione e alla diversità, nonché al benessere dei propri dipendenti ottenendo risultati positivi anche relativamente a quest’ultimi. È da sottolineare anche l’impegno di Mediobanca rispetto alla Comunità locale verso la quale ha erogato 5,4mil/€ nel corso dell’esercizio 2019/20.

La Società, relativamente alla propria attività core d’investimento e concessione dei finanziamenti, oltre ad essere firmataria del UN-supported Principles for Responsible Investment, ha predisposto una propria Politica di Gruppo in materia di Investimenti e Finanziamenti Responsabili, ispirata ai principi del Global Compact delle Nazioni Unite, alla Dichiarazione Universale dei Diritti Umani ed ai 18 obiettivi dei UN Sustainable Development Goals. Tale Politica prevede una serie di screening in merito all’adozione e al rispetto dei sopradetti principi da parte dei soggetti nei quali si vuole effettuare l’investimento.

2.3- Analisi dei risultati

	Pirelli S.p.A	Brembo S.p.A	Eni S.p.A	Mediobanca S.p.A
GOVERNANCE				
Assetto proprietario	ADR	ADR	ACS	AD
Modello di Governance	T	T	T	T
%approvazione I Sez. Rel. Remunerazione inv. istituzionali 2020	63%	<5%	89%	94%
%approvazione ultimo LTI investitori istituzionali	80%	<5%	97%	97%
%amm.tori indipendenti Comitato Remunerazione	80%	100%	100%	80%
%amm.tori Adeguate competenze ed esp. Comitato Remunerazione	20%	0%	33%	40%
Frequenza incontri Comitato	90gg	180gg	36gg	60gg
Presenza Comitato Sostenibilità	SI	SI	SI	SI
%coincidenza Composizione Com. Remunerazione e Com. Sostenibilità	40%	66%	100%	40%
PIANO INDUSTRIALE				
Centralità tematiche CSR nella strategia	4	3	5	2
Presenza di un piano di sostenibilità di lungo periodo	SI	NO	SI	NO
Presenza di obiettivi legati alla sostenibilità ambientale	SI	SI	SI	SI
POLITICA DI REMUNERAZIONE				
Presenza di obiettivi CSR come condizioni di accesso al piano	NO	NO	NO	NO
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione annuale	10%	n/a	25%	Variabile*
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione pluriennale	20%	0%	35%	Variabile*
Numero di obiettivi legati alla sostenibilità	3	1	4	2
%di obiettivi legati alla sostenibilità sul totale degli obiettivi	33%	12,50%	40%	15,00%
%di obiettivi economici sul totale degli obiettivi	33%	62,50%	40%	38%
%di obiettivi finanziari sul totale degli obiettivi	22%	25%	10%	38%
%di obiettivi di mercato sul totale degli obiettivi	11%	0%	10%	9%
Obiettivi CSR di tipo qualitativo	SI	SI	SI	SI
Obiettivi CSR di tipo quantitativo	SI	NO	SI	SI
Pay-mix a target (F/ST/LT)	32/28/40	36/27/37	30/30/40	33/45/22
Coincidenza obiettivi con strategia di m-l termine	5	4	5	5
Coerenza con responsabilità e deleghe destinatario	5	5	5	5
Presenza di Golden Parachute	NO	SI	SI	NO
Componenti della remunerazione non monetarie	NO	NO	SI	SI
Piano di retention	SI	NO	SI	SI
Periodo di vesting	NO	NO	SI	SI
Durata Periodo di vesting	NO	NO	3Y	5Y
Clausola di clawback	SI	SI	SI	SI
Clausola malus	SI	SI	SI	SI
PERFORMANCE				
Raggiungimento obiettivi legati alla sostenibilità nel tempo (liv. Target)	Totale	Totale	Parziale	Parziale
Miglioramento delle performance legate alla CSR	4	4	5	5
CDP Carbon Ranking	A	2A	A-	n/a
Riduzione emissioni	3	3	3	4
Presenza nel DJSI Index	SI	NO	NO	NO
Andamento titolo azionario	3	4	4	4
TSR (ultimi 3 anni)	-25,92%	4,53%	6,70%	7,93%
ROS 2019	11,60%	12,29%	7,44%	n/a
Andamento EVA	n/a	3	2	n/a
EPS 2019	0,0419	0,71	0,04	n/a
Andamento WACC	4	2	1	5
Debt Coverage	5	2	3	n/a
* Variabile = aggiustamento della componente di riferimento in funzione del raggiungimento degli obiettivi non finanziari				

LEGENDA	
GOVERNANCE	
Assetto proprietario	ADR = Azionariato diffuso con azionista di riferimento; AD = Azionariato diffuso; ACS = Azion.to diffuso con azionista di riferimento Statale
Modello di Governance	Modello di Governance
%approvazione I Sez. Rel. Remunerazione inv. istituzionali 2020	Valore percentuale
%approvazione ultimo LTI investitori istituzionali	Valore percentuale
%amm.tori indipendenti Comitato Remunerazione	Valore percentuale
%amm.tori Adeguate competenze ed esp. Comitato Remunerazione	Valore percentuale
Frequenza incontri Comitato	Numero incontri / 360gg
Presenza Comitato Sostenibilità	SI/ NO
%coincidenza Composizione Com. Remunerazione e Com. Sostenibilità	Valore percentuale
PIANO INDUSTRIALE	
Centralità tematiche CSR nella strategia	Da 1 a 5, con un 1 base e 5 elevato
Presenza di un piano di sostenibilità di lungo periodo	SI/ NO
Presenza di obiettivi legati alla sostenibilità ambientale	SI/ NO
POLITICA DI REMUNERAZIONE	
Presenza di obiettivi CSR come condizioni di accesso al piano	SI/ NO
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione annuale	Valore percentuale
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione pluriennale	Valore percentuale
Numero di obiettivi legati alla sostenibilità	Numero assoluto Piano inct.ne BT + LT
%di obiettivi legati alla sostenibilità sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
%di obiettivi economici sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
%di obiettivi finanziari sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
%di obiettivi di mercato sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
Obiettivi CSR di tipo qualitativo	SI/ NO
Obiettivi CSR di tipo quantitativo	SI/ NO
Pay-mix a target (F/ST/LT)	Valore percentuale sul Paymix a target
Coincidenza obiettivi con strategia di m-l termine	Da 1 a 5, con un 1 base e 5 elevato
Coerenza con responsabilità e deleghe destinatario	Da 1 a 5, con un 1 base e 5 elevato
Presenza di Golden Parachute	SI/ NO
Componenti della remunerazione non monetarie	SI/ NO
Piano di retention	SI/ NO
Periodo di vesting	SI/ NO
Durata Periodo di vesting	Durata
Clausola di clawback	SI/ NO
Clausola malus	SI/ NO
PERFORMANCE	
Raggiungimento obiettivi legati alla sostenibilità nel tempo (liv. Target)	No, Parziale, Totale
Miglioramento delle performance legate alla CSR	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
CDP Carbon Ranking	Valutazione CDP Ranking
Riduzione emissioni	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
Presenza nel DJSI Index	SI / NO
Andamento titolo azionario	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
TSR (ultimi 3 anni)	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
ROS 2019	Valore percentuale
Andamento EVA	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
EPS 2019	Valore percentuale
Andamento WACC	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
Debt Coverage	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)

Sulla base delle analisi svolte è stato redatto il soprariportato prospetto riassuntivo, nel quale sono stati inserite le informazioni più rappresentative delle performance aziendali, della Governance societaria, della Politica di remunerazione e della Strategia di ogni singola Società oggetto di esame.

L'analisi svolta ha evidenziato come gli obiettivi legati alla sostenibilità siano ormai presenti nelle Politiche di Remunerazione ed in particolare nei piani di incentivazione sia di breve termine che di medio-lungo termine. In particolare, le tematiche della Sostenibilità risultano assumere un ruolo

centrale nelle Società operanti in settori ritenuti dall'opinione pubblica ad alto impatto ambientale come nel caso di Eni, operante nel settore energetico con focus sull'attività di upstream, e Pirelli, la quale fa della produzione di pneumatici il proprio core business. In queste società gli obiettivi legati alla Sostenibilità ricoprono un numero pari o maggiore rispetto a quello degli obiettivi economico-finanziari o di mercato. D'altra parte, se nel numero assoluto si ha questo fenomeno, dal punto di vista del peso dei singoli obiettivi a livello target sui vari piani di incentivazione si ottiene un risultato simile al precedente nel caso di Eni e sotto le aspettative nel caso invece di Pirelli e Brembo. Anche in Mediobanca sono adottati obiettivi legati alla CSR, nella cui Politica di remunerazione il punto saliente permane l'adozione di target volti al rafforzamento della propria solidità patrimoniale.

In tutte le Società vengono adottati parametri di carattere qualitativo, che nel caso di Pirelli e Brembo riguardano la performance nel DJSI e nel CDP Ranking. Per Eni e Mediobanca gli obiettivi di carattere qualitativo si concretizzano nella realizzazione di determinati progetti. Prevalente è comunque l'utilizzo di parametri quantitativi, specialmente in Eni, i quali riescono a trasmettere in maniera concreta la strada verso la transizione ecologica intrapresa dalla Società.

Nel campione analizzato gli obiettivi posti nella Politica di Remunerazione sono generalmente coerenti con i Piani Strategici adottati dalle Società, anche con riferimento alle tematiche della Sostenibilità, nei cui piani si fa ampia menzione, eccezion fatta per Brembo nella quale sono assenti specifici e concreti riferimenti in tal merito. *A contrariis* in Eni è presente un Piano di Sostenibilità di lungo termine con visione fino al 2030.

Nelle percentuali di approvazione assembleare relative ai vari punti dell'O.d.g. che hanno ad oggetto la Politica di Remunerazione, si riscontra un livello più alto di voti favorevoli da parte degli investitori istituzionali dove il Comitato per la Remunerazione si riunisce con una maggiore frequenza, e presenta nei suoi membri maggiori caratteristiche di indipendenza ed esperienza sul tema. Da evidenziare il processo di implementazione della Politica da parte di Eni, la quale incontra frequentemente i principali shareholders al fine di definire una Politica che rispecchi a pieno i loro interessi.

Solo nei casi di Eni e Mediobanca, le quali vantano una maggiore capitalizzazione è prevista l'attribuzione di strumenti finanziari nei Piani di Incentivazione.

Nel campione le componenti del Pay-Mix sono pressoché simili, con similare durata anche del piano di incentivazione di lungo termine. In merito alla Curva Payout/Performance, ed in generale alla composizione del pay-mix a livello massimo dei target, è da porre in evidenza come nel caso di Eni e Pirelli, si abbia un sistema particolarmente premiante e stimolante delle performance oltre il livello target, cosa che non avviene nel caso di Brembo, la quale vanta un alto livello della componente fissa e neanche in Mediobanca, dovutamente al Cap della remunerazione variabile previsto

dall'Assemblea, in accordo con la disciplina. Nel campione solo Brembo e Mediobanca adottano il cd. *Golden Parachute*.

Ulteriore legame si può individuare tra la tipologia dell'assetto proprietario e le Politiche adottate, infatti, ad un maggior numero degli investitori istituzionali corrisponde una migliore struttura della Politica, sia negli obiettivi che nella composizione del sistema incentivante.

Le Relazioni sulla Remunerazione del campione ricalcano quanto previsto dagli Schemi presenti nell'Allegato 3 del Regolamento Emittenti nella loro struttura e nei rispettivi contenuti. Non vengono indicate particolari evidenze di come le Società hanno agito conseguentemente alle percentuali di approvazione assembleare relative alla Politica dell'anno precedente. Da sottolineare, come in Brembo non vengano fornite informazioni complete in merito al Peer Group, argomento trattato in maniera ampia dalle altre società del campione.

Dal punto di vista della strutturazione del piano di vesting, è da dare merito ad Eni, che ha strutturato un piano alquanto scoraggiante di eventuali comportamenti orientati al breve termine.

Un commento particolare è da fare in merito al confronto tra la Politica adottata da Mediobanca e quella adottata dalle altre Società, in quanto la principale banca d'investimento italiana è soggetta alla normativa specifica di cui si è compiuta l'analisi nel paragrafo 1.3.4, di cui se ne percepisce l'influenza diretta. In primo luogo, attraverso il processo di definizione del perimetro del personale rilevante, in secondo luogo attraverso li stessi contenuti della Politica, in particolare relativamente al rispetto del RAF. Il principale elemento di rilievo è rappresentato dai cd. Gateways, considerati come condizione di accesso al Piano, di pari interesse è la strutturazione del principale meccanismo di salvaguardia dallo short-termism, quale il piano di vesting. Emerge una particolare differenza qualitativa con la struttura ed i processi delle Politiche adottati dalle altre Società prese a riferimento, dovutamente alla peculiarità del business e dal particolare assetto normativo, conducono ad un maggior apprezzamento della Politica da parte degli investitori istituzionali rispetto a quello professato nei confronti delle Politiche delle altre società del campione. Si ritiene che un intervento normativo nel rispetto dei principi della Costituzione volti a tutelare la libertà d'impresa possa essere d'impulso al miglioramento della qualità delle Politiche di Remunerazione, una maggiore analisi in merito è presente al Capitolo 3.

2.3.1 – Verifica delle ipotesi

Dalle ulteriori analisi compiute in merito al campione sono state tratte le seguenti conclusioni relativamente alle ipotesi assunte nel Paragrafo 2.1²⁰³:

H1): L'analisi ha evidenziato come nelle Società con una maggiore presenza degli obiettivi di sostenibilità ed un maggior peso degli stessi sul totale della Remunerazione, vedi ENI e Pirelli, vi sia un incremento nelle percentuali di approvazione della I Sezione della Relazione sulla Remunerazione e dei piani di incentivazione di Lungo Termine da parte degli investitori istituzionali. A controprova di ciò in Brembo - in cui il tema della Sostenibilità non assume un ruolo centrale nella Politica di Remunerazione - la percentuale di approvazione degli investitori istituzionali si avvicina allo zero.

²⁰³ Ex paragrafo 2.1 “**H1)** S’ipotizza che la possibilità di introdurre obiettivi legati alla sostenibilità nelle politiche di remunerazione e nei piani di incentivazione degli amministratori possa rappresentare il nuovo punto di raccordo tra gli interessi degli azionisti e quelli degli amministratori, che andrà dunque a colmare gli agency problems tra i già citati soggetti, non generando però alcuna tipologia di costo d’agenzia e costituendo pertanto una situazione di optimal contracting. Infatti, tale coincidenza nelle modalità in cui raggiungere i propri interessi è data dal fatto che gli shareholders otterranno un duplice vantaggio derivante dalla creazione di valore sociale ma anche da un aumento del proprio ritorno finanziario grazie allo sviluppo di strategie sostenibili da parte dell’impresa. Allo stesso tempo gli amministratori saranno stimolati nel perseguire strategie legate alla responsabilità sociale d’impresa, in quanto il loro interesse economico e reputazionale dato dal raggiungimento degli obiettivi si realizzerà attraverso il raggiungimento degli stessi obiettivi legati alle CSR. Di conseguenza, si avranno percentuali di approvazione delle politiche di remunerazione da parte degli azionisti più elevate, ma presumibilmente anche un effetto sul prezzo azionario della società quotata in quanto ci si aspetterà che la stessa possa godere di un ottimo sistema di corporate governance con quanto ne consegue in termini di gestione aziendale. **H2)** S’ipotizza una maggiore diffusione dell’adozione da parte delle società quotate di obiettivi legati alla CSR attraverso l’imposizione normativa. Infatti, come già visto in precedenza in assenza di particolari provvedimenti legislativi i board si sono mossi difficilmente verso una direzione di cambiamento, a contrariis nei casi in cui si è adottato un particolare regime normativo la situazione si è evoluta, come nel caso delle società quotate operanti nel settore finanziario, nel quale si è avuto un apporto importante in termini di vincoli da parte sia del legislatore comunitario che nazionale. Dunque, s’ipotizza che l’utilizzo degli strumenti normativi, possa costituire una milestone importante nell’evoluzione delle politiche di remunerazione. **H3)** S’ipotizza che un adeguato bilanciamento tra obiettivi a breve termine e a medio-lungo termine sia la chiave per stimolare gli amministratori nelle condizioni di agire concretamente. Specificatamente nel breve periodo dovrebbero essere posti obiettivi legati ad alcune tematiche CSR sulle quali si può intervenire celermente, come il miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti nonché le forme di tutela nei loro confronti. Altresì per un concreto raggiungimento dei risultati su delle tematiche come quelle ambientali, s’ipotizza essere più performante un sistema d’incentivazione nel medio-lungo termine, sia per la non immediatezza degli interventi che si possono mettere in essere, in quanto la necessaria riconversione dei processi produttivi della società necessita di tempo e d’investimenti, sia per la non immediatezza dei risultati che si possono ottenere e misurare. **H4)** In accordo con le ipotesi assunte in H3) relativamente alle tempistiche di attuazione dei cambiamenti legati alle tematiche CSR, s’ipotizza che l’adozione di parametri quantitativi nella misurazione del raggiungimento degli obiettivi CSR a cui sono legate le politiche di remunerazione possa produrre effetti concreti nelle tematiche della sostenibilità ambientale nel lungo periodo. Allo stesso tempo, la misurazione delle performance attraverso parametri di benchmark qualitativi, quali possono essere le valutazioni effettuate da enti terzi indipendenti, si adattano maggiormente al breve termine; così che gli amministratori possano comunque vedere premiato il proprio impegno nel minor lasso temporale, nel quale è difficile ottenere risultati oggettivizzabili da un punto di vista numerico. Dunque, attraverso le disclosure richieste dai principali enti indipendenti si può comprendere il reale impegno nelle tematiche CSR della Società e in primis degli amministratori, a cui è affidato il compito di definire l’alta strategia aziendale **H5)** S’ipotizza che all’introduzione di obiettivi sostenibili nelle politiche di remunerazione, possa condurre ad un miglioramento delle performance economico-finanziarie aziendali, in conseguenza al fatto che si avrà un miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti, i quali aumenteranno la propria produttività, ma anche una miglior valutazione del merito creditizio da parte degli istituti di credito.”

Da sottolineare anche il differente assetto proprietario di Brembo, il cui capitale è in mano per una quota di maggioranza assoluta ad un unico proprietario, a dispetto degli altri due casi in cui il capitale sociale è ampiamente diffuso tra il pubblico.

Tale risultato mostra come la Sostenibilità sia una tematica ritenuta centrale nelle società industriali e considerata come la strada principale per lo sviluppo delle Società e dunque per la creazione di un valore duraturo per gli azionisti, specialmente in quelle operanti in settori altamente inquinanti come Brembo, Pirelli ed ENI. Tale evidenza si può riscontrare in duplice maniera in Mediobanca, nella quale si hanno alte percentuali di approvazione assembleare della Politica di Remunerazione e del Piano di incentivazione, i cui contenuti mirano in maniera adeguata ad uno sviluppo sostenibile dal punto di vista economico-patrimoniale della Società, tematica ritenuta centrale negli istituti finanziari da parte degli investitori finanziari, ma che allo stesso tempo prevede obiettivi legati all'effettuazione di investimenti che rispettano i criteri ESG; si evidenzia anche un ottimo rendimento del titolo azionario testimoniato dal buon livello del TSR.

In generale, l'andamento del titolo azionario delle Società poste in esame è migliore nel caso in cui le Politiche di Remunerazione mirino alla creazione di valore sostenibile nel lungo termine, come appunto nel caso di ENI la quale persegue nella Politica il Piano Strategico di Lungo termine, che mira al miglioramento delle proprie performance CSR. Le scarse performance del titolo Pirelli che adotta una Politica in cui la Sostenibilità assume un ruolo abbastanza centrale, sono da ricondurre ad un generale peggioramento del mercato degli pneumatici ma anche a situazioni legate all'assetto proprietario.²⁰⁴

È possibile evidenziare un legame tra il livello qualitativo della Politica, testimoniato dalle percentuali di approvazione assembleare, ed alcuni parametri che misurano il buon funzionamento della Corporate Governance. Infatti, ad alte percentuali di approvazione corrisponde, nei casi presi in esame, un Comitato per la Remunerazione in cui vi è: a) Un buon livello di corrispondenza con i membri del Comitato per la Sostenibilità; b) Una maggiore frequenza degli incontri del Comitato per la Remunerazione; c) Una maggiore presenza di amministratori dotati di adeguate competenze ed esperienze²⁰⁵, nonché dei requisiti di indipendenza.

Ulteriore correlazione è quella tra le percentuali di approvazione, la tipologia dell'assetto proprietario e le performance azionarie, infatti nei casi in cui l'azionariato presenta i caratteri di una maggiore diffusione tra gli investitori si hanno percentuali di approvazione assembleare maggiori ed un miglior andamento del titolo nei mercati finanziari. L'ipotesi H1 si ritiene confermata.

²⁰⁴ ChemChina Is Said to Mull Cutting Stake in Tiremaker Pirelli, **Bloomberg** 27/02/2020

²⁰⁵ Tali requisiti di professionalità sono stati verificati nelle Relazioni di Corporate Governance delle emittenti e/o nella sezione del sito web dedicata ai profili professionali e formativi degli amministratori.

H2): Nell'analisi è necessario distinguere tra i soggetti maggiormente regolamentati in merito alle Politiche di Remunerazione, quali ENI e Mediobanca, e le altre due Società prese in esame. Occorre precisare che la maggiore regolamentazione di Mediobanca deriva dal fatto che si tratta di una Società operante nel settore finanziario, la cui normativa in materia è molto stretta e ben applicata dalla stessa, la quale nella propria Politica determina un cap alla remunerazione variabile pari a 2:1 rispetto alla remunerazione fissa, nonché pone delle condizioni di accesso ai piani di incentivazione legate ai requisiti patrimoniali, al fine di scongiurare qualsiasi rischio eccessivo da parte degli amministratori al fine del raggiungimento degli obiettivi di carattere economico-finanziario. Ne consegue il raggiungimento un ottimo livello dei KPI a cui sono legati gli obiettivi, il raggiungimento di ottime percentuali di approvazione assembleare ed ottime performance del titolo azionario.

Per Eni non sorge un vincolo di natura normativa, ma piuttosto legato al fatto che il suo azionista di riferimento è lo Stato italiano attraverso CDP, il quale è titolare di obbligazioni di carattere etico nei confronti della Comunità. Le quali nascono dal ruolo centrale che è chiamato ad assumere lo Stato nelle tematiche CSR, in particolare in quelle relativa alla sostenibilità ambientale.

Considerato il fatto che come riportato nel *Report on corporate governance of Italian listed companies 2018 la maggior parte delle Società che adotta Politiche di Remunerazione legate alle tematiche CSR sia a proprietà pubblica*. Non riesce difficile immaginare che lo stesso Stato italiano seppur non intervenendo normativamente, abbia comunque imposto delle linee di indirizzo nelle sue partecipate al fine di ottenere tra di esse una maggior adozione di politiche di remunerazione e strategie legate alla sostenibilità²⁰⁶, costituendo un'obbligazione naturale nelle Società stesse. Pertanto, si evidenzia un'adozione più efficace delle politiche di remunerazione nelle Società partecipate pubbliche rispetto al mercato in virtù della sopradetta obbligazione naturale in capo alle stesse.

Si ritiene confermata l'ipotesi H2.

H3) & H4): Le due ipotesi sono fortemente correlate tra loro. La prima considerazione che c'è da muovere è di carattere economico-finanziario, infatti, si può notare come ad elevati investimenti effettuati dalle Società in innovazione e transizione ambientale non vi sia un immediato ritorno dal punto di vista delle performance della sostenibilità, dovutamente anche alle tempistiche di messa in opera di tali interventi.

²⁰⁶ Spa pubbliche, gli stipendi diventano green e legati a obiettivi sostenibili, Laura Serafini, Il Sole 24 Ore (2 Marzo 2020)

Infatti, nell'analisi svolta è emerso come le performance delle Società relative alle emissioni ed ai diversi indicatori di performance utilizzati mostrino un andamento instabile nel breve termine, mentre in orizzonti temporali più ampi si riesce a comprendere il loro reale andamento, in particolare attraverso indicatori caratterizzati da quozienti come nel caso dell'ILT di ENI.

Pertanto, risulta sconsigliabile l'utilizzo di indicatori a carattere qualitativo delle performance consultive della sostenibilità. Allo stesso tempo l'utilizzo di parametri legati alla valutazione di enti terzi indipendenti nel breve termine, come nel caso della componente variabile di breve termine di Pirelli e Brembo, permette di fornire una fotografia reale e completa dell'impegno profuso dalla Società e dunque dagli amministratori nelle tematiche CSR. Di conseguenza si genera verso gli stessi amministratori un reale stimolo anche nel breve termine ed una maggiore centralità. Infatti, i questionari su cui si basano indici quali il CDP Ranking ed il DJSI tengono conto non solo del risultato in sé ma anche delle azioni intraprese a tal merito.

Dunque, risulta incoerente dal punto di vista temporale nonché disincentivante per gli amministratori l'inserimento di obiettivi in cui gli stessi amministratori hanno scarsa autonomia decisionale nel breve termine, ma verso i quali vi è stato un reale impegno degli executive che presumibilmente condurrà a risultati nel lungo periodo. Si ritiene adatta l'attività di benchmarking del posizionamento nei vari indici come effettuato da Pirelli relativamente al DJSI. Infatti, si deve tenere conto del contesto settoriale più che della performance assoluta, che nel caso di particolari settori come quello petrolifero di ENI vede performance medie più basse.²⁰⁷

Sulla base di ciò risultano confermate le ipotesi H3 ed H4.

H5): Nelle considerazioni relative a tale ipotesi c'è da tener conto di uno spazio temporale più ampio relativamente sia alle performance economico finanziarie, ma anche alle Politiche di Remunerazione adottate. A tal proposito occorre effettuare un distinguo tra Pirelli e le altre due società industriali, e compiere un'analisi propria per Mediobanca.

