



La remunerazione sostenibile: una valutazione dell'impatto dei parametri ESG sul compenso degli amministratori delle società quotate nell'indice FTSE MIB
di **FRANCESCA MECCA GALGANO**

SOMMARIO: **1.** LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI COME STRUMENTO PER LA CREAZIONE DI UNA CORPORATE GOVERNANCE SOSTENIBILE - **2.** LA PRINCIPALE NORMATIVA EUROPEA IN TEMA DI POLITICA DI REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI. - **2.1** LA SHAREHOLDER RIGHTS DIRECTIVE II: IL SAY ON PAY. - **2.2** LO STUDIO SUI DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI E SULLA SOSTENIBILITÀ DELLA GOVERNANCE CONDotta DA ERNEST & YOUNG E LA PROPOSTA DI DIRETTIVA SULLA CORPORATE SUSTAINABILITY DUE DILIGENCE. - **3.** LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI NEL CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE. - **3.1** IL COMITATO PER LA REMUNERAZIONE. - **4.** LA REMUNERAZIONE PAY FOR PERFORMANCE E I PIANI DI STOCK OPTION. - **5.** LA VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE NON FINANZIARIA E IL RUOLO DEGLI AZIONISTI. - **6.** L'INCLUSIONE DEI PARAMETRI ESG NEI COMPENSI DEGLI AMMINISTRATORI DELEGATI DELLE SOCIETÀ ITALIANE APPARTENENTI ALL'INDICE FTSE MIB. - **7.** GLI INCENTIVI ESG E IL LORO POSSIBILE IMPATTO SULL'ATTIVITÀ GESTORIA.

Abstract

Companies are called upon to adopt sustainable governance models. In order to achieve this goal and to encourage directors to adopt such models, it has seemed necessary to link their remuneration to the achievement of certain ESG goals. This paper examines the main regulations on ESG-based compensation (including, inter alia, the SHRD II and the CSDD), and finally, an empirical analysis is conducted on the most widespread practices in the composition of the variable part of the remuneration paid to the CEOs of companies listed on the FTSE MIB index.

1. La remunerazione degli amministratori come strumento per la creazione di una corporate governance sostenibile.

La sostenibilità è un tema ormai centrale nel dibattito politico, giuridico, economico e sociale e questo ha fatto emergere la consapevolezza di valorizzare modelli di sviluppo che tengano conto di un'allocazione più sostenibile delle risorse e degli interessi facenti capo a una molteplicità di soggetti.

In questo quadro, alle imprese è sempre più richiesto di integrare i fattori E, S e G, modificando i loro modelli di *business* per facilitare la creazione di valore nel lungo periodo per tutti gli *stakeholders* di riferimento.¹

Più nello specifico, nell'ambito della *corporate governance*, la ribalta del concetto di sostenibilità ha reso fondamentale una rilettura dello scopo sociale. Infatti, la gestione dell'impresa tesa alla massimizzazione del valore esclusivamente per gli *shareholders*

¹ M. Lipton, S. A. Rosenblum, S. V. Niles, S. J. Lewis and K. Watanabe, *The New Paradigm: A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*, questo documento è stato predisposto in occasione dell'International Business Council del World Economic Forum, tenutosi nel 2016.

necessita di un ripensamento dati i rischi ambientali e sociali che sono emersi prepotentemente negli ultimi anni.²

In questo scenario, la teoria degli *stakeholders* si è fatta largamente strada nella dottrina³ ed è sostrato di diverse iniziative normative.⁴

Nonostante questo, la declinazione della nozione di *stakeholder* è oggetto di un ampio dibattito che ancora non è