Infatti, Pirelli ha intrapreso nella propria strategia di lungo termine un percorso volto alla sostenibilità, dei quali è possibile trovare il riflesso in più piani di incentivazione di lungo termine in cui sono stati presenti obiettivi legati alla sostenibilità, e dai miglioramenti delle diverse performance in un mercato praticamente immutato nelle condizioni, che seppur vedendo una leggera contrazione nella vendita dei veicoli è riuscita a migliorare le proprie performance economico- finanziarie, come testimonia il miglioramento dei principali indici di profittabilità e di carattere finanziari come anche il WACC. Pertanto, lo sviluppo degli indicatori di profittabilità è da ricondurre al mantenimento dei

²⁰⁷ Vedi performance ENI nel CDP ranking pari a C, che costituisce un livello assoluto medio-basso, ma allo stesso tempo superiore a quello della media dei principali competitor.

costi a livelli pressoché stabili, conseguente al miglioramento delle condizioni lavorative e all'efficientamento nell'utilizzo delle risorse, nonostante un contemporaneo generale miglioramento dei ricavi, in parte ascrivibile anche alla migliore percezione da parte dei consumatori derivante dal perseguimento di politiche CSR, in particolare quelle volte alla sostenibilità ambientale. Inoltre, il miglioramento delle performance economiche è da ricondurre anche alla possibilità di una migliore gestione finanziaria, che di conseguenza porta ad una riduzione degli oneri finanziari. Allo stesso tempo, Brembo e specialmente ENI, il cui orientamento alle tematiche della sostenibilità è stato minimo nel corso degli anni non hanno ottenuto tali miglioramenti, ovviamente nella considerazione si deve tener conto di eventuali altre dinamiche di carattere macroeconomico ed industriale.

Nel caso invece di Mediobanca, il cui dato di principale interesse degli stakeholders è da considerare nel miglioramento della propria solidità patrimoniale, nella cui direzione si è mossa in maniera concreta come Pirelli nei confronti delle tematiche CSR, ha condotto anche in questo caso ad un miglioramento delle proprie performance economico-finanziarie, determinando un miglioramento dei principali indicatori di profittabilità.

Per le differenze tra Pirelli e le altre società industriali, nonché per le evidenze relative a Mediobanca si ritiene confermata l'ipotesi H5).

2.3.2 – Modelli efficaci per il miglioramento delle Politiche di Remunerazione

Sulla base delle analisi effettuate, è emerso come le principali opportunità di miglioramento per le Politiche di Remunerazione sorgano sin dal processo di implementazione delle stesse, il cui attuale frutto sono strutture deboli e contenuti non al pari di quelli presenti nelle Politiche degli istituti bancari maggiormente regolamentati. Emerge anche come le Politiche spesso riflettano i contenuti delle strategie. In tal senso si isolano dei precisi interventi volti ad un miglior funzionamento della governance aziendale, ma anche ad un maggior coinvolgimento degli investitori istituzionali:

- a) Aumento delle percentuali dei consiglieri in possesso di adeguate competenze ed esperienza in materia di remunerazione e di sostenibilità all'interno dei Comitati per la Remunerazione;
- b) Maggior coincidenza nella composizione del Comitato per la Sostenibilità con quella del Comitato per la Remunerazione, così da costituire un adeguato mix di esperti in remunerazione e di esperti in sostenibilità;
- c) Coinvolgimento nel processo di definizione della Politica degli shareholders attraverso una serie di incontri periodici volti alla condivisione dello stato dell'arte dei lavori e alla raccolta di feedback da parte degli stessi.

Al miglioramento del processo d'implementazione deve corrispondere anche una maggiore centralità delle tematiche legate alla sostenibilità nella strategia, così da poter ottenere vantaggi in termini di efficientamento delle risorse ed un aumento della profittabilità come dimostrato relativamente all'ipotesi H5). Ciò si dovrebbe tradurre nella struttura e nei contenuti della Politica di Remunerazione, che in linea con l'analisi svolta dovrebbe far riferimento alle seguenti linee guida:

- a) Introduzione di particolari condizioni di accesso al piano legate al principale obiettivo strategico posto in essere dalla Società²⁰⁸, similmente ai Gateways previsti da Mediobanca o alla condizione On/off implementata da Pirelli nella Politica di remunerazione di lungo periodo. Un esempio potrebbe essere in Eni l'introduzione di una condizione di accesso al piano di incentivazione di lungo termine legata ad un obiettivo in ambito CSR di carattere quantitativo relativo al livello di emissioni, in quanto della decarbonizzazione ne fa uno dei suoi obiettivi strategici di lungo termine, in alternativa, come già applicato dalla stessa Eni attribuire un peso preponderante nel totale della remunerazione variabile agli obiettivi che s'intende vengano perseguiti. Queste due soluzioni sono volte a generare un reale interesse verso il conseguimento di tali obiettivi da parte dei destinatari della remunerazione;
- b) In merito agli obiettivi che fanno riferimento alla sostenibilità si rende più coerente l'utilizzo di obiettivi a carattere qualitativo nei piani di breve periodo, costituiti in particolare dalla valutazione di enti terzi indipendenti come nel caso del DJSI e del CDP Ranking, la cui performance è da relativizzare ai risultati ottenuti dei principali competitor, come nel caso di Pirelli. Altresì nel lungo periodo si rendono più adattabili obiettivi di carattere quantitativo con KPI costituito da un quoziente con adeguato denominatore, quale ad esempio il livello di misurazione dell'intensità delle emissioni proposto da Eni;
- c) Costituzione di una curva payout/ performance, che pone una particolare premialità nel caso del raggiungimento di performance oltre il livello target. Quest'ultimo deve essere previsto in un livello effettivamente raggiungibile, così da costituire un effettivo meccanismo premiale nel caso del raggiungimento di performance oltre target;
- d) Si potrebbe valutare l'introduzione di un adeguato piano di vesting, nello stile di quello creato da Eni, nella cui definizione del moltiplicatore la performance relativa agli obiettivi di sostenibilità deve essere raggiunta a livello target (o di poco inferiore) per poter essere inserita

²⁰⁸ Da individuarsi nelle Società industriali nelle tematiche relative alle CSR ed in particolare alla riduzione delle emissioni.

nel calcolo del punteggio sulla base di cui poi attribuire il moltiplicatore. Al fine di rendere il perseguimento degli obiettivi legati alla sostenibilità costanti nel tempo.

- e) Introduzione di una Balance Score Card²⁰⁹ sulla base del punteggio conseguito nei relativi KPI determinare l'importo della remunerazione variabile, potendo introdurre le tematiche CSR principalmente in tre delle prospettive individuate da Kaplan²¹⁰, ovvero nei processi interni di business, nella crescita e nell'apprendimento e nella percezione del cliente. Per ognuna delle quattro prospettive potrebbe essere disegnati specifici obiettivi, maggiori approfondimenti in merito sono presenti nel paragrafo 3.4.2.2.

L'applicazione dei suddetti interventi potrebbe comportare una maggiore approvazione in sede assembleare delle Politiche di remunerazione, nonché ad un miglior funzionamento della Corporate governance con particolare riferimento alla risoluzione dei problemi di agenzia.

²⁰⁹ The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, Kaplan & Norton, 1996.

²¹⁰ Le prospettive individuate da Kaplan nella Balance Scorecard sono: Risultati finanziari, processi interni di business, crescita e apprendimento e cliente.

3. POSSIBILI SVILUPPI ANCHE A LIVELLO NORMATIVO

3.1 – Sviluppi normativi

Nel paragrafo 1.2 si è affrontato il tema dell’Evoluzione della disciplina in Europa, facendo riferimento anche alle valutazioni effettuate dalla Commissione Europea sulle future iniziative da intraprendere a livello normativo nell’ambito delle Politiche di Remunerazione ed in generale di Corporate Governance, le quali sono racchiuse nella richiesta di Consultazione effettuata dalla Commissione Europea in data 26 ottobre 2020. Partendo dall’assunto che la Commissione ritiene²¹¹ che la sostenibilità debba essere fortemente incorporata nei principali framework di Corporate Governance, nella consultazione si richiede parere ad un ampio ventaglio di stakeholders²¹² al fine di ottenere un considerevole numero di opinioni sulla necessità e gli obiettivi di un eventuale intervento dell’Unione Europea sia di carattere normativo sia di carattere politico in merito al tema della remunerazione. Inoltre, è obiettivo della Commissione raccogliere pareri in merito a costi/benefici delle differenti azioni politiche nonché ottenere una maggiore conoscenza delle questioni specifiche, con particolare riferimento ai quadri normativi nazionali, ai relativi meccanismi di applicazione e all’attuale giurisprudenza. L’iniziativa è da ritenere complementare alla revisione della Direttiva in merito alle Dichiarazioni non finanziarie.²¹³

La richiesta di consultazione muove da alcuni presupposti posti in essere dalla Commissione:

- a) Le società che ottengono ottimi risultati in termini di sostenibilità hanno performance superiori a quelle dei peers²¹⁴, nonché risultano essere più resilienti in periodi di crisi²¹⁵;

²¹¹ Come annunciato dalla Commissione Europea nell’ European Green Deal ed in merito alle comunicazioni relative all’ (COVID-19) Recovery Plan.

²¹² “[...]These stakeholders include, in particular, businesses and their directors (including in all sectors, of all sizes, and also non-EU companies active in the EU market), any individuals and groups impacted by the operations of these businesses in the EU and in their global value chains (employees, consumers, investors, local communities etc.), investors and their organisations, environmental organisations, trade unions and non-governmental organisations representing the interests of other stakeholders, and public authorities with a possible role in supervising and enforcing the new rules. In addition, international organisations, due diligence and responsible business standard setters, auditors and other assurance providers, sustainability rating agencies, as well as research and data providers may be particularly interested in participating in this consultation.”, European Commission, Inception impact assessment on Sustainable corporate governance

²¹³ Consultazione consultabile al seguente link: [Non-financial reporting by large companies \(updated rules\) \(europa.eu\)](https://european-council.europa.eu/media/e3000000/1/attachment_data/attachment_data/file/1142222/Non-financial-reporting-by-large-companies-updated-rules-europa.eu)

²¹⁴ La considerazione muove dal seguente studio, nel quale si raccolgono differenti studi sugli gli effetti sulle performance finanziarie conseguenti all’adozione di politiche ESG. **Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen** ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies,

²¹⁵ La considerazione pone le basi sullo studio di **Wenzhi Ding, Ross Levine, Chen Lin & Wensi Xie** Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic, 2020. Nello studio si analizzano i dati di 6000 imprese del primo trimestre del 2020 e le differenti reazioni al propagarsi dell’epidemia da COVID-19, evidenziando come nelle società che svolgevano un maggior numero di attività CSR, nonché in possesso di altre caratteristiche, l’impatto della crisi sia stato minore.

- b) Le società non identificano i rischi legati al cambiamento climatico, all'ambiente ed ai diritti umani nella propria attività operativa e nella propria supply chain;
- c) La maggior parte delle strategie aziendali non sono elaborate tenendo conto di target basati sulla ricerca scientifica, come ad esempio gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico.

Il driver di questi ultimi due problemi viene identificato dalla Commissione sia nelle imperfezioni di mercato che nell' assenza di un adeguato tessuto normativo. La prima problematica nasce da una focalizzazione olistica della Società nel breve termine, sia negli amministratori che nei soci, ed è favorito dai limiti presenti nel diritto societario e nei codici di corporate governance; infatti, quest'ultimi si occupano principalmente di disciplinare i rapporti della società con i propri azionisti, a discapito degli altri stakeholders.

L'iniziativa legislativa identificata dalla Commissione includerebbe delle modifiche alla Direttiva 2017/1132, ed il consolidamento della Direttiva 2007/36. Le basi normative su cui intende agire sono identificate in:

- a) Articolo 50²¹⁶ del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, il quale attribuisce all'Unione Europea la competenza nel coordinamento della salvaguardia degli interessi delle società e degli stakeholder nell'ordine di realizzare la libertà di stabilimento di una determinata attività.
- b) Articolo 114²¹⁷ del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, che permette all'UE di armonizzare la legislazione al fine di garantire un corretto funzionamento del mercato interno;

²¹⁶ “1. Per realizzare la libertà di stabilimento in una determinata attività, il Parlamento europeo e il Consiglio deliberano mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, previa consultazione del Comitato economico e sociale. [...] g) coordinando, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 54, secondo comma per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi;” ex Articolo 50, Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea

²¹⁷ “1. Salvo che i trattati non dispongano diversamente, si applicano le disposizioni seguenti per la realizzazione degli obiettivi dell'articolo 26. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno. 2. Il paragrafo 1 non si applica alle disposizioni fiscali, a quelle relative alla libera circolazione delle persone e a quelle relative ai diritti ed interessi dei lavoratori dipendenti. 3. La Commissione, nelle sue proposte di cui al paragrafo 1 in materia di sanità, sicurezza, protezione dell'ambiente e protezione dei consumatori, si basa su un livello di protezione elevato, tenuto conto, in particolare, degli eventuali nuovi sviluppi fondati su riscontri scientifici. Anche il Parlamento europeo ed il Consiglio, nell'ambito delle rispettive competenze, cercheranno di conseguire tale obiettivo. 4. Allorché, dopo l'adozione di una misura di armonizzazione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, da parte del Consiglio o da parte della Commissione, uno Stato membro ritenga necessario mantenere disposizioni nazionali giustificate da esigenze importanti di cui all'articolo 36 o relative alla protezione dell'ambiente o dell'ambiente di lavoro, esso notifica tali disposizioni alla Commissione precisando i motivi del mantenimento delle stesse. 5. Inoltre, fatto salvo il paragrafo 4, allorché, dopo l'adozione di una misura di armonizzazione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, da parte del Consiglio o da parte della Commissione, uno Stato membro ritenga necessario introdurre disposizioni nazionali fondate su nuove prove scientifiche inerenti alla protezione dell'ambiente o dell'ambiente di lavoro, giustificate

Inoltre, la Commissione pur prendendo atto che alcuni Stati²¹⁸ abbiano attuato interventi normativi in merito o ne abbiano l'intenzione, ritiene comunque che un intervento a livello sovranazionale sia più adatto ad affrontare un tema globale come quello della sostenibilità, anche in virtù della crescente internazionalizzazione delle imprese che rende un intervento a livello nazionale solamente un costo per le imprese e per i rispettivi investitori.

Il principale obiettivo che si propone di ottenere la Commissione attraverso l'eventuale intervento è di assicurarsi che la sostenibilità sia inclusa nei principali framework normativi nazionali di Corporate governance, così da allineare gli interessi di lungo periodo del management, degli azionisti, degli stakeholder e della comunità. Il fine ultimo è da individuare nella volontà di incentivare gli organi amministrativi ad integrare nelle proprie strategie modelli di business sostenibili basati su di un orizzonte temporale di lungo termine nelle strategie, nonché di creare un comune quadro normativo in merito al tema della sostenibilità a livello europeo così da garantire un contesto competitivo simile tra i vari Paesi dell'Unione Europea. Infatti, è opinione della Commissione che mantenendo lo scenario inalterato si continuerebbe ad avere un quadro normativo disomogeneo a livello europeo, con la conseguenza che i rischi legati all'ambiente ed ai diritti umani non siano sufficientemente integrati nelle strategie aziendali. Di conseguenza le aziende operanti in determinati settori continueranno a sostenere extra costi legati alla Corporate Governance. Pertanto, un eventuale iniziativa normativa a livello europeo potrebbe prevedere l'instaurazione dei seguenti meccanismi di corporate governance:

- a) instaurare nelle società azioni volte a mitigare il proprio impatto sulla sostenibilità, sulla base di quelle già disegnate dalle linee guida delineate dalle autorità e tenendo conto dei Trattati e degli obiettivi di sostenibilità delineati dalle Nazioni Unite e dall'Unione Europea;

da un problema specifico a detto Stato membro insorto dopo l'adozione della misura di armonizzazione, esso notifica le disposizioni previste alla Commissione precisando i motivi dell'introduzione delle stesse. C 326/94 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea 26.10.20126. La Commissione, entro sei mesi dalle notifiche di cui ai paragrafi 4 e 5, approva o respinge le disposizioni nazionali in questione dopo aver verificato se esse costituiscono o no uno strumento di discriminazione arbitraria o una restrizione dissimulata nel commercio tra gli Stati membri e se rappresentino o no un ostacolo al funzionamento del mercato interno. In mancanza di decisione della Commissione entro detto periodo, le disposizioni nazionali di cui ai paragrafi 4 e 5 sono considerate approvate. Se giustificato dalla complessità della questione e in assenza di pericolo per la salute umana, la Commissione può notificare allo Stato membro interessato che il periodo di cui al presente paragrafo può essere prolungato per un ulteriore periodo di massimo sei mesi. 7. Quando uno Stato membro è autorizzato, a norma del paragrafo 6, a mantenere o a introdurre disposizioni nazionali che derogano a una misura di armonizzazione, la Commissione esamina immediatamente l'opportunità di proporre un adeguamento di detta misura. 8. Quando uno Stato membro solleva un problema specifico di pubblica sanità in un settore che è stato precedentemente oggetto di misure di armonizzazione, esso lo sottopone alla Commissione che esamina immediatamente l'opportunità di proporre misure appropriate al Consiglio. 9. In deroga alla procedura di cui agli articoli 258 e 259, la Commissione o qualsiasi Stato membro può adire direttamente la Corte di giustizia dell'Unione europea ove ritenga che un altro Stato membro faccia un uso abusivo dei poteri contemplati dal presente articolo. 10. Le misure di armonizzazione di cui sopra comportano, nei casi opportuni, una clausola di salvaguardia che autorizza gli Stati membri ad adottare, per uno o più dei motivi di carattere non economico di cui all'articolo 36, misure provvisorie soggette ad una procedura di controllo dell'Unione." ex Articolo 50, Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea

²¹⁸ Italia, Francia, Paesi Bassi, Germania, Svezia, Danimarca, Finlandia, Belgio e Lussemburgo.

- b) sollecitare gli amministratori delle Società a tenere conto degli interessi di tutti gli stakeholder nello sviluppo delle strategie aziendali, prendendo a riferimento i target delineati dalle Nazioni unite e dai principali target sul clima presenti nell'Accordo di Parigi;
- c) Politiche di remunerazione degli amministratori volte al perseguimento dei punti a) e b).

L'eventuale iniziativa normativa, da raccordare allo sviluppo della Direttiva sulla reportistica non finanziaria, prevede un recepimento da parte degli Stati sia attraverso misure legislative che di tipo *comply or explain*.

Si delinea un possibile sviluppo normativo di assoluto interesse, la cui valutazione in merito è stata affidata a due differenti studi dei quali è nostro interesse quello riguardante i doveri degli amministratori e la sostenibilità nella corporate governance. Lo studio è stato sviluppato da EY²¹⁹, e si concentra in maniera matriciale su sette differenti possibili problematiche su cui intervenire attraverso tre diversi tipologie di intervento normativo da parte della Commissione.

Le diverse problematiche individuate sono le seguenti²²⁰:

- 1) Interesse alla massimizzazione della creazione di valore nel breve termine per gli azionisti da parte degli amministratori;
- 2) Crescente pressione degli investitori con orizzonti temporali a breve termine alla focalizzazione del board al fine di incrementare il ritorno finanziario per gli azionisti;
- 3) Mancanza di strategie sostenibili e di pratiche volte alla sostenibilità nelle Società;
- 4) Eccessivo sbilanciamento nella struttura delle politiche di remunerazione degli amministratori verso la creazione di valore nel breve termine rispetto al lungo termine;
- 5) La composizione dei board non è orientata alla sostenibilità;
- 6) Gli attuali framework normativi e le prassi non prendono in considerazione in maniera sufficiente l'interesse di lungo termine degli amministratori;
- 7) L'impegno profuso dagli amministratori nel perseguire la creazione di valore nel lungo periodo nelle società è limitato.

²¹⁹ Study on directors' duties and sustainable corporate governance, EY, lo studio è stato richiesto dalla Commissione Europea.

²²⁰ "The study identified the following seven key problem drivers: 1. Directors' duties and company's interest are interpreted narrowly and tend to favour the short-term maximisation of shareholder value; 2. Growing pressures from investors with a short-term horizon contribute to increasing the boards' focus on short-term financial returns to shareholders at the expense of long-term value creation; 3. Companies lack a strategic perspective over sustainability and current practices fail to effectively identify and manage relevant sustainability risks and impacts; 4. Board remuneration structures incentivise the focus on short-term shareholder value rather than long-term value creation for the company; 5. The current board composition does not fully support a shift towards sustainability; 6. Current corporate governance frameworks and practices do not sufficiently voice the long-term interests of stakeholders; 7. Enforcement of the directors' duty to act in the long-term interest of company is limited." Study on directors' duties and sustainable corporate governance, EY, lo studio è stato richiesto dalla Commissione Europea. Pag. vi

I punti di maggiore interesse per il tema trattato nel lavoro sono il 4 ed il 5.

Le relative tre opzioni di intervento sono:

- a) Un intervento non legislativo il cui obiettivo è di incrementare la consapevolezza verso una corporate governance sostenibile, da effettuarsi attraverso la comunicazione e la pubblicazione di green paper;
- b) Incoraggiare l'adozione di normative nazionali volte a garantire la congiunzione tra sostenibilità e corporate governance, attraverso l'utilizzo delle Raccomandazioni;
- c) Un intervento normativo forte nel quale implementare specifiche regole volte alla creazione di valore nel lungo termine ed un allineamento del contesto competitivo europeo in merito, il tutto da realizzarsi attraverso un intervento legislativo dell'Unione Europea.

Nel caso della problematica di cui al precedente punto 4 i possibili interventi sarebbero:

- 4a) Una campagna della Commissione al fine di incoraggiare i board all'adozione di politiche della remunerazione orientate al lungo termine e alla creazione di valore sostenibile per la società;
- 4b) Raccomandazione della Commissione nella quale si sollecitano gli Stati Membri a adottare nel proprio corpo normativo: a) una restrizione alla possibilità che gli amministratori alienino le azioni ricevute a titolo di remunerazione; b) una norma volta all'inclusione di KPI's non finanziari e metriche ESG collegati agli obiettivi di sostenibilità nelle strutture delle Politiche di remunerazione;
- 4c) Una proposta della Commissione affinché venga modificata la Direttiva Shareholder Right II al fine di allineare le politiche di remunerazione degli amministratori con gli obiettivi di sostenibilità, in particolare regolando la possibilità che vengano cedute le azioni ricevute a titolo di remunerazione e rendendo obbligatoria l'inclusione di KPI's non finanziari e metriche ESG collegati agli obiettivi di sostenibilità nelle strutture delle Politiche di remunerazione.

In merito alla problematica di cui al precedente punto 5 i tre differenti gradi di intervento sono stati individuati in:

- 5a) Una campagna della Commissione, di corredo con i principali stakeholder, al fine di incoraggiare le Società alla nomina all'interno dei board di esperti in sostenibilità, inclusa la figura del Chief Value Officer;

- 5b) Proposta di una Raccomandazione della Commissione nella quale si sollecitano gli Stati Membri ad adottare nel proprio corpo normativo particolari norme volte ad assicurarsi che le Società considerino la nomina di esperti in sostenibilità nei board;
- 5c) Proposta della Commissione in merito ad una Direttiva contenente specifiche regole in merito alla composizione dei board delle Società, prevedendo specifici obblighi in merito alle competenze che gli amministratori devono avere in materia di sostenibilità.

Si delineano delle linee di intervento senza dubbio ampie ed eterogenee tra loro, la cui differente applicazione può presentare sia livelli di costi differenti, ma anche dissimili benefici. Infatti, nello stesso studio di EY è stata effettuata una valutazione degli effetti derivanti dall'applicazione delle precedenti opzioni, dalle quali emerge che tutte le soluzioni evidenziate per il problema n.4, in particolare la 4c) condurrebbero ad un impatto positivo sulla società, sul clima e sull'economia in relazione ad un maggior focus degli amministratori sulla sostenibilità, allo stesso tempo si incrementerebbero i costi per la compliance delle imprese conseguentemente all'adeguamento ad un'eventuale normativa²²¹. Altresì gli interventi ipotizzati per il problema n.5, potrebbero avere i medesimi impatti positivi, ma allo stesso tempo gli interventi 5b) e 5c) condurrebbero le società ad avere problemi nell'individuazione degli amministratori dotati di adeguate competenze ed esperienze²²².

Un quadro di opportunità che delinea buone prospettive per lo sviluppo delle *best practices* legate alla sostenibilità a livello comunitario, ma che allo stesso tempo prevede un rilevante e costoso impegno da parte delle società al fine del raggiungimento di un adeguato livello di compliance qualora si introducessero specifici obblighi normativi. Perciò è da ritenere opportuno l'inserimento in maniera graduale di interventi normativi al fine di realizzare una transizione progressiva, garantendo comunque nell'immediato l'armonizzazione tra la giurisprudenza dei diversi Stati europei così da perseguire il raggiungimento di un contesto competitivo omogeneo a livello europeo. Dal punto di vista italiano si può evidenziare come il Nuovo Codice di Corporate Governance sia già indirizzato verso uno sviluppo sostenibile.

²²¹ Remuneration policy directors is a key area of intervention because linking executive pay to sustainability targets can create incentives to take more sustainable business decisions. All options considered, in particular option C4, would have a positive impact on the society, the environment, and the economy, as executives would be incentivised to focus on sustainability. At the same time, all options are expected to increase compliance costs for companies to some extent.

P.10 Study on directors' duties and sustainable corporate governance, EY, 2020

²²² "By contributing to increasing the presence of sustainability expertise in the board, all options, and in particular option C5, would have a positive impact at social, environmental, and fundamental rights level. However, both options B5 and C5 could have a negative impact on companies by making board recruitment more complex, especially considering that there might be a limited availability of sustainability knowledge and expertise on the market." P.10 Study on directors' duties and sustainable corporate governance, EY, 2020

A supporto di tale visione vi è anche la risposta alla Consultazione da parte di Assonime, nel quale si evidenzia come la Direttiva 2017/828/UE²²³ già pone in essere il fatto che le società devono adottare nelle proprie Politiche di remunerazione dei criteri non finanziari relativi alla CSR, quando essi sono coerenti e materiali con la strategia. Un'altra fonte complementare alla Direttiva è individuata da Assonime nei Codici di Corporate Governance, i quali raccomandano alle società di sviluppare politiche di remunerazione che contribuiscano al perseguimento del successo sostenibile delle società. In particolare, il Nuovo Codice di Corporate Governance italiano – seppur non faccia apposita menzione dei parametri legati alla sostenibilità- ha un approccio assolutamente innovativo rispetto agli altri Stati Membri, in quanto raccomanda alle società quotate di collegare la remunerazione variabile ad obiettivi predeterminati, misurabili ed in maniera predominante collegati agli obiettivi di lungo termine; allo stesso tempo devono risultare congrui con gli obiettivi strategici e con il perseguimento del successo sostenibile dell'azienda. Pertanto, l'invito di Assonime, come anche riportato nel Capitolo 1, è quello di mantenere inalterata la direttiva SRD II, in quanto la stessa deve trovare applicazione nella maggior parte degli Stati europei, nonché nella Direttiva è già presente il principio di materialità ed i codici di corporate governance già raccomandano di collegare la Politica di Remunerazione alla strategia della Società e alla sua visione di lungo termine.

Un'ulteriore riflessione sullo slittamento di eventuali provvedimenti normativi è da condurlo anche in relazione al Piano Next Generation EU, il cui nodo principale è lo sviluppo sostenibile degli Stati Membri e conseguentemente delle sue imprese, le quali saranno inevitabilmente chiamate a crescere in maniera sostenibile, modificando l'approccio strategico dei propri amministratori.

Qualora, tale transizione non dovesse avvenire si renderebbe necessario un intervento normativo dell'Unione Europea in merito alle Politiche di remunerazione, come già avvenuto con successo per gli istituti finanziari.

3.2 – Composizione degli organi amministrativi

Come visto precedentemente, l'introduzione di un'apposita normativa volta all'inserimento di esperti in sostenibilità negli organi amministrativi è uno dei possibili temi normativi sui cui ha intenzione di intervenire la Commissione ed oggetto dell'analisi di EY.

È opinione diffusa che specifiche peculiarità nella composizione degli organi amministrativi possano condurre ad un miglior funzionamento dello stesso con conseguenti benefici per tutta la Società. In particolare, tale effetto si è riscontrato nell'introduzione di membri indipendenti²²⁴ e di un adeguato

²²³ Revised Shareholders Rights Directive (2017/828/UE), anche detta SRD II

²²⁴ **S.Bhagat, B. Bolton, R. Romano.** The effect of Corporate Governance on Performance

equilibrio tra i generi rappresentati. L'attuale Codice di Corporate Governance tutela il rispetto degli appena citati requisiti, introducendo specifici principi e raccomandazioni in merito alla composizione degli organi sociali²²⁵. Dunque, è evidente che l'introduzione di specifici profili all'interno degli organi amministrativi sia funzionale ad un miglior funzionamento dello stesso. In merito alla sostenibilità potrebbe essere opportuno introdurre un profilo dotato di adeguate competenze nelle CSR, scegliendo le sue specifiche competenze in base al settore di operatività della Società e ai principali indirizzi strategici dell'impresa. Dunque, a titolo esemplificativo in una società operante nel settore energetico tali competenze potrebbero essere individuate in un ingegnere ambientale dotato di conoscenze in merito alla riduzione dell'impatto ambientale dei processi industriali. Oltre a tale figura, è suggerita l'introduzione di un apposito comitato per la sostenibilità, sulla scia di quanto fatto da differenti società, tale comitato se formato da profili dotati di adeguate competenze in materia di sostenibilità, può essere da forte impulso allo sviluppo sostenibile della Società e alla sua capacità di cogliere opportunità di business sostenibili. Un ulteriore beneficio derivante dall'adozione di politiche di remunerazione legate a parametri ESG è individuabile nella differente percezione da parte dei clienti, comportando un miglioramento nell'immagine percepita del marchio da parte degli stakeholder e delle performance economiche di lungo termine. Allo stesso tempo, per quanto riportato nello studio di EY, nel breve termine i risultati economici subirebbero un leggero impatto negativo oltre ai costi di compliance già menzionati; mentre nel lungo termine l'intervento produrrebbe un impatto molto significativo, attraendo anche un maggior numero di finanziatori. In particolare, gli

²²⁵ **Art. 2 – Composizione degli organi sociali, Principi:** V. L'organo di amministrazione è composto da amministratori esecutivi e amministratori non esecutivi, tutti dotati di professionalità e di competenze adeguate ai compiti loro affidati. VI. Il numero e le competenze degli amministratori non esecutivi sono tali da assicurare loro un peso significativo nell'assunzione delle delibere consiliari e da garantire un efficace monitoraggio della gestione. Una componente significativa degli amministratori non esecutivi è indipendente. VII. La società applica criteri di diversità, anche di genere, per la composizione dell'organo di amministrazione, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri. VIII. L'organo di controllo ha una composizione adeguata ad assicurare l'indipendenza e la professionalità della propria funzione. **Raccomandazioni** [..]5. Il numero e le competenze degli amministratori indipendenti sono adeguati alle esigenze dell'impresa e al funzionamento dell'organo di amministrazione, nonché alla costituzione dei relativi comitati. L'organo di amministrazione comprende almeno due amministratori indipendenti, diversi dal presidente. Nelle società grandi a proprietà concentrata gli amministratori indipendenti costituiscono almeno un terzo dell'organo di amministrazione. Nelle altre società grandi gli amministratori indipendenti costituiscono almeno la metà dell'organo di amministrazione. Nelle società grandi gli amministratori indipendenti si riuniscono, in assenza degli altri amministratori, con cadenza periodica e comunque almeno una volta all'anno per valutare i temi ritenuti di interesse rispetto al funzionamento dell'organo di amministrazione e alla gestione sociale. [..]; **Art. 4 – Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di amministrazione, Raccomandazioni:** [..] 20. Il comitato nomine è composto in maggioranza da amministratori indipendenti.; **Art. 5 – Remunerazione, Raccomandazioni** [..]26. Il comitato remunerazioni è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente. Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dall'organo di amministrazione in sede di nomina. [..]; **Art. 6 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi: Raccomandazioni.** [..] “35. Il comitato controllo e rischi è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente. Il comitato possiede nel suo complesso un'adeguata competenza nel settore di attività in cui opera la società, funzionale a valutare i relativi rischi; almeno un componente del comitato possiede un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi[.]

effetti economici positivi nel lungo termine sarebbero ascrivibili ad un appiattimento del contesto competitivo interno e ad un aumento degli investimenti in ricerca e sviluppo; mentre il principale effetto dal punto di vista della sostenibilità sarebbe riscontrabile in una maggiore centralità delle tematiche sociali e ambientali nelle discussioni degli organi amministrativi, e dunque una maggiore trattazione relativa al rispetto dei diritti umani, l'inquinamento e alla sicurezza sul lavoro.

Al comitato è preferibile che vengano affidati specifici poteri in merito all'implementazione di un piano strategico di lungo termine e alla consuntivazione dei risultati, e al fine di un miglior effetto sinergico è consigliabile che vi sia una sovrapposizione tra i membri del Comitato per la Sostenibilità e quelli del Comitato per la Remunerazione.

In merito alla composizione dell'organo amministrativo è interessante lo studio²²⁶ di Birindelli, Dell'Atti, Iannuzzi e Savioli, nel quale si va ad esaminare, l'impatto delle diverse caratteristiche nella composizione del board - in particolare gli effetti derivanti dalla presenza di donne - sulle performance ESG. L'analisi include le performance del periodo 2011-2016 un ampio campione di istituti bancari europei e degli Stati Uniti. Sono stati presi a riferimento diverse variabili dipendenti e indipendenti tra le più diffuse nelle analisi del settore. Dall'analisi sono emerse le seguenti conclusioni:

- L'aumento della componente femminile produce un effetto marginale positivo nelle performance ESG fintanto che il numero delle donne raggiunge il valore assoluto di tre oppure il valore relativo di un terzo dei membri. Tale evidenza viene ipotizzata sia dovuta ad una diversa educazione e sensibilità delle donne verso le tematiche sociali. Il risultato è in linea con quanto sostenuto da altri studi, come quello di Schwartz-Ziv²²⁷, che conclude adducendo alla tesi che i board in cui vi è un bilanciamento nei generi rappresentati sono più attivi di quelli in cui non vi è tale bilanciamento.
- Un eccessivo numero di membri indipendenti nel board può condurre nella maggior parte dei casi ad un impatto negativo sulle performance ESG, in quanto conduce alla decimazione delle competenze e delle esperienze fornite dagli amministratori che hanno conoscenza delle dinamiche interne aziendali²²⁸;
- Una maggiore dimensione del board in termini numerici conduce ad un miglioramento delle performance legate alla sostenibilità, in quanto vi è una maggiore eterogeneità di conoscenze

²²⁶ G. Birindelli, S.Dell'Atti, A. P.Iannuzzi, M.Savioli, Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System, 2018,

²²⁷ Schwartz-Ziv, M. Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass. J. Financ. Quant. Anal. 2017, 52, 751-780.

²²⁸ Dalton, D.R.; Hitt, M.A.; Certo, S.T.; Dalton, C.M. The fundamental agency problem and its mitigation. Acad. Manag. Ann. 2007, 1, 1-64.

e competenze. Proprio nel settore bancario è il Comitato di Basilea a ricordare come il board di un istituto bancario debba essere composto da profili individuali differenti e specializzati, ma che nel complesso costituiscano un insieme completo²²⁹;

- Non viene rilevata una relazione significativa tra performance ESG e la frequenza degli incontri del board²³⁰;
- La costituzione di un Comitato per la Sostenibilità impatta in maniera positiva sulle Performance ESG delle Banche analizzate. Infatti, in accordo con la Stakeholder Theory, un Comitato dedicato alla CSR aiuta le banche del campione ad accrescere la propria sostenibilità e ad aumentare la propria reputazione in tutti gli stakeholder, in quanto i membri di tale Comitato sono generalmente formati da soggetti competenti in materia.

Lo studio, seppur specifico del settore bancario, fornisce ottimi spunti di riflessione per le Società operanti in qualsiasi area, le quali è preferibile che inseriscano nei propri organi amministrativi un adeguato numero di donne, dei profili individuali eterogenei volti a costituire un board con conoscenze ampie e l’inserimento negli stessi organi di un comitato per la CSR. Nello studio non si fa menzione dell’utilizzo di Politiche di Remunerazione con parametri legati alla sostenibilità, ma è evidente che una maggiore attenzione verso le tematiche ESG condurrà all’introduzione di Politiche della remunerazione legate alla sostenibilità.

Come già menzionato nel paragrafo precedente, nello studio commissionato dalla Commissione Europea ad EY si valuta l’introduzione di esperti in sostenibilità nel board, in quanto s’ipotizza che ciò possa avere un impatto positivo sulla società, sull’ambiente e sui diritti umani. Allo stesso tempo si potrebbero presentare dei problemi per le Società in termini di offerta di profili adeguati, pertanto un intervento normativo della Commissione viene visto come eccessivamente oneroso per le Società. Un ulteriore spunto di riflessione in merito emerge dall’analisi empirica di cui al Capitolo 2 del nostro lavoro, nella quale si è potuto vedere come generalmente la presenza di esperti in Politiche di remunerazione e/o sostenibilità all’interno dell’apposito Comitato per la Remunerazione possa condurre ad un miglior funzionamento della stessa e alla delineazione di Politiche e Strategie in cui la Sostenibilità assume un ruolo da coprotagonista.

In sintesi, la composizione dell’organo amministrativo è un elemento significativo nella vita della Società e nel perseguimento del suo successo, quindi il raggiungimento di un equilibrio generale nei

²²⁹ “the board should be comprised of individuals with a balance of skills, diversity and expertise, who collectively possess the necessary qualifications commensurate with the size, complexity and risk profile of the bank” ex **BCBS—Basel Committee on Banking Supervision**, Guidelines. Corporate Governance Principles for Banks, July 2015; BCBS: Basel, Switzerland, 2015.

²³⁰ Tale conclusione è in contrasto con le evidenze date dall’analisi di cui al Capitolo 2. Tale divergenza è attribuibile alla divergenza nel campione analizzato.

suoi membri e nel suo funzionamento è elemento imprescindibile per il perseguimento della sostenibilità nel medio-lungo termine.

3.3 – Processo di definizione della Politica di Remunerazione e dei Piani di incentivazione

Il processo di definizione della Politica di Remunerazione è il momento in cui si pongono le basi per la definizione di una Politica capace di essere coerente con il piano strategico e le esigenze degli stakeholder. Allo stato attuale il Codice di Corporate Governance e la prassi prevedono che il suo sviluppo sia compito dell'organo di amministrazione, il quale affida al Comitato per la Remunerazione il compito di coadiuvarlo nell'elaborazione. Normalmente, in tale processo vengono coinvolte diverse funzioni aziendali, tra le quali è presente la funzione risorse umane. Nello sviluppo del processo di definizione delle Politiche di remunerazione e dei piani di incentivazione è opportuno il coinvolgimento dei rappresentanti dei principali azionisti, i quali saranno chiamati a deliberare in merito ai contenuti degli stessi, trasmettendo al mercato attraverso la percentuale di approvazione la propria valutazione in merito alla Politica. Nei molteplici casi di raccomandazioni sulle votazioni è recente la situazione in cui i proxy advisor Glass Lewis e Iss hanno suggerito agli azionisti di esprimersi in maniera contraria²³¹ in merito alla Politica di Remunerazione di Unicredit, presentata nella recente assemblea dei soci, in quanto ritenevano eccessivo il compenso previsto per l'Amministratore Delegato e ritenevano non sufficienti gli obiettivi ESG presenti nei piani di incentivazione.²³²

Per i sopracitati motivi sarebbe adeguato che le società pianificassero un calendario specifico di incontri sia tra gli organi aziendali delegati sia con i proxy advisor ed i principali investitori.

Il processo di Engagement intrapreso da Eni si può considerare come benchmark di un efficace coinvolgimento degli stakeholder nell'ambito di una politica contenente parametri legati alla sostenibilità, il quale muove in ordine cronologico dalle seguenti attività preliminari nell'ultimo trimestre dell'esercizio precedente a quello a cui farà riferimento la Politica di Remunerazione:

- Definizione del Piano annuale di engagement;
- Primo ciclo di incontri con gli investitori istituzionali ed i proxy advisor;

²³¹ “UniCredit, il maxi stipendio di Orcel subito nel mirino dei proxy”, Luca Davi, **Il Sole 24 Ore**, 30 Marzo 2021.

²³² “Da UniCredit a Mps, fondi pronti a dare battaglia su remunerazioni e fusioni bancarie”; Alessandro Graziani, **Il Sole 24 Ore**, 6 Aprile 2021

- Monitoraggio e analisi dello scenario, attraverso delle verifiche del quadro normativo, delle politiche di voto e delle *best practice* del mercato;

Conclusa questa fase preliminare vengono svolte delle analisi sulle attività di engagement effettuate, al fine di comprendere le esigenze degli investitori e sviluppare una Politica di remunerazione ad esse adeguata. Dunque, si procederà ad un nuovo ciclo d'incontri con gli investitori istituzionali e i proxy advisor per presentare la Politica elaborata, successivamente si avrà una nuova analisi dei feedback ottenuti. Preventivamente all'Assemblea sono oggetto di esame le raccomandazioni di voto dei proxy advisor sulle quali elaborare delle proiezioni di voto. Infine, l'esito della votazione assembleare sarà oggetto di analisi.

Si tratta di un processo di ampia durata e impegnativo, ma che come visto può generare dei benefici relativamente all'approvazione della Politica da parte degli azionisti, ed in particolare degli investitori istituzionali. Infatti, la peculiarità del piano di engagement è data dal confronto diretto con gli investitori istituzionali, i quali sono portatori di particolari esigenze date dal proprio ruolo; pertanto una maggiore condivisione degli obiettivi strategici che intende perseguire l'organo amministrativo e la possibilità di un confronto su tale argomento possono costituire uno strumento importante per gli stessi investitori istituzionali.

È da tenere conto anche del ruolo assunto dai proxy advisor, i quali come già evidenziato dalla CONSOB²³³ influenzano notevolmente le percentuali di approvazione del cd. "Say on Pay", assumendo spesso un ruolo centrale nell'indirizzare il voto degli azionisti, specialmente quelli di piccole dimensioni a differenza dei cd. blockholder²³⁴. Quest'ultimi godono del possesso di una maggiore autonomia di giudizio nelle proprie valutazioni. Nell'implementazione del processo si dovrebbe tenere in considerazione che le valutazioni dei proxy advisor, come indicato da Assonime²³⁵, devono essere tramutate in indicazioni di voto con largo anticipo rispetto all'assemblea dei soci.

Pertanto, è consigliabile l'adozione di un processo di sviluppo della Politica di Remunerazione volto al coinvolgimento degli investitori istituzionali, attraverso una pianificazione temporale che permette di adeguare la "bozza" della Politica in base ai feedback ottenuti, in particolar modo nei periodi di transizione strategica delle società come nell'attuale momento storico in cui la sostenibilità e la

²³³ **M.Belcredi, S.Bozzi, .Ciavarella, V.Novembre**, "Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay"; Quaderno della CONSOB n.81, Aprile 2015

²³⁴ Detentori di partecipazioni rilevanti soggette a obblighi di comunicazione al mercato.

²³⁵ "I consigli di voto dei proxy advisor devono essere rispettati se forniti in maniera competente, cosa che non sempre è successa nel passato anche perché la specificità della disciplina italiana non erano chiare ai loro giovani dipendenti." Citazione di Carmine di Noia allora Vice- Direttore Generale Assonime contenuta in "Quotate, quanto pesano i proxy advisors" di Antonio Criscione, **Il Sole 24 Ore**, PLUS 24 Edizione 05/2015 p.19

Corporate Social Responsibility assumono un ruolo sempre più centrale, ma che a causa del grado d'innovazione richiesto dalla materia è difficile comprendere le reali aspettative degli investitori. Inoltre, sarebbe opportuno comprendere l'orientamento dei proxy advisor in termini di sostenibilità, così da delineare una politica capace di ottenere un maggior consenso in assemblea.

3.4 – KPI's e strumenti di valutazione del raggiungimento degli obiettivi legati alla cd. Sostenibilità

La scelta dei parametri di misurazione delle performance negli obiettivi costituisce un momento importante nella definizione della politica, in quanto è il reale riferimento di come gli amministratori devono agire per raggiungere l'obiettivo, fornendo le prime indicazioni strategiche anche a tutti gli stakeholder.

In primis, è opportuno considerare dei parametri coerenti con l'autonomia ed i poteri decisionali in capo all'agente che deve conseguirli ma anche con l'obiettivo strategico dell'azienda. Altro requisito dei parametri è la possibilità che essi siano chiari e facilmente misurabili.

Nell'ottica di un approccio incentrato sulla sostenibilità e sul rispetto degli stakeholder, tali indicazioni si possono tradurre nella valutazione delle Corporate Social Performance (CSP), le quali esprimono le performance delle società nella CSR²³⁶ ed in particolare di come le stesse stiano intessendo il proprio rapporto con gli stakeholder.

Secondo Aldogan Eklund²³⁷ è assente un modello base secondo il quale scegliere i fattori non finanziari ai quali allineare la remunerazione degli amministratori, ritenendo che debba essere una scelta condivisa dei membri dell'organo amministrativo, di coloro che sono in possesso di incarichi esecutivi e degli azionisti. Diversi autori concordano sulla necessità dell'inclusione di obiettivi a carattere non finanziario nella Politica di remunerazione, tra di essi occorre ricordare Heller²³⁸ che già nel 1993 riconosceva i benefici dell'inclusione nelle politiche di performance non-finanziarie, quali ad esempio la soddisfazione dei dipendenti, produttività, qualità ed innovazione ed i rating della sostenibilità. Analogamente anche Hilb²³⁹ ha riconosciuto l'importanza di fornire una remunerazione agli amministratori per i risultati da loro ottenuti nella creazione di valore per gli stakeholder, in particolare ritiene che vi debba essere un equilibrio tra il peso delle performance finanziarie e quello

²³⁶ Callan SJ, Thomas JM (2014) Relating CEO compensation to social performance and financial performance: does the measure of compensation matter? Corp Soc Responsibility Environ Manag 21(4):202–227

²³⁷ Mehtap Aldogan Edkun, (2019). Fairness of CEO Compensation, C.4 “ Compensation for Non-financial performance (ESG Scores),

²³⁸ Heller R (1993) When the share is less than fair-executive compensation. Management Today 9

²³⁹ Hilb M (2011) New corporate governance: successful board management tools, 4th edn. Springer, Cham

delle performance non finanziarie, quest'ultime individuate a titolo esemplificativo nell'indice di fedeltà dei clienti e nella reputazione della Società. Nel dettaglio si possono identificare tre scuole di pensiero relativamente agli effetti sulla CSR delle Società derivanti dall'introduzione di parametri CSR nella remunerazione degli amministratori:

- Il primo gruppo ritiene che vi sia un effetto positivo, in particolare si possono ricordare gli studi di Callan e Thomas²⁴⁰ e di Mahoney and Thorn²⁴¹, che hanno verificato rispettivamente l'esistenza di una relazione positiva tra stock option, bonus e il CSR score rispettivamente nelle emittenti dello SP 1500 e nelle società canadesi;
- La seconda scuola di pensiero ritiene la presenza di una correlazione negativa tra il totale della remunerazione dei CEO ed i CSR Score delle società, in particolare Rekker²⁴² afferma che gli amministratori abbiano ottenuto la loro remunerazione indipendentemente dalle performance legate alla sostenibilità. Ancor più profonda è l'evidenza rilevata da Cai²⁴³, il quale ha rilevato che all'aumentare delle performance CSR sia conseguito un decremento nel totale della remunerazione monetaria;
- Il terzo gruppo, ritiene che non vi siano prove del legame tra CSR e/o ESG score e la remunerazione dei CEO. A supporto di tale tesi lo studio di Dardour e Husser²⁴⁴, nel quale è stato analizzato un campione di società dell'indice SBF 120 tra il 2007 ed il 2011, non trovando alcuna evidenza del legame tra i compensi derivanti dal piano incentivazione e la disclosure relativa alle tematiche ESG.

In merito alle tre differenti visioni è opportuno evidenziare come solamente gli studi citati nel primo gruppo facciano riferimento al legame esistente tra piani di incentivazione contenenti obiettivi legati alla CSR e le CSP. Gli altri studi pongono maggiormente a risalto l'effetto dell'adozione degli obiettivi legati alla sostenibilità sull'importo della remunerazione, tralasciando l'impatto che tale azione può condurre sulle performance aziendali. Pertanto, si ritiene maggiormente condivisibile quanto sostenuto dal primo gruppo.

²⁴⁰ **Callan SJ, Thomas JM** (2011) Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corp Soc Responsib Environ Manag* 18(6):332–351

²⁴¹ **Mahoney LS, Thorn L** (2006) An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: a Canadian investigation. *J Bus Ethics* 69(2):149–162

²⁴² **Rekker SAC, Benson KL, Faff RW** (2014) Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: do disaggregation, market stress, gender matter? *J Econ Bus* 72:84–103

²⁴³ **Cai Y, Jo H, Pan C** (2011) Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *J Bus Ethics* 104(2):159–173

²⁴⁴ **Dardour A, Husser J** (2016) Does it pay to disclose CSR information: evidence from french companies. *Manag Int* 20:94–108

In letteratura si possono individuare delle specifiche linee guida per la creazione di un sistema di incentivazione contenente obiettivi ESG, tra di esse si evidenziano quelle di Gomez-Mejia²⁴⁵, nel cui lavoro consigliando fortemente di collegare la remunerazione alle CSP raccomanda di adottare le seguenti raccomandazioni:

- a) Individuare ciò che è realmente importante per la società e per gli stakeholder;
- b) Definire come saranno misurati gli obiettivi di sostenibilità presenti nel piano di incentivazione;
- c) Avere informazioni adeguate ed efficaci sistemi di controllo delle performance ottenute;
- d) Comprendere come le differenti iniziative possano impattare sui diversi stakeholder dell'azienda;
- e) Avere un equilibrio tra incentivi intrinseci ed estrinseci;
- f) Comunicare gli impegni, le azioni ed i risultati raggiunti nel campo della sostenibilità;
- g) Essere coerenti tra la disclosure annuale, il report sulla sostenibilità e le azioni.

Si tratta di un insieme consequenziale di azioni basato sulla coerenza e su di un impegno reale relativamente al tema della sostenibilità, che presuppone una concatenazione di interventi. Il primo di essi impone l'utilizzo della trasparenza, in maniera tale che vengano opportunamente comunicati gli obiettivi così da poterli effettivamente condividere. Il secondo step è la misurazione delle performance nei differenti parametri ed il controllo del reale raggiungimento del risultato, infatti, una performance è opportuno che sia misurabile in maniera efficace, pertanto anche i KPI dovranno essere adattati a tale caratteristica.

Ulteriore roadmap per la definizione di una politica di remunerazione basata sulle performance ESG è data dal PRI (Principles for Responsible Investors), associazione supportata dalle Nazioni Unite, la quale ritiene che i piani di incentivazione basati sulle performance ESG possano stimolare gli amministratori a conseguire gli obiettivi di sviluppo sostenibile, suggerendo che la remunerazione degli amministratori debba essere allineata alla strategia di lungo termine, con l'obiettivo di creare valore.

Gli step individuati dal PRI²⁴⁶ per allineare la politica di remunerazione alle performance ESH sono i seguenti²⁴⁷:

²⁴⁵ **Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R.** (2009). Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103–126.

²⁴⁶ **Principles for Responsible Investors (PRI)** (2016) Integrating ESG issues into executive pay

²⁴⁷ "1: IDENTIFYING APPROPRIATE ESG METRICS Companies should adopt a clear process for identifying appropriate ESG metrics that relate to sustainable shareholder returns and company strategy. In order to do so: 1.1 ESG metrics should have a clear link to the optimisation of shareholder value and be aligned with the long-term business

1. Identificazione dei parametri ESG più appropriati all'azienda, infatti, ogni Società in base alle proprie caratteristiche è ritenuto opportuno che scelga dei parametri collegati alla propria strategia ESG, e quindi capaci di rappresentare la performance di quest'ultimi. Le specifiche caratteristiche individuate per i parametri sono: chiarezza, coerenza, comparabilità, lungimiranza e replicabilità;
2. Adattare le metriche ESG all'orizzonte posto per quel determinato obiettivo nel piano strategico aziendale, definendo obiettivi sfidanti così da poter ottenere un over performance;
3. Presentare i legami presenti tra Remunerazione e performance ESG in una disclosure chiara sia per gli investitori che per le associazioni terze.

Si evidenzia come molti step abbiano dei punti in comune con quanto presentato da Gomez-Mejia, anche se vengono forniti maggiori dettagli in merito alle caratteristiche che devono essere tenute in considerazione nell'introduzione di ogni singolo KPI.

3.4.1 – Indici compositi incentrati sulla sostenibilità

Gli indici compositi - di seguito chiamati anche "CI" - aggregano differenti singoli indicatori in un'unica misura, sintetizzando vari input. Nel campo della sostenibilità, dei diritti umani e dell'educazione e più in generale delle CSP rappresentano uno strumento decisionale molto

*strategy. 1.2 Companies are encouraged to develop their own definition of sustainable value creation and use it to select appropriate ESG metrics. 1.3 Companies should consult with their shareholders in identifying ESG metrics and attempt to achieve a thorough stakeholder mandate to enhance internal and external support. 1.4 Companies should focus on ESG metrics that are generally forward looking, clear, attainable, replicable, comparable and time-bound. 1.5 When selecting key ESG metrics to be tied to compensation, companies should ensure balance, diversity and relevance. 2: LINKING ESG METRICS TO EXECUTIVE PAY Companies should link appropriate ESG metrics to reward systems in a way that they form a meaningful component of the overall remuneration framework. In order to do so: 2.1 ESG targets should be integrated into an appropriate time horizon that is in line with business strategy. 2.2 ESG targets should be stringent and challenging to ensure incentivising outperformance. 2.3 Companies should select appropriate mechanisms and structures when creating incentive pay packages to ensure long-term shareholder value creation. .4 Incentive compensation should be subject to downward discretionary adjustments by the compensation committee to account for unusual events or unintended consequences as well as claw-back provisions. 2.5 In quantifying ESG metrics and measuring performance, the board may apply a clearly substantiated degree of discretion. 3: DISCLOSURE OF COMPANY PRACTICES Companies should endeavour to disclose the rationale, method and challenges presented by the incorporation of ESG metrics into executive pay clearly and concisely. In order to do so: 3.1 There should be clear disclosure of the rationale in identifying ESG metrics linked to executive compensation and evidence of alignment with business strategy and shareholder value. 3.2 Disclosure of metrics and performance targets should be understandable and there should be clear and concise information regarding the structure and mechanisms used in linking ESG metrics to compensation. 3.3 Disclosure should provide sufficient information to allow investors to assess performance against ESG goals. 3.4 Disclosures of relevant ESG goals and their associated links to compensation should be integrated into official pay disclosures.” ex **Principles for Responsible Investors (PRI) (2016) Integrating ESG issues into executive pay p.6***

diffuso²⁴⁸. Tra di essi vi rientrano alcuni tra i principali indici citati al paragrafo 1.4, quale ad esempio il DJSI Index.

Per risultare efficace la sua costruzione deve essere figlia di un processo adeguato e trasparente. A tale fine è interessante lo studio di Paredes-Gazquez²⁴⁹ nel quale si descrive il processo di costruzione di un CI relativo alla sostenibilità, in cui vengono individuati sei principali step per la costruzione: a) Definizione di un framework teorico; b) selezione degli indicatori; c) analisi degli indicatori; d) analisi multivariata; e) normalizzazione, definizione dei pesi ed aggregazione; f) discussione sui dubbi e analisi di sensitività. I singoli step nello specifico prevedono:

- a) È innanzitutto utile comprendere l'obiettivo di tale indice e soprattutto qual è il significato della CSR, si possono individuare quattro differenti teorie²⁵⁰ in merito, sintetizzate dalla Commissione Europea la quale afferma che la CSR è “un concetto secondo il quale le imprese integrano gli interessi verso la società e l'ambiente nelle loro attività aziendali e nella loro interazione con gli stakeholder su base volontaria”²⁵¹. La comprensione dell'obiettivo è alla base della costruzione dell'indice così da poter comprendere al meglio il modo in cui sviluppare gli step successivi in maniera tale da creare un indice composito adeguato;
- b) Gli indicatori sono strumenti che forniscono informazioni sui risultati dell'azienda, nella loro scelta si può optare per molteplici fonti, delle quali si possono individuare due livelli: le fonti istituzionali, quali ad esempio la World Bank e le Nazioni Unite che si esprimono in merito agli indicatori per le nazioni e più in generale per gli enti istituzionali, mentre le organizzazioni di analisi della CSR sviluppano indicatori per le Società e gli enti di natura privata. Gli indicatori sviluppati da queste ultime organizzazioni, tra le quali sono comprese le agenzie di rating e i principali indici di sostenibilità, sono di particolare interesse per il lavoro. Ogni agenzia di rating costruisce i propri rating aggregando multi- dimensionalmente

²⁴⁸ **Giambona, F., & Vassallo, E.** (2014). Composite indicator of social inclusion for European countries. *Social Indicators Research*, 116, 269–293.

²⁴⁹ **J.D. Paredes-Gazquez et al.** / *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review* 19 (1) (2016) 142–153

²⁵⁰ “[...] based on this definition, a CSR-CI theoretical framework should address these basic issues: - Firm-focused concept. As indicated by its name, the concept focuses on the firms.- Multidimensionality. Different distinctions of dimensions exist, such as sustainability-centered centered (Singh et al., 2012), triple bottom line (Elkington, 1997) or responsibilities of a business (Carroll, 1979), among others.- Stakeholder orientation. Stakeholders' expectations are taken into account through goals or benchmarks, which can be externally predefined (top-down approach) or set by the stakeholders themselves (bottom-up approach) (Khadka & Vacik, 2012; O'Connor & Spangenberg, 2008).- Voluntariness. As the adoption of CSR is discretionary, there may be CSR information shortages. More and more initiatives promote full or partial regulation of CSR and its disclosure (Williamson, Stampe-Knippel, & Weber, 2014), but information still remains scarce.[...]; J.D. Paredes-Gazquez et al. / *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review* 19 (1) (2016) 142–153

²⁵¹ **European Commission.** (2002). *Corporate social responsibility: A business contribution to sustainable development*. pp. 347. Brussels: COM

varie misure CSR, con la conseguenza che frequentemente tali indici non si adattano alle necessità e alle preferenze²⁵² dei differenti stakeholder²⁵³. Pertanto, sarebbe opportuno effettuare la scelta attraverso un approccio bottom-up, qualora vi siano risorse a sufficienza per un processo di consultazione degli stakeholder senza dubbio costoso ed impegnativo. Qualora invece la scelta dovesse ricadere sempre verso un approccio top-down si potrebbe comunque avere una prospettiva orientata verso gli stakeholder comprendendo negli indici compositi indicatori CSR di cui si conosce la costruzione, e comunicando l'obiettivo che s'intende perseguire tramite l'indice.²⁵⁴

In sintesi, per costruire un indice composito lo strumento più veloce permane l'utilizzo dei CSR rating di cui è il processo di costruzione è trasparente, ed è preferibile l'utilizzo di un approccio bottom up al fine di considerare la situazione degli stakeholder. Una soluzione potrebbe essere costituita da un intervento politico a livello comunitario volto alla creazione di un ente indipendente capace di sviluppare indicatori trasparenti e rispondenti alle esigenze degli stakeholder.

- c) Successivamente alla scelta degli indicatori, è opportuno svolgere una analisi secondo quattro aspetti: la funzione che definisce la loro distribuzione statistica, la tipologia d'indicatore, i dati mancanti e l'individuazione delle eccezioni. Significativo è il trattamento dei dati mancanti, i quali risultano essere un problema all'interno della ricerca sulle tematiche CSR. Una possibile soluzione è data dall'assegnare un valore pari a zero agli indicatori per i quali non viene fornita nessuna informazione, in quanto si presume che dietro a codesta assenza vi possa essere una scarsa performance. Al contempo tale soluzione all'interno di una disclosure può risultare particolarmente penalizzante nel caso sia assente un dato, con gli effetti negativi che ne conseguono in termini di valutazione. Quindi, in tale fattispecie la soluzione è data dal compiere un'analisi dei dati mancanti e svolgere le specifiche considerazioni statistiche su quanto analizzato. In merito, ai risultati che rappresentano punti di massimo e di minimo estremamente al di fuori di un range accettabile l'OECD raccomanda di non considerali nella definizione del CI.

²⁵² **OECD.** (2008). Handbook on constructing composite indicators. Methodology and user guide. Paris: OECD publications.

²⁵³ **Escrig-Olmedo, E. Munoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. A., & Rivera-Lirio, J. M.** (2013). Lights and shadows on sustainability rating scoring.

²⁵⁴ i.e. Obiettivi di ricerca, politici o statistici.

- d) L'analisi multivariata permette di comprendere l'adeguatezza dei dati e favorisce la comprensione delle scelte metodologiche effettuate nella costruzione dell'indice composito. Diversi studi utilizzano scale di valori al fine di misurare la CSR. Tale metodologia deve essere usata con prudenza, in quanto scale come la scala di Likert non permettono l'utilizzo di funzioni normali.
- e) La scelta dei pesi di ciascun indicatore all'interno del CI costituisce un momento fondamentale, in quanto alla base dell'attribuzione dei pesi incidono gli obiettivi del progetto che si intende realizzare. A tal fine si può individuare sia un approccio top-down che bottom-up. Differenti sono i metodi utilizzabili tra i quali: DEA, AHP, BOD e PCA²⁵⁵. Una volta attribuiti i pesi si procede con l'aggregazione dei risultati, scegliendo opportunamente tra modello lineare e geometrica, e compiendo un'opportuna analisi e valutazione dei dati mancanti.
- f) In conclusione, alla costruzione del CSR-CI è indicato essere opportuno compiere analisi di sensitività in merito alla loro robustezza.

È delineato un processo necessariamente articolato, che se rispettato ed adottato in maniera corretta permette di costruire indici compositi efficienti. Fondamentali risultano essere gli obiettivi alla base della costruzione di un CI ed il processo di selezione dei singoli indicatori. In particolare, quest'ultimo costituisce un momento che necessita di un confronto all'interno degli enti valutatori, i quali in un tema di estrema delicatezza e di rilevanza pubblica come quello della sostenibilità è necessario che si interfaccino con gli stakeholder.

Nello studio di Paredes-Gazquez viene svolto anche un caso applicativo delle appena citate linee guida prendendo a riferimento l'industria elettrica, dal quale affiorano differenti conclusioni. La prima di esse è in merito all'utilizzo degli indici compositi, per i quali emerge che non è possibile utilizzarli liberamente, infatti si identificano due tipi di quesiti: il primo legato alla disponibilità delle informazioni e altri legati a problemi tecnici. I problemi che si evidenziano principalmente sono: la mancanza di informazioni in merito alle principali questioni sociali legate ai servizi energetici, l'assenza di obiettivi sostenibili definiti attraverso un processo bottom-up e soprattutto l'assenza di informazioni. Quest'ultima è una questione che vede la sua soluzione attraverso l'utilizzo della

²⁵⁵ **Gómez-Limón, J. A., & Riesgo, L.** (2009). Alternative approaches to the construction of a composite indicator of agricultural sustainability: An application to irrigated agriculture in the Duero basin in Spain. *Journal of Environmental Management*, 90, 3345–3362.

funzione normale nella definizione dell'indice e nella costruzione di un apposito reporting sulla sostenibilità.

A conclusione del lavoro viene evidenziato il fatto che costruire un CSR-CI sia difficoltoso e complesso, e soprattutto la necessità di un processo di costruzione rigoroso e trasparente, in cui devono essere performati anche delle analisi di sensitività. Si evidenzia, inoltre, che nell'attuale situazione tali elementi sono assenti anche nei più diffusi indici di sostenibilità, i quali, secondo Parades-Gazquez, forniscono agli stakeholder le principali informazioni sul tema CSR attraverso un processo decisamente migliorabile.

Le problematiche dei CSR-CI sono evidenziate anche nello studio di Jankalova²⁵⁶, in particolare si rileva che nessuno dei differenti approcci utilizzati nei vari indici può misurare la situazione in ciascuna delle aree CSR²⁵⁷, pertanto lo studio si propone di individuare degli approcci appropriati alla valutazione della CSR delle Società.

S'identificano tre principali ambiti di studio sulle strutture degli indici di sostenibilità: a) Gli studi che analizzano la struttura degli indici di sostenibilità; b) l'insieme degli studi che mirano ad esplorare l'obiettivo dei singoli indici di sostenibilità; c) gli studi che analizzano l'adozione di attività legate alle CSR nelle società. Nello specifico si individuano per ogni approccio degli studi rilevanti:

1. Lo studio di Sjostrom²⁵⁸ è riconducibile sia all'approccio a) e b), infatti, prendendo a riferimento trenta entità che implementano gli indici di sostenibilità in differenti mercati internazionali si evidenzia come gli stessi pongano l'attenzione sulla robustezza finanziaria delle società, sostenendo che nessun investitore vuole sacrificare la massimizzazione del proprio ritorno finanziario neanche per sostenere una "buona causa". In merito alla struttura si rileva come spesso gli indici siano ponderati secondo la capitalizzazione di mercato e che sia costituito da un numero fisso di società. Il principale obiettivo degli indici di sostenibilità è individuato nel misurare le performance delle società secondo criteri oggettivi di sostenibilità, fornendo agli investitori un benchmark per gli investimenti sostenibili, facilitando quest'ultimi. Altri indici manifestano un'intenzione più ampia data dalla volontà di aumentare la sensibilizzazione sulla CSR ed i SRI (Social Responsibility Investment).

²⁵⁶ **Miriam Jankalova**, (2016) Approaches to the evaluation of Corporate Social Responsibility, *Procedia Economics and Finance* 39 580 – 587

²⁵⁷ i.e. Area ambientale, sociale, economica

²⁵⁸ **Sjostrom, E.** (2004). *Investment Stewardship: Actors and Methods for Socially and Environmentally Responsible Investments*. Stockholm: Nordic Partnership in collaboration with the Stockholm School of Economics.

2. Lo studio di Hamner²⁵⁹ è ascrivibile all'area a) di studi, esamina e analizza la struttura di 12 indici di sostenibilità²⁶⁰ focalizzandosi sui criteri di sostenibilità utilizzati nella valutazione di ciascun obiettivo. I risultati sono mostrati nella tabella successiva. Si evince che i criteri più utilizzati siano quelli relativi alle relazioni con i dipendenti, alla sicurezza e alla riduzione delle emissioni. Si è visto anche che tre dei principali criteri spesso sono integrati tra loro, infatti esperienza e educazione conducono alla riduzione delle emissioni inquinanti che di conseguenza migliorano la salute e la sicurezza. Hamner conclude affermando che gli investitori comprendono che le buone performance sono generate da un'ottima cultura del business e da programmi di sostenibilità, volti prima al miglioramento delle performance interne e dopodiché verso l'ambiente esterno. Inoltre, dal punto di vista tecnico giunge alla conclusione che le differenti aree hanno livelli di attenzione diverse da parte degli enti analizzatori.

Frequency	Sustainability criteria	Frequency	Sustainability criteria
9x = 75%	Health and safety	4x = 33%	Communication Discrimination Legal compliance
8x = 67%	Corporate governance CSR performance reporting Labor and union relations Pollution prevention	3x = 25 %	Contracts Codes of ethics Animal relations Risk management Environmental performance Relations to customers and suppliers Energy sources
6x = 50%	Training and education Quality Compensation Diversity	2x = 17%	Leadership and incentives Management Non-executive director remuneration Conduct of business Sustainability assessment Rights Management Profit sharing Family support Product safety Recycling Environmental management system
5x = 42%	Innovation Benefits Human rights		

Figura 3.1- Tabella riassuntiva delle macroaree a cui appartengono gli indicatori di sostenibilità maggiormente utilizzati. Hamner (2005)

3. Cerin e Dobers²⁶¹ nel loro studio analizzando la composizione dei principali indici evidenziano come altri fattori oltre alla sostenibilità contribuiscano all'implementazione del

²⁵⁹ Hamner, B. (2005). *Integrating Market-Based Sustainability Indicators and Performance Management Systems*. Seattle, WA: Cleaner Production International.

²⁶⁰ Dow Jones Sustainability Index, Ethibel Global Index, Ethical Global Index, FTSE4GOOD Global 100 Index, Humanix 200 Global, ASPI Eurozone Index, Ethinvest Environmental Index Australia, Jantzi Social Index Canada, Johannesburg Stock Exchange / FTSE 4Good Index South Africa, Humanix 50 Index Sweden, Calvert CALVIN Social Index USA, KLD Domini 400 Index USA

²⁶¹ Cerin, P., Dobers, P. (2001a). What does the performance of the Dow Jones Sustainability Group Index tell us?. *Eco-Management and Auditing*, 8(3), 123-133.

DJSGI, quale ad esempio la capitalizzazione di mercato, ma soprattutto viene mossa una critica verso l'elevata soggettività che vi è nella sua redazione. Infatti, si tratta di indici che svolgono la propria valutazione su un questionario volontario redatto dalle società. Nel lavoro è contestato anche lo scarso utilizzo di indicatori misurabili oggettivamente.

Lo studio di Jankalova conclude esprimendo forti perplessità nei confronti degli indici individuali, a causa della scarsa oggettività dei dati raccolti che nella maggior parte dei casi sono frutto di interviste e/o report annuali. Un altro problema degli indici è identificato nella mancanza di trasparenza in merito alla costruzione degli indici. La terza problematica in merito agli indici di sostenibilità è data dalla scarsa comparabilità tra di essi ma anche dall'ampio spettro di indicatori utilizzati dai diversi enti che implementano gli indici. Pertanto, si nota come Jankalova ritenga tali indici di scarsa affidabilità per la comparazione delle performance e non efficaci nella comunicazione verso gli stakeholder a causa della loro scarsa trasparenza.

In assenza di un reale cambiamento nell'implementazione degli indici volto ad una rappresentazione chiara e reale delle performance CSR della Società, si potrebbe ipotizzare una maggiore attività di controllo sui processi d'implementazione degli indici da parte di un organo terzo indipendente, così da permettere il riserbo sul know-how utilizzato nell'implementazione dell'indice ma allo stesso tempo poter ottenere una maggiore fiducia negli investitori nei confronti dell'informazione prodotta dagli indici. Tale soggetto esterno è identificabile in un unicum di esperti nelle differenti aree, mentre è plausibile che i dati comunicati nei questionari alla base degli indici siano soggetti a verifica da parte della società che svolge la revisione legale.

In merito alla specifica scelta degli indicatori con i quali valutare la performance all'interno delle Politiche di remunerazione si presentano due ipotesi che possono garantire un maggior grado di certezza ai terzi: La prima è da individuarsi nella scelta di parametri contenuti nella Dichiarazione non finanziaria, la quale come da Direttiva 2014/95/UE è sottoposta ad attività di revisione dalla Società chiamata ad effettuare la revisione del bilancio; la seconda consiste nell'utilizzo di modelli e strumenti di valutazione alternativi adattabili alla sostenibilità, quali potrebbero essere i modelli Business Excellence, la Balance Scorecard ed altri strumenti dotati di maggior trasparenza e di una maggiore oggettivazione, di cui di seguito si svolgerà una maggiore disamina.

3.4.2 - Framework e modelli per la valutazione delle performance nella sostenibilità

Lo sviluppo della dottrina ha visto i principali framework di riferimento per la misurazione delle performance aziendali adattarsi alle nuove aree di sviluppo chiave per le aziende, tra le quali senza

dubbio appartengono le performance relative alla sostenibilità. L'utilizzo di tali framework può permettere una maggiore oggettivazione dei risultati con una conseguente migliore comprensione dei risultati del top management. La parametrizzazione dei risultati attraverso tali strumenti permetterebbe l'individuazione delle reali performance della società anche ai fini della determinazione della remunerazione degli amministratori. Tra i principali framework di riferimento si possono individuare il modello EFQM e la Balanced scorecard.

3.4.2.1- Il modello EFQM

Il modello EFQM²⁶² costituisce un framework di riferimento innovativo basato su tre principi fondamentali e costanti nel corso dell'evoluzione delle varie versioni del modello: Il primato del cliente, la necessità di una visione di lungo termine incentrata sugli stakeholder e la comprensione dei legami di causa-effetto che collegano il motivo per cui un'organizzazione compie una determinata azione e ciò che ottiene come conseguenza delle sue azioni. La sua effettiva attuazione è stata testata in diverse multinazionali europee.²⁶³

Il modello si rispecchia nei principali valori europei e internazionali²⁶⁴, ritenendo che lo stesso debba essere opportunamente eseguito da coloro che adottano il modello. Nel framework si ha una visione olistica dell'azienda e del suo operato, che si ritiene necessariamente debba avere un approccio gestionale volto al soddisfacimento sia degli investitori che di tutti gli altri stakeholder come si può evincere dall'incipit del purpose²⁶⁵ del framework: *“Un'organizzazione, oltre a creare e fornire valore sostenibile per i suoi Stakeholder, a cominciare dai propri clienti, ha anche il dovere di prendersi cura dell'ecosistema in cui opera. Fornire valore e migliorare le performance è ovviamente*

²⁶² European Foundation for Quality Management (EFQM) Excellence Model

²⁶³ **Robert Bosch GmbH**, CLUB EXCELENCIA EN GESTIÓN, Enagas, ESBAS, Geriatric Health Centres of the City of Graz (GGZ, Helsana Versicherungen AG: Svizzera• Robert Bosch GmbH, Siemens: Digital Factory, Signify, TetraPak, UNOPS, Vamed, Wheatley Group, Wiener Konzerthaus

²⁶⁴ Il modello s'ispira all'insieme dei valori dato dal seguente insieme di documenti: Carta dei diritti fondamentali dell'UE, Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, Direttiva dell'Unione Europea 2000/78/EC, European Social Charter, The United Nations Global Compact, United Nations 17 Sustainable Development Goals.

²⁶⁵“ *Un'organizzazione, oltre a creare e fornire valore sostenibile per i suoi Stakeholder, a cominciare dai propri clienti, ha anche il dovere di prendersi cura dell'ecosistema in cui opera. Fornire valore e migliorare le performance è ovviamente necessario per qualsiasi organizzazione, ma ciò non è sufficiente. Anche le condizioni economiche, ambientali e sociali all'interno dell'ecosistema in cui opera devono essere considerate e affrontate seriamente. C'è la necessità di un diverso stile di leadership, meno gerarchico, meno centrato su comando e controllo e più sulla collaborazione. Vi è l'imperativo di adottare un approccio diverso nel lavorare con le persone occupate in una organizzazione, riconoscendo il valore insito nel lavorare con una popolazione più diversificata ed eterogenea. Oggi più che mai un'organizzazione deve affrontare la gestione di due sfide in parallelo: la gestione efficace del cambiamento e la gestione della operatività quotidiana. Gestire con successo ad un tempo queste sfide aiuta un'organizzazione nel suo tentativo di adattarsi al futuro. Una mentalità aperta alla creatività e all'innovazione, ivi incluso il pensiero dirompente, è ingrediente essenziale per aiutare a generare più valore e migliori livelli di performance. È necessario che un'organizzazione abbia la capacità di identificare e rispondere in modo agile, efficace ed efficiente alle opportunità e alle minacce esistenti nel proprio ecosistema. Occorre sviluppare una cultura basata sulla cocreazione piuttosto che sull'antagonismo nelle relazioni di un'organizzazione con gli altri attori del suo ecosistema.*” Ex Il Modello EFQM, **EFQM** (2019).

necessario per qualsiasi organizzazione, ma ciò non è sufficiente. Anche le condizioni economiche, ambientali e sociali all'interno dell'ecosistema in cui opera devono essere considerate e affrontate seriamente”.

È proprio la struttura del modello a favorire uno sviluppo integrato con l'ambiente circostante, infatti, la struttura pone le fondamenta su tre basi all'interno delle quali sono ripartiti sette criteri²⁶⁶:

1. **Direzione:** identifica i motivi per cui esiste un'organizzazione ed i motivi che la spingono ad adottare una specifica strategia. I criteri imputati a tale area sono: la definizione di uno scopo, di una visione e di una strategia, nonché il secondo criterio prevede l'indirizzamento della Società e di tutti coloro che contribuiscono al suo successo verso la cultura aziendale e la leadership organizzativa.;
2. **Attuazione:** le modalità attraverso cui l'organizzazione intende realizzare il suo scopo e la sua strategia. Tre sono i criteri previsti per tale area: la creazione di valore sostenibile, guidare le performance e la trasformazione ed il coinvolgimento degli stakeholder;
3. **Risultati:** ciò che l'organizzazione ha effettivamente raggiunto e cosa intende raggiungere nel futuro. A tale area sono assegnati due criteri, ovvero la percezione degli stakeholder chiave, le performance strategiche e operative sia presenti che future.

La logica del modello si può individuare nel legame esistente tra lo scopo e la strategia, e come tale relazione sia utilizzata sia per creare valore sostenibile per gli stakeholder sia per conseguire performance eccellenti.

Di particolare interesse sono le indicazioni del framework in merito alla consuntivazione dei risultati, infatti sostiene che devono essere utilizzati nella misurazione della performance sia indicatori finanziari che non finanziari scelti in maniera tale di permettere una migliore consuntivazione dei risultati e la predisposizione di previsioni in merito alle performance future. La valutazione dei

²⁶⁶ I criteri sono delle linee d'indirizzo per la valutazione dei progressi di un'organizzazione verso il percorso dell'eccellenza. I primi 5 criteri vengono definiti “**Fattori**” e i rimanenti due “**Risultati**”. Intervenire con azioni di miglioramento sui Fattori comporta un effetto positivo sui Risultati.

risultati avviene secondo il modello RADAR che prevede l'applicazione di alcuni attributi nella valutazione dei criteri. Gli attributi identificati sono: Copertura e rilevanza, utilizzabilità dei dati, trend, target, confronti e focus sul futuro. Per ognuno di essi viene fornita una descrizione come visibile nella Figura 3.3.

Elementi	Attributi	Descrizione
Rilevanza e Utilizzabilità	Copertura e Rilevanza	È ben identificato un insieme di risultati chiaramente correlati allo Scopo e alla Strategia dell'organizzazione. L'insieme selezionato di risultati viene rivisto e migliorato nel tempo.
	Utilizzabilità dei dati	I risultati sono tempestivi, affidabili, accurati e adeguatamente segmentati per fornire informazioni significative a supporto del miglioramento delle performance e della trasformazione.
Performance	Trend	Trend positivi o prestazioni eccellenti mantenuti durante il periodo/ciclo strategico.
	Target	Vengono definiti e sistematicamente raggiunti target significativi, in linea con la Strategia.
	Confronti	Significativi confronti con l'esterno, utili a posizionare le proprie performance, in linea con la Direzione strategica, vengono effettuate e danno esiti favorevoli.
	Focus sul futuro	Sulla base delle attuali relazioni causa-effetto, della analisi dei data set, degli andamenti delle performance, e delle misure predittive, l'organizzazione comprende i driver per sostenere performance eccellenti in futuro.

Figura 3.2- Mappa degli attributi per singolo criterio con annessa la relativa descrizione. (EFQM Framework)

Ulteriore elemento di rilievo del modello è la sua adattabilità sia alla fase di definizione della strategia



Figure 3.3 - Schema del modello EFQM con relative aree e criteri. Sono presenti i punteggi massimi conseguibili nella valutazione attraverso il metodo RADAR. (Il Modello EFQM, EFQM)

sia alla consuntivazione dei risultati ottenuti, così da renderlo utilizzabile nella creazione di un modello efficace per la quantificazione della remunerazione degli amministratori. Infatti, EFQM e i suoi partner nazionali di riferimento possono rilasciare su richiesta una valutazione espressa in termini di punteggio attestante le performance ottenute dalla Società in base ai sopracitati criteri. Il punteggio massimo conseguibile è di mille punti, diviso tra i vari criteri (vedi fig.3.3) e segue una precisa logica matriciale²⁶⁷.

²⁶⁷ "In Direzione e in Attuazione a ogni Sottocriterio è assegnato lo stesso peso all'interno del relativo Criterio. Per esempio: • Ognuno dei 5 Sottocriteri in Scopo, Visione e Strategia contribuisce per il 20% ai 100punti allocati al Criterio 1: a. 1.1 = 20 punti b. 1.2 = 20 punti c. 1.3 = 20 punti d. 1.4 = 20 punti e. 1.5 = 20 punti • Ognuno dei 4 sottocriteri in Creare Valore Sostenibile contribuisce per il 25% ai 200 punti allocati al Criterio 4 a. 4.1 = 50 punti b. 4.2 = 50 punti

Tale sistema si adatta perfettamente ad un nuovo modo di definire la remunerazione degli amministratori nella quota parte attribuibile alla sostenibilità, innanzitutto poiché la valutazione può essere effettuata da un ente terzo indipendente, opzione preferibile alla possibilità di svolgere un'autovalutazione, per quanto quest'ultima ipotesi sia comunque ammessa dal framework.

In secondo luogo, il sistema di valutazione adotta una visione olistica della Società tenendo conto nella valutazione sia delle performance nella sostenibilità sia dei risultati ottenute in altre aree strategiche, evidenziando come al fine di ottenere il successo sostenibile si debba avere uno sviluppo integrato delle varie performance aziendali.

La terza considerazione è di carattere tecnico e vede la possibilità di legare la remunerazione al punteggio ottenuto attraverso la verifica con il modello RADAR, potendo definire per la determinazione dell'importo della remunerazione sia una funzione lineare sia una funzione premiante delle over performance. Vista l'ampia comparabilità della valutazione è possibile anche circoscrivere la valutazione della performance rispetto ad un panel di competitor che adottano tale framework, anche se attualmente vista la scarsa diffusione del modello EFQM risulta difficile costituire un benchmark efficace.

3.4.2.2- Sustainability Balanced Scorecard

La Balanced Scorecard nasce secondo Kaplan e Norton²⁶⁸ come “*strumento di cui i manager hanno bisogno per raggiungere il successo competitivo*”, traducendosi in un vero e proprio strumento di valutazione dell'operato del management.

La sua efficacia nel misurare i fattori critici di successo non monetari, ha fatto sì che fosse presa a riferimento da Figge²⁶⁹ nella definizione della Sustainability Balanced Scorecard. Tale strumento è

c. 4.3 = 50 punti d. 4.4 = 50 punti Per i Risultati non vi sono Sottocriteri e così i 200 punti disponibili per “Percezioni degli Stakeholder” e i 200 punti per “Performance Strategiche e Operative” vengono assegnati a livello di Criterio 6 e 7. Quando si adotta il metodo di valutazione EFQM e si usa la logica RADAR per attribuire i punteggi, vi sono 2 regole molto chiare da tenere a mente e applicare, una relativa a Direzione e Attuazione, l'altra relativa ai Risultati. • Quando si assegna un punteggio a un Sottocriterio in Direzione e Attuazione, il punteggio complessivo per il Sottocriterio non potrà essere maggiore del punteggio dato all'appropriatezza dell'approccio (“Appropriato”). Indipendentemente dal punteggio assegnato agli altri Attributi di quel Sottocriterio, il punteggio derivato dall'Attributo “Appropriato” fa sempre da “Master” a tutti gli altri. • Quando si assegna un punteggio ai Risultati (Criteri 6 e 7), il punteggio complessivo in ciascun Criterio non potrà essere maggiore di quello assegnato a “Copertura e Rilevanza”. Indipendentemente dal punteggio assegnato agli altri Attributi dei Criteri 6 e 7, il punteggio derivato dall'Attributo “Copertura e Rilevanza” fa sempre da “Master” a tutti gli altri.” Il Modello EFQM, EFQM

²⁶⁸ R.S Kaplan, D.P. Norton, The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, 1996 Harvard Business School Press

²⁶⁹ **Frank Fogge, Tobias Hahn, Stefan Schaltegger fa Marcus Wagner**, The Sustainability Balanced Scorecard - Theory and Application or a Tool or Valuta-Based Sustainability Management Center or Sustainability Management, University of Lueneburg. Paper presented at the Greening of Industria Network Conference 2002, Gothenburg "Corporale Social Responsabilità - Governarci or Sustainability"

stato implementato con il fine di andare oltre agli approcci orientati al breve termine nella sostenibilità, integrando i tre pilastri della sostenibilità individuati nella performance economica, ambientale e sociale delle aziende. La scelta di adottare la Balanced Scorecard come modello d'integrazione dei tre pilastri è dovuta al suo elevato livello di adattabilità che permette di valutare fattori non di difficile valutazione monetaria, in secondo luogo si adatta facilmente sia alle aziende che possiedono un'esplicita strategia sostenibile ma anche alle aziende che stanno integrando lentamente la sostenibilità nelle proprie strategie.

Sono definiti tre differenti approcci per l'integrazione della sostenibilità nella BSC:

1. Gli aspetti sociali e ambientali possono essere inseriti all'interno delle quattro prospettive presenti nella BSC come ogni obiettivo strategico rilevante, così da porre in evidenza la loro importanza strategica, permettendo l'immediata integrazione nel collegamento tra azione e risultato. Tale approccio è comunque ritenuto limitato dal fatto che la BSC ha il proprio focus principale nelle performance economico-finanziarie;
2. Introduzione di una nuova prospettiva non di mercato, così da porre in evidenza performance che altrimenti sarebbero offuscate dalle performance di mercato. Tale ipotesi permetterebbe alle performance legate alla sostenibilità di avere una propria luce ma allo stesso tempo sfavorirebbe l'integrazione con le altre aree strategiche;
3. Creazione di un'apposita Balanced Scorecard focalizzata sulla sostenibilità e parallela alla principale BSC utilizzata nell'azienda. Tale ipotesi è da tenersi in considerazione per le sole aziende che possiedono un sistema BSC predominante ed un controllo completo delle performance legate alla sostenibilità;

I primi due approcci sono volti alla completa integrazione alle quattro prospettive strategiche e l'affiancamento della sostenibilità alle altre prospettive. Tali approcci non sono ritenuti necessariamente alternativi, in virtù della diversa centralità attribuita alla sostenibilità nelle aziende, che può richiedere un maggior grado d'integrazione oppure un particolare focus sulla sostenibilità. L'autore indica la prima scelta come preferibile rispetto alle altre, in particolare suggerisce l'utilizzo della seconda opzione solo nel caso che non sia possibile includere gli aspetti della sostenibilità in maniera appropriata, sia qualora le performance legate alla sostenibilità abbiano un ruolo chiave nella strategia.

Il processo di costruzione viene definito secondo alcuni principi base:

- a) Il processo deve essere condotto da un management che basa i propri valori sugli aspetti sociali e ambientali;
- b) Gli aspetti sociali e ambientali devono essere integrati nell'ecosistema dell'azienda;
- c) La SBSC non deve essere generica negli aspetti legati alle performance legate alla sostenibilità, ma deve concentrarsi sulla specifica unità operativa;
- d) Gli aspetti della sostenibilità di un singolo business si devono integrare con la strategia.

Tali principi sono alla base del processo top-down illustrato nella figura successiva, nel quale si evince come dalla scelta dell'Area strategica di affari ne derivi un processo corposo ed originale per ogni singola azienda.

La BSCS costituisce uno strumento di assoluto interesse, il cui momento centrale è individuabile nella scelta dei KPI in base ai quali definire il punteggio ottenuto per la determinazione della remunerazione, i quali devono essere coerenti con le autonomie in capo agli amministratori. Come nel EFQM anche nel caso della SBCS sarebbe possibile stabilire apposite funzioni per la determinazione del compenso variabile totale maturato risultando particolarmente stimolante ed incentivante.

Tale strumento può risultare particolarmente adatto nel primo approccio per le imprese operanti in settori in cui la sostenibilità non è centrale nella strategia, mentre il secondo approccio esaminato si adatta bene a settori come quello energetico nel quale la sostenibilità costituisce un'attività centrale. Difatti, uno strumento simile è utilizzato da SNAM, Società operante nel settore energetico, nelle attività di pianificazione e controllo. Tuttavia, tale strumento non ha ancora visto il suo utilizzo pratico nelle politiche di remunerazione.

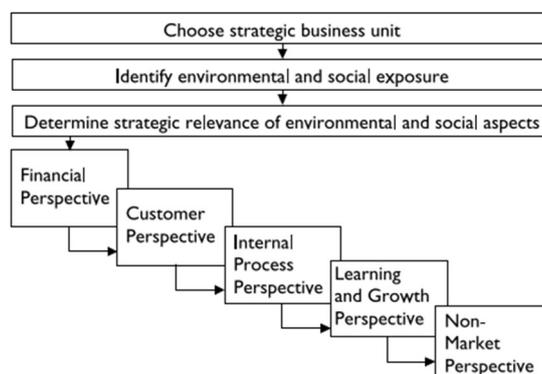


Figura 3.4 - Processo di definizione di una SBSC (Figge et al. 2002)

3.4.3 – TSSR: un nuovo ratio integrato per la sostenibilità.

Come visto sia nel capitolo 2 che nei precedenti paragrafi del capitolo 3 i KPI's assumono un ruolo centrale nell'indirizzare l'obiettivo strategico che si propone la società. In merito alla sostenibilità spesso vengono utilizzati dei ratio che esprimono una performance relativa ad un determinato ambito, come può essere il Severity Incident Rate o il tasso d'intensità delle emissioni. Tale tipologia di indicatori permette di avere un'immagine immediata delle performance relative alla sostenibilità, e quindi maggiormente adattabile all'inserimento all'interno di uno strumento più ampio di valutazione delle performance, come i modelli analizzati al paragrafo 3.4.2., permettendo anche la definizione di serie storiche. Il problema sorge dal fatto che tali indici non forniscono agli stakeholder il reale impatto che le azioni intraprese hanno sulla società, ed in particolare risulta difficile sensibilizzare gli shareholders verso le tematiche della sostenibilità in quanto focalizzati sulla massimizzazione del proprio profitto.

Pertanto, si potrebbe ipotizzare l'implementazione di nuova ratio capace d'integrare la performance economico-finanziaria alle Corporate Social Performance. Tali ratio muove la base da indicatori già ampiamente utilizzati e modificati così da fornire un'immagine completa delle performance della società. Nella sua implementazione si deve necessariamente tenere conto di come determinate performance legate alla sostenibilità impattino già sul risultato economico-finanziario.

Il suo utilizzo si presume possa rendere di maggiore attrattività le società utilizzatrici da parte degli investitori.

3.4.3.1 – Total Sustainability Shareholder Return (TSSR)

Tale ratio muove le basi dal TSR, ratio che indica il ritorno monetario dell'investimento per gli azionisti in un determinato periodo, e prende a riferimento come variabili il Prezzo di acquisto dell'azione, il Prezzo attuale dell'azione ed i dividendi distribuiti nel periodo, fornendo una reale immagine di quanto è stato il ritorno finanziario per l'azionista.

L'altra assunzione da cui muove le basi tale ratio è data dal fatto che l'investitore direttamente o indirettamente gode delle esternalità positive generate dalle performance relative alla sostenibilità della Società in cui ha investito, basti pensare a titolo esemplificativo al vantaggio che trae la società in termini dalla riduzione dell'inquinamento e/o dalla riduzione degli incidenti sul lavoro.

Pertanto, si può ritenere che il ritorno per l'investitore sia duplice e da individuarsi, in un'ottica sostenibile anche sia in quello economico che in quello sociale.

Come visibile l'indicatore aggiunge un parametro Alpha al classico TSR, tale parametro Alpha è rappresentativo della somma della traduzione monetaria degli effetti derivanti dalle performance legate alla sostenibilità. Tale conversione avviene attraverso l'utilizzo di proxy per determinate performance legate alla sostenibilità il cui perimetro è definito tra i 17 Obiettivi per lo sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030 ONU e comprende in particolar modo la misura delle azioni legate allo sviluppo sociale e all'ambiente²⁷⁰. La scelta di tale perimetro trova le proprie motivazioni nel fatto che gli interventi nel raggiungimento di tali obiettivi determinano particolari costi per le aziende, rispetto ai quali è difficile definire un reale ritorno economico-finanziario per le stesse. Pertanto, attraverso l'utilizzo di tale ratio s'intendendo valorizzare i risultati ottenuti nella sostenibilità e compensare l'eventuale minor ritorno finanziario per l'azionista con un ritorno in termini d'impatto sulla comunità.

Un esempio di tali proxy è dato dal costo sociale del carbonio (SC-CO₂), che esprime monetariamente il danno generato dall'emissione di una tonnellata di carbonio su di un anno. Di conseguenza permette di comprendere di quanto è il beneficio derivante dalla mancata emissione di una tonnellata di carbonio. Negli Stati Uniti tale indicatore vede un'estrema diffusione nonché una vivace ricerca accademica e di norma è calcolata da agenzie federali, tra le quali l'EPA²⁷¹. Il suo valore è determinato del tasso di sconto per l'attualizzazione del suo impatto e per il 2020 veniva ipotizzato²⁷² un valore monetario massimo di \$123.

Lo step successivo alla determinazione dell'impatto monetario di ogni singola CSP nella determinazione del valore Alpha è la suddivisione dello stesso Alpha per il numero totale delle azioni, così da ottenere l'impatto per ogni singola azione.

La formula del ratio è la seguente:

$$TSSR = \frac{[(Pt - Po) + \alpha] \times nA \sum_0^t D}{Io}$$

$$\text{con } \alpha = \sum_0^t \text{Valore monetario delle CSP}$$

Si può performare un esempio della sua applicazione in ENI nell'esercizio 2019, utilizzando come alpha solamente l'impatto derivante dalla riduzione di CO₂.

²⁷⁰ i.e. Sconfiggere la povertà, Lotta contro il cambiamento climatico, il rispetto dell'ambiente marino e terreno.

²⁷¹ EPA = United States Environmental Protection Agency

²⁷² EPA, (May 2013, Revised August 2016), Technical Support Document: Technical Update of the Social Cost of Carbon for Regulatory Impact Analysis Under Executive Order 12866

Dividendo 2019	0,8600
P0 (01/01/2019)	13,78
Pt/31/12/2019)	13,85
Riduzione di CO2 eq. in mil. di tonnellate (Fonte Eni)	0,860
Tonnellate equivalenti	860.000
Impatto monetario (in euro) della riduzione di una tonnellata di emissioni di CO2 (Fonte EPA)	110
Alpha	94.345.344
Numero azioni	3.605.594.894
Alpha per azione	0,02617
TSSR	6,94%

Si nota come vi sia una differenza positiva di 24 punti base rispetto al valore del TSR del 6,7%.

È dunque plausibile che l'adozione di tale ratio da parte delle società possa aiutare a fornire agli stakeholder una migliore immagine della performance integrata della Società grazie alla sinteticità dell'indice. Nella sua costruzione e rappresentazione è opportuno isolare in maniera adeguata l'impatto delle CSP, fornendone un dettaglio della sua composizione e delle proxy monetarie utilizzate.

CONCLUSIONI

Nel lavoro si è dapprima potuto vedere come nell'ultimo decennio vi sia stato una larga evoluzione della ricerca e della normativa in materia di Politiche di Remunerazione degli amministratori. L'interventi adottati dai vari organi dell'Unione Europea hanno determinato un notevole effetto nello sviluppo trasparente dei processi di implementazione delle Politiche di remunerazione degli amministratori delle società ed in particolare nelle società operanti nell'ambito, bancario maggiormente regolamentato in seguito all'instabilità finanziaria successiva alla crisi del 2008. Tale impulso normativo ha condotto alla produzione di un'ampia mole di contenuto normativo di tipo "complain & explain".

La crescente attenzione degli stakeholder verso le tematiche alla sostenibilità, ha guidato la Commissione Europea ad intraprendere un percorso di consultazione degli stakeholder in merito alla possibilità di disporre di un proprio intervento normativo volto all'aumento della diffusione delle tematiche ESG all'interno delle Politiche di Remunerazione. Infatti, come evidenziato nel paragrafo 2.3.1 l'introduzione di obiettivi legati alla sostenibilità all'interno delle Politiche di remunerazione degli amministratori ed in particolare nei piani di incentivazione nelle società quotate può condurre a determinati effetti positivi. In particolare, nell'analisi svolta nel Capitolo 2 su di un campione di Società quotate sono emerse le seguenti evidenze:

- a) Nelle Società con una maggiore presenza degli obiettivi di sostenibilità ed un maggior peso degli stessi sul totale della Remunerazione si può notare un effetto positivo nelle percentuali di approvazione della I Sezione della Relazione sulla Remunerazione e dei piani di incentivazione di Lungo Termine da parte degli investitori istituzionali. È possibile evidenziare un legame tra il livello qualitativo della Politica, testimoniato dalle percentuali di approvazione assembleare, ed alcuni parametri che misurano il buon funzionamento della Corporate Governance. Infatti, ad alte percentuali di approvazione corrisponde, nei casi presi in esame, un Comitato per la Remunerazione dotato di un buon livello di corrispondenza con i membri del Comitato per la Sostenibilità; una maggiore frequenza degli incontri del Comitato per la Remunerazione; una maggiore presenza di amministratori dotati di adeguate competenze ed esperienze, nonché dei requisiti di indipendenza;
- b) All'intervento normativo in materia di Politiche di remunerazione ne consegue un'ottima risposta da parte delle emittenti in termini di implementazione delle Politiche e di efficacia;

- c) Un adeguato bilanciamento tra obiettivi a breve termine e a medio-lungo termine è la chiave per stimolare gli amministratori nelle condizioni di agire concretamente. Specificatamente nel breve si rende più adattabile l'inserimento di obiettivi legati ad alcune tematiche CSR sulle quali si può intervenire celermente, come il miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti nonché le forme di tutela nei loro confronti. Altresì per un concreto raggiungimento dei risultati su delle tematiche come quelle ambientali, risulta essere più performante un sistema d'incentivazione nel medio-lungo termine, sia per la non immediatezza degli interventi che si possono mettere in essere, in quanto la riconversione dei processi produttivi della società necessita di tempo e d'investimenti, sia per la non immediatezza dei risultati che si possono ottenere e misurare. In merito ai KPI's utilizzabili nella parametrizzazione del raggiungimento degli obiettivi CSR a cui sono legate le politiche di remunerazione si rende più efficace l'utilizzo di parametri di carattere quantitativo. Allo stesso tempo, la misurazione delle performance attraverso parametri di benchmark qualitativi, quali possono essere le valutazioni effettuate da enti terzi indipendenti, si adattano maggiormente al breve termine, nonostante i notevoli limiti che si possono riscontrare nei loro processi d'implementazione, come evidenziato nel paragrafo 3.4.1;
- d) L'introduzione di Politiche di remunerazione in cui è presente un focus sulla sostenibilità, di pari passo con una strategia opportunamente volta alla sostenibilità, può condurre ad un miglioramento delle performance economico-finanziarie delle emittenti.

Sulla base di tali evidenze si suggerisce lo sviluppo di nuovi modelli efficaci per il miglioramento delle Politiche di remunerazione, nello specifico dal punto di vista del miglioramento della qualità dei processi di Corporate Governance si rende preferibile un aumento delle percentuali dei consiglieri in possesso di adeguate competenze ed esperienza in materia di remunerazione e di sostenibilità all'interno dei Comitati per la Remunerazione; una maggiore corrispondenza tra i membri del Comitato per la Sostenibilità con quella del Comitato per la Remunerazione, ed il coinvolgimento nel processo di definizione della Politica degli shareholders attraverso una serie di incontri periodici volti alla condivisione dello stato di avanzamento del processo d'implementazione delle Politiche di Remunerazione e dei contenuti di quest'ultima.

In merito alla struttura e ai contenuti delle Politiche di remunerazione e dei piani d'incentivazione si prospettano i seguenti interventi: Introduzione di particolari condizioni di accesso al piano legate al

principale obiettivo strategico posto in essere dalla Società. In merito agli obiettivi che fanno riferimento alla sostenibilità si rende più coerente l'utilizzo di obiettivi a carattere qualitativo nei piani di breve periodo, costituiti in particolare dalla valutazione di enti terzi indipendenti come nel caso del DJSI e del CDP Ranking, la cui performance è da relativizzare alle performance dei principali competitor. Altresì nel lungo periodo si rendono più adattabili obiettivi di carattere quantitativo con KPI costituito da un quoziente con adeguato denominatore; l'adozione di una curva payout/performance, che pone una particolare premialità nel caso del raggiungimento di performance oltre il livello target da prevedersi in un livello effettivamente raggiungibile, così da costituire un effettivo meccanismo premiale nel caso del raggiungimento di performance oltre target; è valutabile l'introduzione di un adeguato piano di vesting, nonché l'introduzione di altri strumenti analitici per la valutazione delle performance.

In merito a quest'ultimi si è valutato l'implementazione ed il conseguente utilizzo del modello EFQM e della Sustainability Score Card, verificando come possano costituire dei validi strumenti per la verifica delle CSP nonché per la pianificazione strategica e dunque ampiamente utilizzabili nello sviluppo dei piani di incentivazione della Politica, sia nella loro interezza sia nella singolarità della componente legata alle performance della sostenibilità. Infatti, il loro approccio analitico permette al top management ma anche agli stakeholder una migliore definizione e comprensione degli obiettivi e dei risultati, permettendo anche una più efficace, comprensibile e trasparente verifica della remunerazione maturata nel periodo. Il suddetto risultato deriva da un processo di costruzione dei già menzionati modelli lineare ed in particolare dalla possibilità di tradurre le performance ottenute in un punteggio attraverso una funzione lineare.

L'utilizzo di tali strumenti risulterebbe molto più adatto rispetto agli indici compositi, i quali pur permettendo la possibilità di compiere un benchmarking, non garantiscono allo stato attuale una concreta affidabilità a causa di processi d'implementazione di difficile costruzione e non in possesso di un adeguato livello trasparenza. In merito si rende necessaria un'attività di costruzione da parte degli enti indipendenti che implementano tali indici che tenga conto degli interessi degli stakeholder in merito alla sostenibilità, nonché della ricerca accademica in merito, degli indicatori utilizzati, e dell'effettiva robustezza dell'indice sviluppato da comprendere attraverso specifiche analisi di sensitività.

In merito agli scenari di sviluppo delle Politiche di remunerazione è valutabile anche un intervento da parte dell'Unione Europea affinché si riduca lo sbilanciamento tra interessi di breve termine e di lungo termine presente nelle Politiche di Remunerazione degli amministratori e vi sia un maggiore orientamento verso la sostenibilità nei board. Tale intervento è da introdursi gradualmente, tenendo conto dello stato dell'attuazione della Direttiva SRD II e dei costi d'implementazione che ne possono

derivare per le Società. L'intervento deve avere come obiettivo anche quello di giungere all'armonizzazione tra la normativa in materia tra gli Stati Membri. Tale processo normativo può costituire un catalizzatore per la transizione verso la sostenibilità delle Politiche di remunerazione e delle strategie. L'eventuale evoluzione normativa pone le basi su tre interventi: equilibrio tra obiettivi di breve e medio-lungo termine, composizione degli organi amministrativi e un rinnovato processo di definizione della Politica di Remunerazione. Nello specifico il primo intervento è da realizzarsi attraverso l'inserimento di obiettivi legati alla CSR nelle Politiche di remunerazione ed in particolare nei piani di incentivazione di medio-lungo termine, al cui intervento deve corrispondere una strategia aziendale incentrata sulla creazione di valore nel medesimo lasso temporale. La seconda linea di intervento è da intendersi come più costosa della prima per le Società, in quanto richiede un processo di ricerca e selezione di maggiore durata, ma al quale possono corrispondere indubbi benefici. In particolare, i principali percorsi da intraprendere sono rappresentati dall'introduzione di esperti nell'ambito della sostenibilità negli organi amministrativi, il raggiungimento dell'equilibrio di genere negli organi sociali e l'instaurazione di un apposito Comitato per la sostenibilità. Infine, il terzo intervento è da individuarsi nella rinnovazione dei processi di definizione della Politica di Remunerazione, il quale deve tener conto delle esigenze e del pensiero degli stakeholder. Il che è ottenibile attraverso l'implementazione di un apposito processo di coinvolgimento degli stakeholder nella fase di definizione delle Politiche, fondato sulla condivisione delle scelte operate nella definizione della stessa con gli stakeholder e l'accettazione di eventuali suggerimenti.

Tali iniziative possono costituire uno stimolo per la Società ad ottenere uno sviluppo sempre più incentrato verso la sostenibilità, ma allo stesso tempo rappresentano scelte che determinano ampi costi per le Società che ne possono scoraggiare l'implementazione.

Comunque, la scelta di una svolta sostenibile nella Corporate Governance costituisce un investimento nel medio-lungo termine, nel cui lasso temporale le tematiche legate alla sostenibilità assumeranno un ruolo sempre più centrale, costituendo una forma di vantaggio competitivo per coloro che le hanno inserite nelle loro strategie già da tempo. Tali vantaggi si realizzeranno sotto molteplici punti di vista: economico, finanziario e reputazionale con i conseguenti effetti anche a livello di rendimento del titolo azionario. Riassuntivi di tali performance saranno ratio come il TSSR implementato nel paragrafo 3.4.3, nei quali è opportunamente isolato l'effetto sociale derivante dall'adozione di determinate scelte in merito alla sostenibilità.

In conclusione, è opportuno evidenziare come la transizione verso la sostenibilità da parte delle Società debba avvenire in maniera consapevole ed interessata, poiché l'inserimento di temi sociali all'interno di un settore quale quello industriale rappresenta un forte elemento di novità, nel quale attraverso un reale interesse verso le tematiche può portare ad ampie performance, ma allo stesso

tempo un interesse solo a fini economici può condurre al non raggiungimento dei risultati aspettati. Affinché tale transizione si possa realizzare veramente è necessario un cambio di visioni di più ampio spettro nel quale sia i cittadini possano premiare chi si adopera verso la sostenibilità, sia le istituzioni permettano agli stessi di comprenderlo con strumenti quali la rendicontazione non finanziaria, da implementare nell'ottica di una maggiore comprensibilità per gli stakeholder.

Al contempo la transizione è necessario che avvenga in tutto l'ambiente economico, con incentivi e meccanismi premiali per chi investe realmente in sostenibilità. Per gli stessi amministratori delle società quotate deve essere previsto un adeguato sistema incentivante, ma allo stesso tempo il loro impegno nella creazione di valore di lungo periodo deve essere frutto di una reale convinzione nel poter sviluppare l'azienda che si è chiamati ad amministrare in maniera sostenibile.

BIBLIOGRAFIA

- **A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor**, CSR-contingent executive compensation contracts, *Journal of Banking and Finance*
- **A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor**, CSR-contingent executive compensation contracts, *Journal of Banking and Finance*
- **Abbadessa, Portale** (diretto da), M. Campobasso – V. Cariello – U. Tombari (a cura di), “Le società per azioni. Codice civile e norme complementari”, in “Le fonti del diritto italiano”, Milano, Giuffrè, 2016
- **Amatucci**, *Rivista di diritto civile* 2009
- **Assonime (2020)**, Feedback on the European Commission Inception Impact Assessment on the Sustainable Corporate Governance
- **Berrone, P., & Gomez-Meija, L. R.** (2009). Environmental performance and executive Compensation: An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103–126 .
- **Cai Y, Jo H, Pan C** (2011) Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *J Bus Ethics* 104(2):159–173.
- **Calandra, Buonauro** (2020) “Commentario Breve al Testo Unico della Finanza”
- **Callan SJ, Thomas JM** (2011) Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corp Soc Responsib Environ Manag*18(6):332–351
- **Callan SJ, Thomas JM** (2014) Relating CEO compensation to social performance and financial performance: does the measure of compensation matter? *Corp Soc Responsibility Environ Manag* 21(4):202–227
- **Cerin, P., Dobers, P.** (2001). What does the performance of the Dow Jones Sustainability Group Index tell us?. *Eco-Management and Auditing*, 8(3), 123-133.
- **Confortini**, *Contr. Impr.* 2011,978
- **CONSOB**, Report on corporate governance of Italian listed companies 2019
- **CONSOB**. Report on corporate governance of Italian listed companies 2020
- **Coombs, J.E. , Gilley, K.M. ,** 2005. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. *Strat. Manage. J.* 26 (9), 827–840

- **Dalton, D.R.; Hitt, M.A.; Certo, S.T.; Dalton (2007), C.M.** The fundamental agency problem and its mitigation. *Acad. Manag. Ann.*, 1, 1–64.
- **Dardour A, Husser J (2016)** Does it pay to disclose CSR information: evidence from french companies. *Manag Int* 20:94–108
- **EFQM (2019)**, Il Modello EFQM,
- **Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. A., & Rivera-Lirio, J. M. (2013).** Lights and shadows on sustainability rating scoring.
- **European Commission. (2002).** Corporate social responsibility: A business contribution to sustainable development. pp. 347. Brussels: COM .
- **European Corporate Governance Forum, SEC (2007) 1022**
- **EY (2020)**, Study on directors' duties and sustainable corporate governance
- **F. Fogge, T.Hahn, S.Schaltegger fa Marcus Wagner, (2002)** The Sustainability Balanced Scorecard - Theory and Application or a Tool or Valuta-Based Sustainability Management Center or Sustainability Management, University of Lueneburg.
- **Freeman R.E., Velamuri S.R. (2006)** A New Approach to CSR: Company Stakeholder Responsibility
- **G. Birindelli , S.Dell'Atti , A. P.Iannuzzi , M.Savioli, (2018)**, Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System
- **Giambona, F., & Vasallo, E. (2014).** Composite indicator of social inclusion for European countries. *Social Indicators Research*, 116, 269–293 .
- **Gómez-Limón, J. A., & Riesgo, L. (2009).** Alternative approaches to the construction of a composite indicator of agricultural sustainability: An application to irrigated agriculture in the Duero basin in Spain. *Journal of Environmental Management*, 90, 3345–3362.
- **GRI Index**, Sustainability Metrics in Executive Pay 2014
- **Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen**, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies
- **Hamner, B. (2005).** Integrating Market-Based Sustainability Indicators and Performance Management Systems. Seattle, WA: Cleaner Production International.
- **Heller R (1993)** When the share is less than fair-executive compensation. *Management Today* 9.
- **High Level Group of Company Law Experts (2002)**, A modern regulatory framework for company law in Europe
- **Hilb M (2011)** New corporate governance: successful board management tools, 4th edn. Springer, Cham

- **J.D. Paredes-Gazquez et al.** / Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review 19 (1) (2016) 142–153
- **King, A. , Lenox, M. , 2002.** Exploring the locus of profitable pollution reduction. *Manage. Sci.* 48 (2), 289–299 .
- **M.Belcredi, S.Bozzi, Ciavarella, V.Novembre,** Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay, *Quaderno della CONSOB n.81, Aprile 2015*
- **Mahoney LS, Thorn L** (2006) An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: a Canadian investigation. *J Bus Ethics* 69(2):149–162
- **Mehtap Aldogan Edkun,** (2019), Fairness of CEO Compensation, C.4 “ Compensation for Non-financial performance (ESG Scores),
- **Michael C.Jensen William H.Meckling** (1976)- “Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”
- **Miriam Jankalova,** (2016) Approaches to the evaluation of Corporate Social Responsibility, *Procedia Economics and Finance* 39 580 – 587
- **Morere, Age** (2007),II, 410; Mosco, sub art.2389 c.c. , Compensi degli amministratori, in *Comm. Niccolini Stagno D’Alcontres.*
- **OECD.** (2008). Handbook on constructing composite indicators. Methodology and user guide. Paris: OECD publications.
- **Pollio, G.** comm. 2009, I, 128
- **Prinseples for Responsible Investors (PRI)** (2016) Integrating ESG issues into executive pay
- **Rekker SAC, Benson KL, Faff RW** (2014) Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: do disaggregation, market stress, gender matter? *J Econ Bus* 72:84–103
- **S.Bhagat, B. Bolton, R. Romano.** The effect of Corporate Governance on Performance
- **Schwartz-Ziv,** (2017), M. Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass. *J. Financ. Quant. Anal.*, 52, 751–780.
- **Sjostrom, E.** (2004). Investment Stewardship: Actors and Methods for Socially and Environmentally Responsible Investments. Stockholm: Nordic Partnership in collaboration with the Stockholm School of Economics.
- **Wenzhi Ding, Ross Levine, Chen Lin & Wensi Xie** (2020), Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic

RIFERIMENTI NORMATIVI

- TUF, Artt. 114-bis, 123-ter
- **Raccomandazione 2004/913/CE**
- **Raccomandazione 2005/162/CE**
- **Raccomandazione 2009/385/CE**
- **Raccomandazione 2009/384/CE**
- **Direttiva 2010/76/CE (c.d. CRD III)**
- **Direttiva 2013/36/UE, Artt. Dal 92 al 94**
- **Direttiva 2017/828/UE 8 (c.d. SRD II)**
- **Direttiva 2019/878 UE C.d. CRD V**
- **Codice Civile. Art.2389**
- **CONSOB, Regolamento Emittenti, Art.84-quater**
- **CONSOB, Regolamento Emittenti, All.to 3° Schemi 7 e 7-bis**
- **Comitato per la Corporate Governance, Nuovo Codice di Corporate Governance 2020**
- **TUB, Art.53 c.1**
- **Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013**
- **Regolamento UE n.575/2013**

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Societario e dei Mercati Finanziari

Politiche di Remunerazione, Incentivazione degli Amministratori e Sostenibilità nelle Società Quotate

Prof.Francesco Chiappetta

RELATORE

Prof.Alessio Di Amato

CORRELATORE

Francesco Giovannini

Matr.714871

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

-RIASSUNTO DELL'ELABORATO-

Indice

1.INTRODUZIONE	2
1.1 – Introduzione alle politiche di remunerazione con riferimento all'Agency Theory	2
1.2- Evoluzione della disciplina in Europa	2
1.3- Disciplina normativa italiana	4
1.4- Evoluzione dei target legati alla cd. Sostenibilità	5
2. ANALISI EMPIRICA DELL'EFFICACIA DELLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE	6
2.1 – Ipotesi	6
2.2 –Analisi empirica	7
2.3- Analisi dei risultati	8
2.3.1 – Verifica delle ipotesi	10
2.3.2 – Modelli efficaci per il miglioramento delle Politiche di Remunerazione	11
3.1 – Sviluppi normativi	12
3.2 – Composizione degli organi amministrativi	13
3.3 – Processo di definizione della Politica di Remunerazione e dei Piani di incentivazione	14
3.4 – KPI's e strumenti di valutazione del raggiungimento degli obiettivi legati alla cd. Sostenibilità	14
3.4.1 – Indici compositi incentrati sulla sostenibilità	15
3.4.2 - Framework e modelli per la valutazione delle performance nella sostenibilità	15
3.4.3 – TSSR: un nuovo ratio integrato per la sostenibilità	17
4. CONCLUSIONI	17
BIBLIOGRAFIA	19

1. INTRODUZIONE

1.1 – Introduzione alle politiche di remunerazione con riferimento all’Agency Theory

Le politiche di remunerazione si pongono l’obiettivo di implementare un sistema di remunerazione degli amministratori coerente con quello che è il perseguimento degli interessi nel lungo termine e la sostenibilità della società nel suo complesso e che allo stesso tempo si pongono l’obiettivo di attrarre e trattenere il top management, mentre i piani di incentivazione costituiscono la componente variabile della remunerazione e sono volti ad incentivare gli stessi amministratori a perseguire gli obiettivi strategici della Società.

Il tema della remunerazione degli amministratori è correlato alla nascita delle public company negli Stati Uniti all’inizio degli anni Trenta dalla quale ne è seguita la cd. Agency Theory. Quest’ultima è giunta ad individuare degli Agency Cost, cioè dei costi da sostenere necessariamente da parte degli azionisti al fine di allineare gli interessi tra i soci ed il top management. In particolare, tale problema è stato scomposto in due differenti fattispecie: l’“Adverse selection” ed il “Moral Hazard”. Riguardo al tema della remunerazione gli studi si sono principalmente concentrati sul problema del “Moral Hazard”. Nel corso degli anni, all’interno delle società si sono delineate diverse politiche di remunerazione “tailleur made” volte all’allineamento degli interessi degli azionisti e degli amministratori. Si possono individuare tre leve su cui implementare le politiche di remunerazione ed i piani di incentivazione: equilibrio tra componente variabile e fissa, congruità degli obiettivi e parametri di misurazione. È opportuno che vengano stabiliti dei KPI finanziari, che si adattino all’obiettivo e che abbiano con lo stesso un adeguato livello di correlazione, ma anche non finanziari, più idonei a rispondere all’evoluzione degli obiettivi aziendali verso una maggiore sostenibilità sociale, ma anche ambientale; in conseguenza del fatto che le tematiche legate alla CSR hanno assunto un ruolo sempre più centrale all’interno delle diverse realtà aziendali.

1.2- Evoluzione della disciplina in Europa

Rispetto agli Stati Uniti in Europa i primi interventi normativi in materia di remunerazione degli amministratori si sono avuti solamente all’inizio del terzo millennio. Tra il 2004 ed il 2005 la Commissione ha adottato due Raccomandazioni con l’intenzione di sopperire alla mancata adozione di provvedimenti normativi da parte degli Stati membri: la Raccomandazione 2004/913/CE1 e la Raccomandazione 2005/162/CE2. Alla Raccomandazione 2004/913/CE le venne attribuito lo scopo di rafforzare i diritti degli azionisti e modernizzare il Consiglio di Amministrazione attraverso l’introduzione di uno strumento di fondamentale importanza quale la “Dichiarazione relativa alla remunerazione”. Gli elementi di maggiore rilevanza della Raccomandazione appaiono essere quelli che suggeriscono agli Stati Membri di introdurre un’apposita disciplina pubblicistica della sopracitata dichiarazione, l’introduzione del voto dell’assemblea generale degli azionisti relativamente alla stessa -sia meramente consultivo, sia con la possibilità di essere vincolante-. È chiara la volontà della Commissione di fornire agli azionisti appositi strumenti per conoscere ed indirizzare le modalità in cui si realizza la retribuzione degli amministratori attraverso una maggiore disclosure, nonché di dotarli di un apposito strumento quale il cd. Say on Pay, per fornire il proprio parere in maniera

¹ Consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32004H0913>

preventiva. La Raccomandazione 2005/162/CE mira a fornire indicazioni agli Stati Membri sugli interventi normativi per la modernizzazione ed il miglior funzionamento degli organi di amministrazione. In particolare, si raccomanda l'implementazione di comitati interni all'organo di amministrazione, composti da consiglieri non esecutivi e in via principale indipendenti. Tra di essi spicca il Comitato per le Remunerazioni, al quale si attribuisce un ruolo propositivo e d'indirizzo nella predisposizione delle politiche di remunerazione nei confronti dell'organo di amministrazione. L'introduzione di un Comitato per la Remunerazione va ad agire sul momento decisionale del processo di remunerazione, attraverso l'intervento degli esperti amministratori. Successiva è la Raccomandazione 2009/385/CE³, con la quale la Commissione ha voluto integrare le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE, mirando principalmente su tre punti: la componente variabile, i piani di remunerazione basati sulle azioni e la struttura del comitato per le remunerazioni. Relativamente alla componente variabile è stato suggerito agli Stati membri di adottare idonea disciplina in merito all'introduzione nelle società quotate di: limiti alla quota delle componenti variabili, criteri predeterminati e coerenti con la sostenibilità della società nel lungo periodo, il dilazionamento della corresponsione della componente variabile in più esercizi, nonché l'introduzione di apposite clausole volte a scoraggiare comportamenti opportunistici. Il quadro regolamentare europeo in materia di remunerazione negli istituti di credito è stato da ultimo completato con l'adozione da parte dell'EBA delle *Guidelines on sound remuneration policies and its Opinion on the application of proportionality* nelle quali si dettaglia in maniera specifica ogni singolo aspetto relativo alle tematiche della remunerazione. Ultimo intervento del legislatore comunitario nel merito delle politiche di remunerazione delle società operanti nel settore finanziario è stato effettuato attraverso la Direttiva (UE) 2019/878⁴ con il quale sono stati leggermente modificati alcuni aspetti secondari della retribuzione variabile, susseguentemente al fatto che i precedenti limiti costituivano un elemento troppo stringente per gli amministratori, causandone una minore intraprendenza all'esporsi a rischi maggiori. Elemento di particolare rilievo nella Direttiva è l'introduzione della neutralità delle politiche di remunerazione con riferimento al genere. Nel panorama legislativo europeo s'individua anche la Direttiva 2017/828/UE⁵, la quale introduce per la prima volta un'importante novità normativa sul Say on Pay, con l'introduzione del voto preventivo dell'assemblea sulla Politica di Remunerazione ed il voto consuntivo sui compensi corrisposti. Di assoluto rilievo nella norma è il suggerimento in merito all'introduzione di criteri legati alla responsabilità sociale d'impresa nel riconoscimento della performance degli amministratori così da garantire una maggiore creazione di valore per gli azionisti nel lungo periodo. In merito a quest'ultimo tema, è stata recentemente presentata una richiesta di Consultazione⁶ da parte della Commissione Europea, con l'obiettivo di raccogliere pareri da parte degli stakeholder su diverse tematiche riguardanti la CSR e la Corporate Governance. Alla richiesta di consultazione hanno risposto molteplici entità operanti nel settore, tra le quali anche Assonime, che si espressa in maniera negativa su di un eventuale intervento normativo ritenendo che si deve attendere una concreta attuazione dell'SRD II.

Si evidenzia un'evoluzione normativa europea rapida e sostanziale, in funzione anche di un contesto ambientale sempre più dinamico ed attento alla trasparenza nonché all'equilibrio economico-finanziario delle aziende, nell'ottica di un rafforzamento della tutela degli investitori; ma anche nella

³ Raccomandazione 2009/385/CE consultabile al seguente link: <https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0028:0031:IT:PDF>

⁴ Direttiva 2019/878 UE consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32019L0878>

⁵ Direttiva 2017/828/UE, consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=LT>

⁶ Consultazione aperta il 26 Ottobre 2020 e chiusa l' 8 Febbraio 2021. Link : [Sustainable corporate governance \(europa.eu\)](https://sustainable.corporate.governance.europa.eu)

possibilità di ottenere uno sviluppo sostenibile all'interno della società, incidendo indirettamente su quelli che sono gli obiettivi strategici delle Società.

1.3- Disciplina normativa italiana

Le indicazioni della Commissione Europea in Italia sono state recepite sia con apposite norme legislative, sia attraverso regolamenti di natura illustrativa. In merito alla disciplina con forza normativa si fa riferimento ai contenuti del Codice civile e al Testo Unico della Finanza (TUF). Il legislatore ha provveduto al Recepimento delle Raccomandazioni della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE, attraverso il D.Lgs n.259/2010 del 30 dicembre 2010⁷, che ha introdotto nel TUF l'Art.123-ter, in particolare recependo le sezioni II⁸ e III della Raccomandazione 2004/913/CE e la sezione II paragrafi 5⁹ e 6 della Raccomandazione 2009/385/CE. La disposizione è stata modificata più di recente dal D.Lgs. n.49/2019 al fine di recepire la Direttiva UE 2017/828. L'Art.123-ter del TUF introduce la relazione sulla remunerazione, definendone la struttura ed i contenuti, in accordo con i contenuti della Raccomandazione. Nel contenuto originale ed in quello attuale, viene indicato che la relazione debba suddividersi in due sezioni. La prima deve illustrare la politica di remunerazione adottata nei confronti della dirigenza a cui è affidata la responsabilità strategica, nonché le procedure adottate per l'adozione e l'attuazione della stessa politica. Invece, nella seconda sezione si prevede che vengano indicate, in maniera analitica per ciascun amministratore le voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti di fine rapporto. Il D.Lgs n.49/2019 del 10 maggio 2019 ha ampliato il testo normativo, in attuazione della Direttiva 2017/828/UE, introducendo una dettagliata disciplina relativamente al "Say on Pay". Infatti, viene previsto un voto vincolante e preventivo da parte dell'Assemblea degli azionisti con cadenza periodica sulla prima sezione della Relazione sulla remunerazione, per la cui definizione del contenuto informativo viene delegata la CONSOB attraverso il Regolamento. Si evidenzia l'estremizzazione nella tutela dei soci, ai quali vengono attribuiti due differenti tipologie di diritti: un diritto di veto preventivo ed un diritto all'informazione. Ulteriore riferimento normativo all'interno del TUF in merito alla remunerazione degli amministratori è contenuto all'Art. 114-bis, ove si prevede che i piani dei compensi che prevedono la corresponsione di strumenti finanziari verso qualsiasi soggetto che abbia un rapporto con la società¹⁰, debbano essere sottoposti al voto dell'assemblea dei soci. La ratio di tale norma è sempre individuabile nella tutela del socio.

Il legislatore nel TUF delega la CONSOB di redigere un apposito regolamento che mira ad indicare quali debbano essere i contenuti dettagliati della Relazione sulla Remunerazione. In attuazione delle recenti modifiche all'Art.123-ter del TUF, con la Delibera CONSOB n.21623¹¹ del dicembre 2020, è stato aggiornato il Regolamento Emittenti al cui Art.84-quater ora specifica precisi obblighi pubblicitari ed informativi per le società quotate in mercati regolamentati italiani. Nell'ottica di fornire agli stakeholder uno schema unico e chiaro della relazione sulla remunerazione, la CONSOB ha allegato al Regolamento Emittenti uno specifico documento (Allegato 3A¹²) in cui con estremo grado di dettaglio si individuano i contenuti obbligatori all'interno della relazione illustrativa redatta

⁷ D.Lgs n.259/2010 testo consultabile al seguente link: <https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2011-02-07&atto.codiceRedazionale=011G0029&atto.articolo.numero=1&atto.articolo.sottoArticolo=1&atto.articolo.tipoArticolo=0>

⁸ La sezione II è intitolata "Informazioni sulla politica delle remunerazioni"

⁹ Il paragrafo 5 tratta delle Informazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori, mentre il paragrafo 6 del voto degli azionisti.

¹⁰ ex Art.114-bis TUF "., di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate."

¹¹ Delibera CONSOB n.21623 consultabile al link: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/12/22/20A07021/sg>

¹² Allegato 3°, schema 7

dall'organo amministrativo. Differente è il contenuto dello Schema n.7-bis presente nel medesimo Allegato 3A, il quale tratta dei contenuti e della struttura della Relazione sulla Remunerazione, in base a quanto contenuto nell'Art.123-ter del TUF.

L'incremento del livello di trasparenza nelle Politiche di remunerazione pone in evidenza la volontà del legislatore e degli organismi deputati alla vigilanza dei mercati regolamentati di tutelare l'investitore, rendendolo in consapevole degli effetti conseguenti all'attribuzione degli strumenti finanziari.

All'interno del nuovo Codice di Corporate Governance 2020 è opportuno evidenziare il Principio XVI¹³ in cui si ribadiscono i concetti di trasparenza in merito alla Remunerazione degli Amministratori. Nello stesso Codice vengono fornite indicazioni in merito alla composizione del Comitato per la Remunerazione e alla struttura delle Politiche di Remunerazione, è presente solamente un leggero accenno verso l'utilizzo di parametri nella misurazione delle performance legate alla responsabilità sociale d'impresa.

La disciplina in materia di Politiche di Remunerazione per i soggetti bancari gode di una normativa propria, volta a garantire una maggiore tutela degli stakeholder degli istituti bancari. In particolare, il TUB delega alla Banca d'Italia l'onere di predisporre la disciplina in materia, e specificatamente la principale autorità bancaria italiana lo fa nella Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013. Tale fonte normativa prevede che le politiche di remunerazione non debbano essere in contrasto con quanto viene definito nell'ambito delle disposizioni sul processo di controllo prudenziale e quindi coerenti con il RAF. In sintesi, le politiche di remunerazione devono essere coerenti con quello che è il quadro dei rischi dell'azienda, impedendo che si producano incentivi in conflitto con l'interesse della società. S'introduce nella Circolare anche il cd. Criterio di Proporzionalità.

1.4- Evoluzione dei target legati alla cd. Sostenibilità

Recentemente, molte società a livello globale si sono mosse nella direzione d'introdurre all'interno delle proprie politiche di remunerazione e ai loro piani d'incentivazione dei target legati alla sostenibilità. Alla base di questa scelta si possono individuare varie ragioni tra le quali una crescente attenzione alle tematiche CSR¹⁴ da parte degli stakeholders, con particolare riferimento agli investitori, i quali negli ultimi anni hanno aumentato nei loro portafogli l'investimenti in imprese che prestano maggiore attenzione alla responsabilità sociale. Un'analisi di Ikram e Zhichuan¹⁵ in merito ha mostrato come l'introduzione di tale tipologia di target sia proprio delle società che godono di un miglior funzionamento della governance. La loro introduzione costituisce un elemento capace di differenziare un'azienda, rendendola più appetibile per gli investitori, nella prospettiva di una creazione di ricchezza nel lungo periodo attraverso una strategica sostenibile.

Relativamente alla loro adozione, è possibile trovare una fotografia sull'adozione di indicatori legati alla sostenibilità nel *Report on corporate governance of Italian listed companies 2019*¹⁶ redatto dalla CONSOB, nel quale si fa un focus specifico sul rapporto tra remunerazione e tematiche ESG. Si nota come le società con una maggiore capitalizzazione generalmente scelgano più frequentemente rispetto alle altre di adottare tale legame tra sostenibilità e remunerazione. Un esiguo aggiornamento a tali dati è avvenuto nell'Ottavo Rapporto nella Relazione annuale sulla Corporate Governance del

¹³ Nuovo Codice di Corporate Governance 2020, Principio XVI : “La politica per la remunerazione è elaborata dall'organo di amministrazione, attraverso una procedura trasparente.”

¹⁴ Corporate Social Responsibility

¹⁵ A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor, CSR-contingent executive compensation contracts, Journal of Banking and Finance, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105655>

¹⁶ Report consultabile al seguente link: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2019.pdf/941e4e4e-60db-4f89-afb3-32bdb8488e0>

2020¹⁷, redatta sempre dal Comitato per la Corporate Governance, nel quale si nota come siano quasi triplicate le società quotate che legano le componenti variabili delle loro politiche di remunerazione ad obiettivi non finanziari di carattere ESG .

Nella maggior parte dei casi i parametri legati alle tematiche ESG sono individuati in base al posizionamento delle società in appositi indici di sostenibilità, indici cioè che selezionano i titoli oltre che per la loro performance economica, anche per quelli che sono i comportamenti legati alla responsabilità sociale e ambientale delle imprese.. Tra di essi i più noti, nonché i più utilizzati nella parametrizzazione delle performance legate agli obiettivi di sostenibilità delle società sono la famiglia dei Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ed il CDP ranking. Diverse sono le metodologie di verifica delle performance adottate dalle diverse entità che redigono tali indici.

2. ANALISI EMPIRICA DELL'EFFICACIA DELLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE

2.1 – Ipotesi

Il punto di raccordo tra la trasparenza e l'approvazione della politica di remunerazione da parte degli azionisti è individuabile negli obiettivi a cui legare le politiche di remunerazione. Se ad ora essi sono stati individuati essenzialmente in obiettivi di carattere finanziario, il crescente interesse globale nei confronti di tematiche legate all'ambiente ed alla sostenibilità nello sviluppo economico, comporta che le società debbano muoversi in tale direzione avvicinandosi agli interessi dei propri stakeholders e principalmente dei propri shareholders¹⁸. Pertanto sono state sviluppate le seguenti ipotesi:

H1) S'ipotizza che la possibilità di introdurre obiettivi legati alla sostenibilità nelle politiche di remunerazione e nei piani di incentivazione degli amministratori possa rappresentare il nuovo punto di raccordo tra gli interessi degli azionisti e quelli degli amministratori, che andrà dunque a colmare gli agency problems tra i già citati soggetti, non generando però alcuna tipologia di costo d'agenzia e costituendo pertanto una situazione di optimal contracting.

H2) S'ipotizza una maggiore diffusione dell'adozione da parte delle società quotate di obiettivi legati alla CSR attraverso l'imposizione normativa.

H3) S'ipotizza che un adeguato bilanciamento tra obiettivi a breve termine e a medio-lungo termine sia la chiave per stimolare gli amministratori nelle condizioni di agire concretamente.

H4) In accordo con le ipotesi assunte in H3) relativamente alle tempistiche di attuazione dei cambiamenti legati alle tematiche CSR, s'ipotizza che l'adozione di parametri quantitativi¹⁹ nella misurazione del raggiungimento degli obiettivi CSR a cui sono legate le politiche di remunerazione possa produrre effetti concreti nelle tematiche della sostenibilità ambientale nel lungo periodo.

H5) S'ipotizza che all'introduzione di obiettivi sostenibili nelle politiche di remunerazione, possa condurre ad un miglioramento delle performance economico-finanziarie aziendali²⁰, in conseguenza al fatto che si avrà un miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti, i quali aumenteranno la propria produttività, ma anche una miglior valutazione del merito creditizio da parte degli istituti di credito.

¹⁷ Link per la consultazione : [rapporto2020.pdf \(borsaitaliana.it\)](https://www.borsaitaliana.it/rapporto2020.pdf)

¹⁸ A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor, CSR-contingent executive compensation contracts, Journal of Banking and Finance, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105655>

¹⁹ Quale può essere il livello di emissioni di CO₂

²⁰ King, A. , Lenox, M. , 2002. Exploring the locus of profitable pollution reduction. Manage. Sci. 48 (2), 289–299 .

2.2 –Analisi empirica

L'analisi parte dalla scelta di un campione di quattro società quotate nei mercati regolamentati italiani, e quindi sottoposte alla disciplina normativa italiana. Le Società scelte sono: Pirelli & C. S.p.A. , Brembo S.p.A., Eni S.p.A. e Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A .

Delle sopradette Società si è compiuta un'analisi con riferimento alle politiche di remunerazione adottate nell'ultimo lustro o nella misura degli ultimi due piani LTI adottati e approvati dalle Società. Dapprima è stata svolta una breve introduzione nel contesto societario così da poter avere un'immagine chiara e definita dell'area di business della Società e di quella che è la strategia aziendale. Sono state dunque analizzate le percentuali di approvazione assembleare in merito alle delibere inerenti la remunerazione degli amministratori. Sempre in tale fase preliminare, ci si è concentrati sulla composizione del Comitato per le nomine e la remunerazione, verificandone competenze ed esperienze dei membri.

Nello step successivo è stata compiuta una disamina della Relazione sulla Remunerazione, identificandone l'utilizzo del modello standard previsto dalla CONSOB nel Regolamento Emittenti. In merito ai contenuti del modello la prima analisi è stata quella relativa al Peer group, in particolar modo evidenziando le caratteristiche delle Società che sono state scelte e le analogie e differenze nelle politiche di remunerazione rispetto alla realtà societaria in esame. Quindi sono state verificate le percentuali di approvazione assembleare della precedente politica di remunerazione della Società in esame e le eventuali iniziative intraprese in conseguenza a quest'ultime.

Compiuta questa prima parte dell'analisi sottesa alle procedure e agli strumenti volti alla trasparenza e sui processi di implementazione delle politiche di remunerazione e dei piani di incentivazione, la successiva sezione ha affrontato aspetti più pragmatici. Infatti, l'analisi si è focalizzata sulla struttura della politica di remunerazione e del piano di incentivazione adottato dalla società, andando a cogliere il bilanciamento tra componente fissa e componente variabile, la presenza di eventuali emolumenti corrisposti attraverso gli strumenti finanziari e la loro quantificazione rispetto ai compensi corrisposti monetariamente. Dunque la disamina è proseguita verificando la presenza di un piano di incentivazione di lungo termine e la sua eventuale struttura. Ultimo aspetto relativo alla struttura che è stato oggetto di esame è quello relativo alla presenza dei cd. *Golden Parachute* nonché di clausole speciali, quali ad esempio i meccanismi di malus e le clausole di claw back.

La terza sezione dell'analisi si concentra sul tema fondamentale del lavoro, ovvero i criteri di misurazione della performance degli amministratori ai fini della corresponsione della componente variabile della remunerazione, andando a verificare i parametri con cui viene misurato l'operato degli amministratori ed i relativi target che gli stessi devono conseguire al fine di maturare il diritto alla liquidazione della componente variabile. Di quest'ultimi è stato inoltre valutato il grado di coerenza ed adeguatezza con la strategia aziendale e la sua mission. Un ulteriore focus è stato svolto sulla presenza di criteri di misurazione delle performance degli amministratori legati alla sostenibilità, e nell'eventualità della loro presenza andando a constatare i parametri di misurazione adottati.

La successiva sezione dell'analisi si è sviluppata con la definizione del quadro delle performance economico- finanziarie societarie nel periodo corrispondente alle politiche di remunerazione precedentemente prese a riferimento, utilizzando vari parametri finanziari. Andando dunque a verificare eventuali possibili impatti su tali valori conseguenti la mutazione delle politiche di remunerazione. Inoltre, un ulteriore focus sarà destinato alle performance legate alla sostenibilità desumibili dalle dichiarazioni non finanziarie ma soprattutto dall'andamento delle Società oggetto di

analisi nei principali indici di sostenibilità quali quelli della Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ed il CDP ranking.

L'analisi è stata svolta individualmente per ogni singolo elemento del campione di analisi, per poi confrontare i risultati ottenuti nel campione.

2.3- Analisi dei risultati

	Pirelli S.p.A	Brembo S.p.A	Eni S.p.A	Mediobanca S.p.A
GOVERNANCE				
Assetto proprietario	ADR	ADR	ACS	AD
Modello di Governance	T	T	T	T
%approvazione I Sez. Rel. Remunerazione inv. istituzionali 2020	63%	<5%	89%	94%
%approvazione ultimo LTI investitori istituzionali	80%	<5%	97%	97%
%amm.tori indipendenti Comitato Remunerazione	80%	100%	100%	80%
%amm.tori Adeguate competenze ed esp. Comitato Remunerazione	20%	0%	33%	40%
Frequenza incontri Comitato	90gg	180gg	36gg	60gg
Presenza Comitato Sostenibilità	SI	SI	SI	SI
%coincidenza Composizione Com. Remunerazione e Com. Sostenibilità	40%	66%	100%	40%
PIANO INDUSTRIALE				
Centralità tematiche CSR nella strategia	4	3	5	2
Presenza di un piano di sostenibilità di lungo periodo	SI	NO	SI	NO
Presenza di obiettivi legati alla sostenibilità ambientale	SI	SI	SI	SI
POLITICA DI REMUNERAZIONE				
Presenza di obiettivi CSR come condizioni di accesso al piano	NO	NO	NO	NO
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione annuale	10%	n/a	25%	Variabile*
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione pluriennale	20%	0%	35%	Variabile*
Numero di obiettivi legati alla sostenibilità	3	1	4	2
%di obiettivi legati alla sostenibilità sul totale degli obiettivi	33%	12,50%	40%	15,00%
%di obiettivi economici sul totale degli obiettivi	33%	62,50%	40%	38%
%di obiettivi finanziari sul totale degli obiettivi	22%	25%	10%	38%
%di obiettivi di mercato sul totale degli obiettivi	11%	0%	10%	9%
Obiettivi CSR di tipo qualitativo	SI	SI	SI	SI
Obiettivi CSR di tipo quantitativo	SI	NO	SI	SI
Pay-mix a target (F/ST/LT)	32/28/40	36/27/37	30/30/40	33/45/22
Coincidenza obiettivi con strategia di m-I termine	5	4	5	5
Coerenza con responsabilità e deleghe destinatario	5	5	5	5
Presenza di Golden Parachute	NO	SI	SI	NO
Componenti della remunerazione non monetarie	NO	NO	SI	SI
Piano di retention	SI	NO	SI	SI
Periodo di vesting	NO	NO	SI	SI
Durata Periodo di vesting	NO	NO	3Y	5Y
Clausola di clawback	SI	SI	SI	SI
Clausola malus	SI	SI	SI	SI
PERFORMANCE				
Raggiungimento obiettivi legati alla sostenibilità nel tempo (liv. Target)	Totale	Totale	Parziale	Parziale
Miglioramento delle performance legate alla CSR	4	4	5	5
CDP Carbon Ranking	A	2A	A-	n/a
Riduzione emissioni	3	3	3	4
Presenza nel DJSI Index	SI	NO	NO	NO
Andamento titolo azionario	3	4	4	4
TSR (ultimi 3 anni)	-25,92%	4,53%	6,70%	7,93%
ROS 2019	11,60%	12,29%	7,44%	n/a
Andamento EVA	n/a	3	2	n/a
EPS 2019	0,0419	0,71	0,04	n/a
Andamento WACC	4	2	1	5
Debt Coverage	5	2	3	n/a
*Variabile = aggiustamento della componente di riferimento in funzione del raggiungimento degli obiettivi non finanziari				

LEGENDA	
GOVERNANCE	
Assetto proprietario	ADR = Azionariato diffuso con azionista di riferimento; AD = Azionariato diffuso; ACS = Azion.to diffuso con azionista di riferimento Statale
Modello di Governance	Modello di Governance
%approvazione I Sez. Rel. Remunerazione inv. istituzionali 2020	Valore percentuale
%approvazione ultimo LTI investitori istituzionali	Valore percentuale
%amm.tori indipendenti Comitato Remunerazione	Valore percentuale
%amm.tori Adeguate competenze ed esp. Comitato Remunerazione	Valore percentuale
Frequenza incontri Comitato	Numero incontri / 360gg
Presenza Comitato Sostenibilità	SI/NO
%coincidenza Composizione Com. Remunerazione e Com. Sostenibilità	Valore percentuale
PIANO INDUSTRIALE	
Centralità tematiche CSR nella strategia	Da 1 a 5, con un 1 base e 5 elevato
Presenza di un piano di sostenibilità di lungo periodo	SI/NO
Presenza di obiettivi legati alla sostenibilità ambientale	SI/NO
POLITICA DI REMUNERAZIONE	
Presenza di obiettivi CSR come condizioni di accesso al piano	SI/NO
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione annuale	Valore percentuale
Peso obiettivi sostenibilità nel piano di incentivazione pluriennale	Valore percentuale
Numero di obiettivi legati alla sostenibilità	Numero assoluto Piano inct.ne BT + LT
%di obiettivi legati alla sostenibilità sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
%di obiettivi economici sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
%di obiettivi finanziari sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
%di obiettivi di mercato sul totale degli obiettivi	Valore percentuale
Obiettivi CSR di tipo qualitativo	SI/NO
Obiettivi CSR di tipo quantitativo	SI/NO
Pay-mix a target (F/ST/LT)	Valore percentuale sul Paymix a target
Coincidenza obiettivi con strategia di m-l termine	Da 1 a 5, con un 1 base e 5 elevato
Coerenza con responsabilità e deleghe destinatario	Da 1 a 5, con un 1 base e 5 elevato
Presenza di Golden Parachute	SI/NO
Componenti della remunerazione non monetarie	SI/NO
Piano di retention	SI/NO
Periodo di vesting	SI/NO
Durata Periodo di vesting	Durata
Clausola di clawback	SI/NO
Clausola malus	SI/NO
PERFORMANCE	
Raggiungimento obiettivi legati alla sostenibilità nel tempo (liv. Target)	No, Parziale, Totale
Miglioramento delle performance legate alla CSR	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
CDP Carbon Ranking	Valutazione CDP Ranking
Riduzione emissioni	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
Presenza nel DJSI Index	SI / NO
Andamento titolo azionario	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
TSR (ultimi 3 anni)	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
ROS 2019	Valore percentuale
Andamento EVA	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
EPS 2019	Valore percentuale
Andamento WACC	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)
Debt Coverage	Andamento da 1 a 5 (negativo, leggermente negativo, stabile, leggermente positivo, positivo)

Sulla base delle analisi svolte è stato redatto il soprariportato prospetto riassuntivo, nel quale sono stati inserite le informazioni più rappresentative delle performance aziendali, della Governance societaria, della Politica di remunerazione e della Strategia di ogni singola Società oggetto di esame. L'analisi svolta ha evidenziato come gli obiettivi legati alla sostenibilità siano ormai presenti nelle Politiche di Remunerazione ed in particolare nei piani di incentivazione sia di breve termine che di medio-lungo termine. In particolare, le tematiche della Sostenibilità risultano assumere un ruolo centrale nelle Società operanti in settori ritenuti storicamente ad alto impatto ambientale come nel caso di Eni, operante nel settore energetico con focus sull'attività di upstream, e Pirelli, la quale fa della produzione di pneumatici il proprio core business. In queste società gli obiettivi legati alla Sostenibilità ricoprono un numero pari o maggiore rispetto a quello degli obiettivi economico-finanziari o di mercato. D'altra parte, se nel numero assoluto si ha questo fenomeno, dal punto di vista del peso dei singoli obiettivi a livello target sui vari piani di incentivazione si ottiene un risultato simile al precedente nel caso di Eni, e sotto le aspettative nel caso invece di Pirelli e Brembo. Anche in Mediobanca sono adottati obiettivi legati alla CSR, nella cui Politica di remunerazione il punto saliente permane l'adozione di target volti al rafforzamento della propria solidità patrimoniale. In tutte le Società vengono adottati parametri di carattere qualitativo, che nel caso di Pirelli e Brembo riguardano la performance nel DJSI e nel CDP Ranking. Per Eni e Mediobanca gli obiettivi di carattere qualitativo si concretizzano nella realizzazione di determinati progetti. Prevalente è comunque l'utilizzo di parametri quantitativi, specialmente in Eni, i quali riescono a trasmettere in maniera concreta la strada verso la transizione ecologica intrapresa dalla Società.

Nel campione gli obiettivi posti nella Politica di Remunerazione sono generalmente coerenti con i Piani Strategici adottati dalle Società, anche con riferimento alle tematiche della Sostenibilità, nei cui piani si fa ampia menzione, eccezion fatta per Brembo nella quale sono assenti specifici e concreti riferimenti in tal merito. *A contrariis* in Eni è presente un Piano di Sostenibilità di lungo termine con visione fino al 2030.

Nelle percentuali di approvazione assembleare relative ai vari punti dell'OdG che hanno ad oggetto la Politica di Remunerazione, si riscontra un livello più alto di voti favorevoli da parte degli investitori istituzionali dove il Comitato per la Remunerazione si riunisce con una maggiore frequenza, e presenta nei suoi membri maggiori caratteristiche di indipendenza ed esperienza sul tema.

Nel campione le componenti del Pay-Mix sono pressoché simili, con similare durata anche del piano di incentivazione di lungo termine. In merito alla Curva Payout/Performance, ed in generale alla composizione del pay-mix a livello massimo dei target, è da porre in evidenza come nel caso di Eni e Pirelli, si abbia un sistema particolarmente premiante e stimolante delle performance oltre il livello target, cosa che non avviene nel caso di Brembo la quale vanta un alto livello della componente fissa e neanche in Mediobanca, dovutamente al Cap della remunerazione variabile previsto dall'Assemblea, in accordo con la disciplina. Nel campione solo Brembo e Mediobanca adottano il cd. Golden Parachute.

Ulteriore legame si può individuare tra la tipologia dell'assetto proprietario e le Politiche adottate, infatti, ad un maggior numero degli investitori istituzionali corrisponde una migliore struttura della Politica, sia negli obiettivi che nella composizione del sistema incentivante.

Le Relazioni sulla Remunerazione del campione ricalcano quanto previsto dagli Schemi presenti nell'Allegato 3 del Regolamento Emittenti nella loro struttura e nei rispettivi contenuti. Non vengono fornite particolari evidenze di come le Società hanno agito conseguentemente alle percentuali di approvazione assembleare relative alla Politica dell'anno precedente.

Un commento particolare è da fare in merito al confronto tra la Politica adottata da Mediobanca e quella adottata dalle altre Società, in quanto la principale banca d'investimento italiana è soggetta alla normativa settoriale. Il principale elemento di rilievo è rappresentato dai cd. Gateways, considerati come condizione di accesso al Piano, di pari interesse è la strutturazione del principale meccanismo di salvaguardia dallo short-termism, quale il piano di vesting. Emerge una particolare differenza qualitativa con la struttura ed i processi delle Politiche adottati dalle altre Società prese a riferimento, dovutamente alla peculiarità del business e dal particolare assetto normativo, conducono ad un maggior apprezzamento della Politica da parte degli investitori istituzionali rispetto a quello professato nei confronti delle Politiche delle altre società del campione. Si ritiene che un intervento normativo nel rispetto dei principi della Costituzione volti a tutelare la libertà d'impresa possa essere d'impulso al miglioramento della qualità delle Politiche di Remunerazione.

2.3.1 – Verifica delle ipotesi

Dalle ulteriori analisi compiute in merito al campione sono state tratte le seguenti conclusioni relativamente alle ipotesi precedentemente assunte:

H1): L'analisi ha evidenziato come nelle Società con una maggiore presenza degli obiettivi di sostenibilità ed un maggior peso degli stessi sul totale della Remunerazione, vi sia un incremento nelle percentuali di approvazione della I Sezione della Relazione sulla Remunerazione e dei piani di incentivazione di Lungo Termine da parte degli investitori istituzionali.

H2): L'analisi ha evidenziato una maggiore diffusione dell'adozione da parte delle società quotate di

obbiettivi legati alla CSR attraverso l'imposizione normativa, confermando l'ipotesi assunta. Tale conclusione è desumibile dalle evidenze derivanti dai risultati ottenuti dall'applicazione della specifica normativa in materia di remunerazione nel settore bancario, e dall'ampia percentuale di adozione di parametri ESG nelle società a partecipazione pubblica.

H3) & H4): Le due ipotesi sono fortemente correlate tra loro. Si può notare come ad elevati investimenti effettuati dalle Società in innovazione e transizione ambientale non vi sia un immediato ritorno dal punto di vista delle performance della sostenibilità, dovutamente anche alle tempistiche di messa in opera di tali interventi. Infatti, nell'analisi svolta è emerso come le performance delle Società relative alle emissioni ed ai diversi indicatori di performance utilizzati mostrino un andamento instabile nel breve termine, mentre in orizzonti temporali più ampi si riesce a comprendere il loro reale andamento, in particolare attraverso indicatori caratterizzati da quozienti come nel caso dell'ILT di ENI.

Pertanto, risulta sconsigliabile l'utilizzo di indicatori a carattere qualitativo delle performance consultive della sostenibilità. Allo stesso tempo l'utilizzo di parametri legati alla valutazione di enti terzi indipendenti nel breve termine, permette di fornire una fotografia reale e completa dell'impegno profuso dalla Società e dunque dagli amministratori verso le tematiche CSR creando verso gli stessi un reale stimolo anche nel breve termine ed una maggiore centralità. Risulta incoerente dal punto di vista temporale nonché disincentivante per gli amministratori l'inserimento di obiettivi in cui gli stessi amministratori hanno scarsa autonomia decisionale nel breve termine, ma verso i quali vi è stato realmente un impegno degli executive che porterà a risultati nel lungo periodo. Sulla base di ciò risultano confermate le ipotesi H3 ed H4.

H5): Nelle considerazioni relative a tale ipotesi c'è da tener conto di uno spazio temporale più ampio relativamente sia alle performance economico finanziarie, sia relativamente alle Politiche di Remunerazione adottate. Si evidenzia come in Pirelli che ha intrapreso nella propria strategia di lungo termine un percorso volto alla sostenibilità, tradotto in più piani di incentivazione di lungo termine in cui sono stati presenti obiettivi legati alla sostenibilità, è riuscita a migliorare le proprie performance economico- finanziarie, come evidenzia il miglioramento dei principali indici di profittabilità e di carattere finanziari come anche il WACC. Allo stesso tempo, Brembo e specialmente ENI, il cui orientamento alle tematiche della sostenibilità è stato minimo nel corso degli anni non hanno ottenuto tali miglioramenti, ovviamente nella considerazione si deve tener conto di eventuali altre dinamiche di carattere macroeconomico ed industriale. Nel caso invece di Mediobanca, il cui dato di principale interesse degli stakeholders è da considerare nel miglioramento della propria solidità patrimoniale, nella cui direzione si è mossa in maniera concreta come Pirelli nei confronti delle tematiche CSR, ha condotto anche in questo caso ad un miglioramento delle proprie performance economico-finanziarie, determinando un miglioramento dei principali indicatori di profittabilità. Per le differenze tra Pirelli e le altre società industriali, nonché per le evidenze relative a Mediobanca si ritiene confermata l'ipotesi H5).

2.3.2 – Modelli efficaci per il miglioramento delle Politiche di Remunerazione

Sulla base delle analisi effettuate, è emerso come le principali opportunità di miglioramento nelle Politiche di Remunerazione sorgano sin dal processo di implementazione delle stesse. In tal senso si isolano dei precisi interventi volti ad un miglior funzionamento della governance aziendale, ma anche ad un maggior coinvolgimento degli investitori istituzionali: a) Aumento delle percentuali dei consiglieri in possesso di adeguate competenze ed esperienza in materia di remunerazione e di

sostenibilità all'interno dei Comitati per la Remunerazione; b) Maggior coincidenza nella composizione del Comitato per la Sostenibilità con quella del Comitato per la Remunerazione; c) Coinvolgimento nel processo di definizione della Politica degli shareholders.

Al miglioramento del processo d'implementazione deve corrispondere anche una maggiore centralità nella strategia delle tematiche legate alla sostenibilità, così da poter ottenere vantaggi in termini di efficientamento delle risorse ed un aumento della profittabilità come dimostrato relativamente all'ipotesi H5). Ciò si dovrebbe tradurre nella struttura e nei contenuti della Politica di Remunerazione, che in linea con l'analisi svolta dovrebbe far riferimento alle seguenti linee guida: a) Introduzione di particolari condizioni di accesso al piano legate al principale obiettivo strategico posto in essere dalla Società; b) In merito agli obiettivi che fanno riferimento alla sostenibilità si rende più coerente l'utilizzo di obiettivi a carattere qualitativo nei piani di breve periodo, costituiti in particolare dalla valutazione di enti terzi indipendenti, la cui performance è da relativizzare alle performance dei principali competitor. Altresì nel lungo periodo si rendono più adattabili obiettivi di carattere quantitativo con KPI costituito da un quoziente con adeguato denominatore. c) Costituzione di una curva payout/ performance, che pone una particolare premialità nel caso del raggiungimento di performance oltre il livello target; d) Introduzione di un adeguato piano di vesting; e) Introduzione di una Balance Score Card²¹ sulla base del punteggio conseguito nei relativi KPI determinare l'importo della remunerazione variabile.

L'applicazione dei suddetti interventi potrebbe comportare una maggiore percentuale di approvazione in sede assembleare delle Politiche di remunerazione, nonché ad un miglior funzionamento della Corporate governance con particolare riferimento alla risoluzione dei problemi di agenzia.

3. POSSIBILI SVILUPPI ANCHE A LIVELLO NORMATIVO

3.1 – Sviluppi normativi

I possibili sviluppo normativi muovono dalla richiesta di Consultazione effettuata dalla Commissione Europea in data 26 ottobre 2020. Partendo dall'assunto che la Commissione ritiene che la sostenibilità debba essere fortemente incorporata nei principali framework di Corporate Governance, nella consultazione si richiede parere ad un ampio ventaglio di stakeholders al fine di ottenere un considerevole numero di opinioni sulla necessità e gli obiettivi di un eventuale intervento dell'Unione Europea sia di carattere normativo sia di carattere politico in merito al tema della remunerazione. Il principale obiettivo che si propone di ottenere la Commissione è di assicurarsi che la sostenibilità sia inclusa nei principali framework normativi di Corporate governance, così da allineare gli interessi di lungo periodo del management, degli azionisti, degli stakeholder e della comunità. Il fine ultimo è di incentivare gli organi amministrativi ad integrare nelle proprie strategie modelli di business sostenibili basati su di un orizzonte temporale di lungo termine nelle strategie, nonché di raggiungere un grado di armonizzazione minima, anche al fine di sanare eventuali disparità presenti tra i diversi mercati nazionali europei. Pertanto, un eventuale iniziativa normativa a livello europeo potrebbe prevedere l'instaurazione dei seguenti meccanismi di corporate governance: a) instaurare nelle società azioni volte a mitigare il proprio impatto sulla sostenibilità; b) sollecitare gli amministratori delle Società a tenere conto degli interessi di tutti gli stakeholder nello sviluppo delle strategie aziendali; c) Politiche di remunerazione degli amministratori volte al perseguimento dei punti a) e b).

²¹ The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, Kaplan & Norton, 1996.

L'eventuale iniziativa normativa, da raccordare allo sviluppo della Direttiva sulla reportistica non finanziaria, prevede un recepimento da parte degli Stati sia attraverso misure legislative sia che di tipo comply or explain. Si delinea un possibile sviluppo normativo di assoluto rilievo, la cui valutazione in merito è stata affidata a due differenti studi dei quali è nostro interesse quello riguardante i doveri degli amministratori e la sostenibilità nella corporate governance. Lo studio è stato sviluppato da EY²², e si focalizza sulle seguenti problematiche: 1) Eccessivo sbilanciamento nella struttura delle politiche di remunerazione degli amministratori verso la creazione di valore nel breve termine rispetto al lungo termine; 2) Composizione dei board non è orientata alla sostenibilità. Le relative tre opzioni di intervento sono: a) Un intervento non legislativo il cui obiettivo è di incrementare la consapevolezza verso una corporate governance sostenibile attraverso la comunicazione e la pubblicazione di green paper; b) Incoraggiare l'adozione di normative nazionali volte a garantire la congiunzione tra sostenibilità e corporate governance, attraverso l'utilizzo delle Raccomandazioni; c) Un intervento normativo forte nel quale implementare specifiche regole volte alla creazione di valore nel lungo termine ed un allineamento del contesto competitivo europeo in merito, il tutto da realizzarsi attraverso un intervento legislativo dell'Unione Europea.

Si delineano delle linee di intervento senza dubbio ampie ed eterogenee tra loro, la cui differente applicazione può presentare sia livelli di costi differenti, ma anche dissimili benefici. Nello stesso studio di EY è stata effettuata una valutazione degli effetti derivanti dall'applicazione delle precedenti opzioni, dalle quali emerge che tutte le soluzioni evidenziate per il problema n.4, condurrebbero ad un impatto positivo sulla società, sul clima e sull'economia derivate da un maggior focus degli amministratori sulla sostenibilità, allo stesso tempo si incrementerebbero i costi per la compliance delle imprese conseguentemente all'adeguamento ad un'eventuale normativa. Altresì gli interventi ipotizzati per il problema n.5, potrebbero avere i medesimi impatti positivi, ma allo stesso tempo alcuni interventi condurrebbero le società ad avere problemi nell'individuazione degli amministratori dotati di adeguate competenze ed esperienze. È da ritenere opportuno l'inserimento di interventi normativi in maniera graduale al fine di realizzare una transizione progressiva, garantendo comunque nell'immediato l'armonizzazione tra la giurisprudenza dei diversi Stati europei così da perseguire il raggiungimento di un contesto competitivo omogeneo a livello europeo. Dal punto di vista italiano si può evidenziare come il Nuovo Codice di Corporate Governance accenni già allo sviluppo sostenibile delle società. A supporto di tale visione vi è anche la risposta alla Consultazione da parte di Assonime, nel quale si evidenzia come la Direttiva 2017/828/UE²³ già pone in essere il fatto che le società debbano adottare nelle proprie Politiche di remunerazione dei criteri non finanziari relativi alla CSR, quando essi sono coerenti e materiali con la strategia.

3.2 – Composizione degli organi amministrativi

È opinione diffusa che specifiche peculiarità nella composizione degli organi amministrativi possano condurre ad un miglior funzionamento dello stesso con conseguenti benefici per tutta la Società. In particolare, tale effetto si è riscontrato nell'introduzione di membri indipendenti²⁴ e di un adeguato equilibrio tra i generi rappresentati. Risulta evidente che l'introduzione di specifici profili all'interno degli organi amministrativi sia funzionale ad un miglior funzionamento dello stesso. In merito alla sostenibilità potrebbe essere opportuno introdurre un profilo dotato di adeguate competenze nelle CSR, scegliendo le sue specifiche competenze in base al settore di operatività della Società e ai

²² Study on directors' duties and sustainable corporate governance, EY, lo studio è stato richiesto dalla Commissione Europea.

²³ Revised Shareholders Rights Directive (2017/828/UE), anche detta SRD II

²⁴ The effect of Corporate Governance on Performance, S.Bhagat, B. Bolton, R. Romano

principali indirizzi strategici dell'impresa. Al comitato è preferibile che vengano affidati specifici poteri in merito all'implementazione di un piano strategico di lungo termine e alla consuntivazione dei risultati. È consigliabile che vi sia una sovrapposizione tra i membri del Comitato per la Sostenibilità e il Comitato per la Remunerazione.

3.3 – Processo di definizione della Politica di Remunerazione e dei Piani di incentivazione

Allo stato attuale il Codice di Corporate Governance e la prassi prevedono che lo sviluppo delle Politiche di remunerazione sia compito dell'organo di amministrazione, il quale affida al Comitato per la Remunerazione il ruolo di coadiuvarlo nell'elaborazione. Normalmente, in tale processo vengono coinvolte diverse funzioni aziendali, tra le quali è solitamente presente la funzione risorse umane. Nello sviluppo del processo di definizione delle Politiche di remunerazione e dei piani di incentivazione è opportuno il coinvolgimento dei rappresentanti dei principali azionisti, i quali saranno chiamati a deliberare in merito ai contenuti degli stessi, trasmettendo al mercato attraverso la percentuale di approvazione la propria valutazione in merito alla Politica. Per i sopracitati motivi è consigliabile che le società pianifichino un calendario specifico di incontri sia tra gli organi aziendali delegati sia con i proxy advisor ed i principali investitori.

Si può considerare come benchmark di un efficace coinvolgimento degli stakeholder nell'ambito di una politica contenente parametri legati alla sostenibilità il processo di Engagement intrapreso da Eni, il quale segue un preciso ordine in cui si alternano cicli di incontri con gli investitori istituzionali ed i proxy advisor, attività di benchmarking ed analisi delle attività di engagement effettuate.

Si tratta di un processo di ampia durata e impegnativo, ma che come visto può generare dei benefici relativamente all'approvazione della Politica da parte degli azionisti, ed in particolare degli investitori istituzionali. La peculiarità del piano di engagement è data dal confronto diretto con gli investitori istituzionali, i quali sono portatori di particolari esigenze date dal proprio ruolo.

3.4 – KPI's e strumenti di valutazione del raggiungimento degli obiettivi legati alla cd. Sostenibilità

I parametri di misurazione delle performance negli obiettivi costituiscono il primo punto di riferimento su dove gli amministratori debbano indirizzare il proprio operato. È opportuno considerare dei parametri coerenti sia con l'autonomia sia con i poteri decisionali in capo all'agente che deve conseguirli ma anche con l'obiettivo strategico dell'azienda. Altro requisito dei parametri è la possibilità che essi siano chiari e facilmente misurabili. Nell'ottica di un approccio incentrato sulla sostenibilità e sul rispetto degli stakeholder, tali indicazioni si possono tradurre nelle Corporate Social Performance (CSP). Secondo Aldogan Eklund²⁵ è assente un modello base secondo il quale scegliere i fattori non finanziari ai quali allineare la remunerazione degli amministratori, ritenendo che debba essere una scelta condivisa dei membri dell'organo amministrativo, di coloro che sono in possesso di incarichi esecutivi e degli azionisti. Si possono identificare tre scuole di pensiero relativamente agli effetti sulla CSR delle Società derivanti dall'introduzione di parametri CSR nella remunerazione degli amministratori: a) Il primo gruppo ritiene che vi sia un effetto positivo, in particolare si possono

²⁵ Fairness of CEO Compensation, C.4 " Compensation for Non-financial performance (ESG Scores), Mehtap Aldogan Edkun, 2019.

ricordare gli studi di Callan e Thomas²⁶ e di Mahoney and Thorn²⁷, b) La seconda scuola di pensiero ritiene la presenza di una correlazione negativa tra il totale della remunerazione dei CEO ed i CSR Score delle società, in particolare Rekker²⁸ afferma che gli amministratori abbiano ottenuto la loro remunerazione indipendentemente dalle performance legate alla sostenibilità; c) Il terzo gruppo, ritiene che non vi siano prove del legame tra CSR e/o ESG score e la remunerazione dei CEO. A supporto di tale tesi lo studio di Dardour e Husser²⁹.

In letteratura si possono individuare delle specifiche linee guida per la creazione di un sistema di incentivazione contenete obiettivi ESG, tra di esse si evidenziano quelle di Gomez-Mejia, nel cui lavoro consigliando fortemente di collegare la remunerazione alle CSP.

3.4.1 – Indici compositi incentrati sulla sostenibilità

Gli indici compositi (di seguito anche CI) aggregano differenti singoli indicatori in un'unica misura, sintetizzando vari input. Nel campo delle valutazioni delle CSP rappresentano uno strumento molto diffuso³⁰. Tra di essi vi rientrano alcuni tra i principali indici citati al paragrafo 1.4, quale ad esempio il DJSI Index. Per risultare efficace la sua costruzione deve essere figlia di un processo adeguato e trasparente. A tale fine è interessante lo studio di Paredes-Gazquez³¹ nel quale si descrive il processo di costruzione di un CI relativo alla sostenibilità, in cui vengono individuati sei principali step per la costruzione: a) Definizione di un framework teorico; b) selezione degli indicatori; c) analisi degli indicatori; d) analisi multivariata; e) normalizzazione, definizione dei pesi ed aggregazione; f) discussione sui dubbi e analisi di sensitività.

È delineato un processo necessariamente articolato, che se rispettato ed adottato in maniera corretta permette di costruire indici compositi efficienti. Si identificano tre principali ambiti di studio sulle strutture degli indici di sostenibilità: a) Gli studi che analizzano la struttura degli indici di sostenibilità; b) l'insieme degli studi che mirano ad esplorare l'obiettivo dei singoli indici di sostenibilità; c) gli studi che analizzano l'adozione di attività legate alle CSR nelle società. In assenza di un reale cambiamento nell'implementazione degli indici volto ad una rappresentazione chiara e reale delle performance CSR della Società, si potrebbe ipotizzare una maggiore attività di controllo sui processi d'implementazione degli indici da parte di un organo terzo indipendente, così da permettere il riserbo sul know-how utilizzato nell'implementazione dell'indice ma allo stesso tempo infondere una maggiore fiducia negli investitori. Tale soggetto esterno è identificabile negli esperti nelle differenti aree, mentre è plausibile che i dati comunicati nei questionari alla base degli indici siano soggetti a verifica da parte della società che svolge la revisione legale.

3.4.2 - Framework e modelli per la valutazione delle performance nella sostenibilità

Lo sviluppo della dottrina ha visto i principali framework di riferimento per la misurazione delle performance adattarsi alle performance chiave per le aziende, tra le quali senza dubbio appartengono le performance relative alla sostenibilità. L'utilizzo di tali framework può permettere una maggiore oggettivazione dei risultati con una conseguente migliore comprensione dei risultati del top management. La parametrizzazione dei risultati attraverso tali strumenti permetterebbe l'individuazione delle reali performance della società anche ai fini della determinazione della remunerazione degli

²⁶ Callan SJ, Thomas JM (2011) Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corp Soc Responsib Environ Manag* 18(6):332–351

²⁷ Mahoney LS, Thorn L (2006) An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: a Canadian investigation. *J Bus Ethics* 69(2):149–162

²⁸ Rekker SAC, Benson KL, Faff RW (2014) Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: do disaggregation, market stress, gender matter? *J Econ Bus* 72:84–103

²⁹ Dardour A, Husser J (2016) Does it pay to disclose CSR information: evidence from french companies. *Manag Int* 20:94–108

³⁰ Giambona, F., & Vasallo, E. (2014). Composite indicator of social inclusion for Euro- pean countries. *Social Indicators Research*, 116, 269–293.

³¹ J.D. Paredes-Gazquez et al. / *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review* 19 (1) (2016) 142–153

amministratori. Tra i principali framework di riferimento si possono individuare il modello EFQM e la Balanced scorecard.

Il modello EFQM³² costituisce un framework di riferimento innovativo basato su tre principi fondamentali e costanti nel corso dell'evoluzione delle varie versioni del modello: Il primato del cliente, la necessità di una visione di lungo termine incentrata sugli stakeholder e la comprensione dei legami di causa-effetto che collegano il motivo per cui un'organizzazione compie una determinata azione e ciò che ottiene come conseguenza delle sue azioni. La sua effettiva attuazione è stata testata in diverse multinazionali europee.³³

La logica del modello si può individuare nel legame esistente tra lo scopo e la strategia, e come tale relazione sia utilizzata sia per creare valore sostenibile per gli stakeholder sia per conseguire performance eccellenti. Di particolare interesse sono le indicazioni del framework in merito alla consuntivazione dei risultati, infatti sostiene che debbano essere utilizzati nella misurazione della performance sia indicatori finanziari che non finanziari scelti in maniera tale da permettere una migliore misurazione dei risultati e la predisposizione di previsioni in merito alle performance future. La valutazione dei risultati avviene secondo il modello RADAR che prevede l'applicazione di alcuni attributi nella valutazione dei criteri. Tale sistema si adatta perfettamente ad un nuovo modo di definire la remunerazione degli amministratori nella quota parte attribuibile alla sostenibilità, innanzitutto poiché la valutazione può essere effettuata da un ente terzo indipendente, opzione preferibile alla possibilità di svolgere un'autovalutazione, per quanto quest'ultima ipotesi sia ammessa dal framework. In secondo luogo, il sistema di valutazione adotta una visione olistica della Società tenendo conto nella valutazione sia delle performance nella sostenibilità sia dei risultati ottenute in altre aree strategiche, evidenziando come al fine di ottenere il successo sostenibile si debba avere uno sviluppo integrato delle varie performance aziendali. La quarta considerazione è di carattere tecnico e vede la possibilità di legare la remunerazione al punteggio ottenuto attraverso la verifica con il modello RADAR, potendo definire per la determinazione dell'importo della remunerazione sia una funzione lineare sia una funzione premiante delle over performance.

3.4.2.2- Sustainability Balanced Scorecard

La Balanced Scorecard nasce secondo Kaplan e Norton³⁴ come “strumento di cui i manager hanno bisogno per raggiungere il successo competitivo”, traducendosi in un vero e proprio strumento di valutazione dell'operato del management. La sua efficacia nel misurare i fattori critici di successo non monetari, ha fatto sì che fosse presa a riferimento da Figge³⁵ nella definizione della Sustainability Balanced Scorecard. Tale strumento è stato implementato con il fine di andare oltre agli approcci orientati al breve termine nella sostenibilità, integrando i tre pilastri della sostenibilità individuati nella performance economica, ambientale e sociale delle aziende. La scelta di adottare la Balanced Scorecard come modello d'integrazione dei tre pilastri è dovuta al suo elevato livello di adattabilità che permette di valutare fattori non di difficile valutazione monetaria, in secondo luogo si adatta

³² European Foundation for Quality Management (EFQM) Excellence Model

³³ Robert Bosch GmbH, CLUB EXCELENCIA EN GESTIÓN, Enagas, ESBAS, Geriatric Health Centres of the City of Graz (GGZ, Helsana Versicherungen AG: Svizzera• Robert Bosch GmbH, Siemens: Digital Factory, Signify, TetraPak, UNOPS, Vamed, Wheatley Group, Wiener Konzerthaus

³⁴ R.S Kaplan, D.P. Norton, The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, 1996 Harvard Business School Press

³⁵ The Sustainability Balanced Scorecard - Theory and Application or a Tool or Value-Based Sustainability Management Frank Fogge, Tobias Hahn, Stefan Schaltegger fa Marcus Wagner | Center of Sustainability Management, University of Lueneburg. Paper presented at the Greening of Industria Network Conference 2002, Gothenburg "Corporale Social Responsibility - Governarci or Sustainability"

facilmente sia alle aziende che possiedono un'esplicita strategia sostenibile ma anche alle aziende che stanno integrando lentamente la sostenibilità nelle proprie strategie. Sono definiti tre differenti approcci per l'integrazione della sostenibilità nella BSC: a) Gli aspetti sociali e ambientali possono essere inseriti all'interno delle quattro prospettive presenti nella BSC come ogni obiettivo strategico rilevante; b) Introduzione di una nuova prospettiva non di mercato; c) Creazione di un'apposita Balanced Scorecard focalizzata sulla sostenibilità e parallela alla principale BSC utilizzata nell'azienda.

Tali approcci non sono ritenuti necessariamente alternativi, in virtù della diversa centralità in capo alla sostenibilità nelle aziende, che può richiedere un maggior grado d'integrazione oppure un particolare focus sulla sostenibilità. La BSCS costituisce uno strumento di assoluto interesse, il cui momento centrale è individuabile nella scelta dei KPI in base ai quali definire il punteggio ottenuto per la determinazione della remunerazione, i quali devono essere coerenti con le autonomie in capo agli amministratori. Come nel EFQM anche nel caso della SBSCS sarebbe possibile stabilire apposite funzioni per la determinazione del compenso variabile totale maturato risultando particolarmente stimolante ed incentivate.

3.4.3 – TSSR: un nuovo ratio integrato per la sostenibilità.

Come visto sia nel capitolo 2 che nei precedenti paragrafi del capitolo 3 i KPI's assumono un ruolo centrale nell'indirizzare l'obiettivo strategico che si propone la società. Il TSSR muove le basi dal TSR, ratio che indica il ritorno monetario dell'investimento per gli azionisti in un determinato periodo, e prende a riferimento come variabili il Prezzo di acquisto dell'azione, il Prezzo attuale dell'azione ed i dividendi distribuiti nel periodo, fornendo una reale immagine di quanto è stato il ritorno finanziario per l'azionista. L'altra assunzione da cui muove le basi tale ratio è data dal fatto che l'investitore direttamente o indirettamente gode delle esternalità positive generate dalle performance relative alla sostenibilità della Società in cui ha investito.

$$TSSR = \frac{[(P_t - P_o) + \alpha] \times nA \sum_0^t D}{I_o}$$

con $\alpha = \sum_0^t \text{Valore monetario delle CSP}$

Come visibile l'indicatore aggiunge un parametro Alpha al classico TSR, tale parametro Alpha è rappresentativo della somma della traduzione monetaria degli effetti derivanti dalle performance legate alla sostenibilità. Tale conversione avviene attraverso l'utilizzo di proxy per determinate performance legate alla sostenibilità il cui perimetro è definito tra i 17 Obiettivi per lo sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030 ONU e comprende in particolar modo la misura delle azioni legate allo sviluppo sociale e all'ambiente³⁶.

4. CONCLUSIONI

Gli interventi adottati dai vari organi dell'Unione Europea hanno determinato un notevole effetto nello sviluppo trasparente dei processi di implementazione delle Politiche di remunerazione degli amministratori delle società, e coerentemente con la crescente attenzione degli stakeholder verso le tematiche alla sostenibilità, la Commissione Europea ha intrapreso un percorso di consultazione degli stakeholder in merito alla possibilità di disporre di un proprio intervento normativo volto all'aumento

³⁶ i.e. Sconfiggere la povertà, Lotta contro il cambiamento climatico, il rispetto dell'ambiente marino e terreno.

della diffusione delle tematiche ESG all'interno delle Politiche di Remunerazione. Sulla base delle evidenze empiriche rilevate si suggerisce lo sviluppo di nuovi modelli efficaci per il miglioramento delle Politiche di remunerazione, nello specifico dal punto di vista del miglioramento della qualità dei processi di Corporate Governance si rende preferibile un miglioramento delle competenze nel campo della sostenibilità degli amministratori; una maggiore corrispondenza tra i membri del Comitato per la Sostenibilità con quella del Comitato per la Remunerazione, ed un maggiore coinvolgimento nel processo di definizione della Politica degli shareholders. In merito alla struttura e ai contenuti delle Politiche di remunerazione e dei piani d'incentivazione si prospettano i seguenti interventi: Introduzione di particolari condizioni di accesso al piano legate al principale obiettivo strategico posto in essere dalla Società; in merito agli obiettivi che fanno riferimento alla sostenibilità si rende più coerente l'utilizzo di obiettivi a carattere qualitativo nei piani di breve periodo, costituiti in particolare dalla valutazione di enti terzi indipendenti come nel caso del DJSI e del CDP Ranking, la cui performance è da relativizzare alle performance dei principali competitor. Altresì nel lungo periodo si rendono più adattabili obiettivi di carattere quantitativo con KPI costituito da un quoziente con adeguato denominatore; l'adozione di una curva payout/ performance, che pone una particolare premialità nel caso del raggiungimento di performance oltre il livello target da prevedersi in un livello effettivamente raggiungibile, così da costituire un effettivo meccanismo premiale nel caso del raggiungimento di performance oltre target; è valutabile l'introduzione di un adeguato piano di vesting, nonché l'introduzione di altri strumenti analitici per la valutazione delle performance. In merito a quest'ultimi si è valutato l'implementazione ed il conseguente utilizzo del modello EFQM e della Sustainability Score Card, verificando come possano costituire dei validi strumenti per la verifica delle CSP. In merito agli scenari di sviluppo delle Politiche di remunerazione è pensabile anche un intervento da parte dell'Unione Europea affinché si riduca lo sbilanciamento tra interessi di breve termine e di lungo termine presente nelle Politiche di Remunerazione degli amministratori e vi sia un maggiore orientamento verso la sostenibilità nei board. Tale intervento è da introdursi gradualmente, tenendo conto dello stato dell'attuazione della Direttiva SRD II e dei costi d'implementazione che ne possono derivare per le Società. Tale processo normativo può costituire un catalizzatore per la transizione verso la sostenibilità che bone le basi su tre interventi: equilibrio tra obiettivi di breve e medio-lungo termine, composizione degli organi amministrativi e un rinnovato processo di definizione della Politica di Remunerazione. In conclusione, è opportuno evidenziare come la transizione verso la sostenibilità da parte delle Società debba avvenire in maniera consapevole ed interessata. Affinché tale transizione si possa realizzare veramente è necessario un cambio di visioni in tutto l'ambiente economico, con incentivi e meccanismi premiali per chi investe realmente in sostenibilità. Per gli stessi amministratori delle società quotate deve essere previsto un adeguato sistema incentivante, ma allo stesso tempo il loro impegno nella creazione di valore di lungo periodo deve essere frutto di una reale convinzione nel poter sviluppare l'azienda che si è chiamati ad amministrare in maniera sostenibile.

BIBLIOGRAFIA

- **Abbadessa, Portale** (diretto da), M. Campobasso – V. Cariello – U. Tombari (a cura di), “Le società per azioni. Codice civile e norme complementari”, in “Le fonti del diritto italiano”, Milano, Giuffrè, 2016
- **Amatucci**, Rivista di diritto civile 2009
- **Confortini**, Contr. Impr. 2011,978
- **European Corporate Governance Forum**, SEC (2007) 1022
- **High Level Group of Company Law Experts** (2002), A modern regulatory framework for company law in Europe
- **Michael C.Jensen William H.Meckling (1976)- “Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”**
- **Morere, Age** (2007),II, 410; Mosco, sub art.2389 c.c. , Compensi degli amministratori, in Comm. Niccolini Stagno D’Alcontres.
- **Pollio**, G. comm. 2009, I, 128
- **Assonime (2020)**, Feedback on the European Commission Inception Impact Assessment on the Sustainable Corporate Governance
- **EY (2020)**, Study on directors’ duties and sustainable corporate governance
- **A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor**, CSR-contingent executive compensation contracts, Journal of Banking and Finance
- **Coombs, J.E. , Gilley, K.M. , 2005**. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. Strat. Manage. J. 26 (9), 827–840
- **CONSOB**, Report on corporate governance of Italian listed companies 2019
- **CONSOB**. Report on corporate governance of Italian listed companies 2020
- **GRI Index**, Sustainability Metrics in Executive Pay 2014
- **A. Ikram, Zhichuan (Frank) Li and D. Minor**, CSR-contingent executive compensation contracts, Journal of Banking and Finance
- **Freeman R.E., Velamuri S.R. (2006)** A New Approach to CSR: Company Stakeholder Responsibility
- **King, A. , Lenox, M. , 2002**. Exploring the locus of profitable pollution reduction. Manage. Sci. 48 (2), 289–299 .
- **Gunnar Friede,Timo Busch &Alexander Bassen**, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies
- **Wenzhi Ding, Ross Levine, Chen Lin & Wensi Xie (2020)**, Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic
- **S.Bhagat, B. Bolton, R. Romano**. The effect of Corporate Governance on Performance
- **G. Birindelli , S.Dell’Atti , A. P.Iannuzzi , M.Savioli, (2018)**, Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System

- **Schwartz-Ziv, (2017), M.** Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass. *J. Financ. Quant. Anal.*, 52, 751–780.
- **Dalton, D.R.; Hitt, M.A.; Certo, S.T.; Dalton (2007), C.M.** The fundamental agency problem and its mitigation. *Acad. Manag. Ann.*, 1, 1–64.
- **M.Belcredi, S.Bozzi, Ciavarella, V.Novembre,** Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay, *Quaderno della CONSOB n.81*, Aprile 2015
- **Callan SJ, Thomas JM (2014)** Relating CEO compensation to social performance and financial performance: does the measure of compensation matter? *Corp Soc Responsibility Environ Manag* 21(4):202–227
- **Mehtap Aldogan Edkun, (2019),** Fairness of CEO Compensation, C.4 “ Compensation for Non-financial performance (ESG Scores),
- **Heller R (1993)** When the share is less than fair-executive compensation. *Management Today* 9.
- **Hilb M (2011)** *New corporate governance: successful board management tools*, 4th edn. Springer, Cham
- **Callan SJ, Thomas JM (2011)** Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corp Soc Responsib Environ Manag* 18(6):332–351
- **Mahoney LS, Thorn L (2006)** An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: a Canadian investigation. *J Bus Ethics* 69(2):149–162
- **Rekker SAC, Benson KL, Faff RW (2014)** Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: do disaggregation, market stress, gender matter? *J Econ Bus* 72:84–103
- **Cai Y, Jo H, Pan C (2011)** Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *J Bus Ethics* 104(2):159–173.
- **Dardour A, Husser J (2016)** Does it pay to disclose CSR information: evidence from french companies. *Manag Int* 20:94–108
- **Principles for Responsible Investors (PRI) (2016)** Integrating ESG issues into executive pay
- **Berrone, P., & Gomez-Meija, L. R. (2009).** Environmental performance and executive Compensation: An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103–126 .
- **Giambona, F., & Vasallo, E. (2014).** Composite indicator of social inclusion for Euro- pean countries. *Social Indicators Research*, 116, 269–293 .
- **J.D. Paredes-Gazquez et al. / Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review** 19 (1) (2016) 142–153
- **European Commission. (2002).** Corporate social responsibility: A business contribution to sustainable development. pp. 347. Brussels: COM .
- **OECD. (2008).** Handbook on constructing composite indicators. Methodology and user guide. Paris: OECD publications.
- **Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. A., & Rivera-Lirio, J. M. (2013).** Lights and shadows on sustainability rating scoring.

- **Gómez-Limón, J. A., & Riesgo, L.** (2009). Alternative approaches to the construction of a composite indicator of agricultural sustainability: An application to irrigated agriculture in the Duero basin in Spain. *Journal of Environmental Management*, 90, 3345–3362.
- **Miriam Jankalova,** (2016) Approaches to the evaluation of Corporate Social Responsibility, *Procedia Economics and Finance* 39 580 – 587
- **Sjostrom, E.** (2004). *Investment Stewardship: Actors and Methods for Socially and Environmentally Responsible Investments*. Stockholm: Nordic Partnership in collaboration with the Stockholm School of Economics.
- **Hamner, B.** (2005). *Integrating Market-Based Sustainability Indicators and Performance Management Systems*. Seattle, WA: Cleaner Production International.
- **Cerin, P., Dobers, P.** (2001). What does the performance of the Dow Jones Sustainability Group Index tell us?. *Eco-Management and Auditing*, 8(3), 123-133.
- **EFQM** (2019), Il Modello EFQM,
- **F. Fogge, T.Hahn, S.Schaltegger fa Marcus Wagner,** (2002) *The Sustainability Balanced Scorecard - Theory and Application or a Tool or Valuta-Based Sustainability Management Center or Sustainability Management*, University of Lueneburg.

RIFERIMENTI NORMATIVI

- **TUF, Artt. 114-bis, 123-ter**
- **Raccomandazione 2004/913/CE**
- **Raccomandazione 2005/162/CE**
- **Raccomandazione 2009/385/CE**
- **Raccomandazione 2009/384/CE**
- **Direttiva 2010/76/CE (c.d. CRD III)**
- **Direttiva 2013/36/UE, Artt. Dal 92 al 94**
- **Direttiva 2017/828/UE 8 (c.d. SRD II)**
- **Direttiva 2019/878 UE C.d. CRD V**
- **Codice Civile. Art.2389**
- **CONSOB, Regolamento Emittenti, Art.84-quater**
- **CONSOB, Regolamento Emittenti, All.to 3° Schemi 7 e 7-bis**
- **Comitato per la Corporate Governance, Nuovo Codice di Corporate Governance 2020**
- **TUB, Art.53 c.1**
- **Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013**
- **Regolamento UE n.575/2013**

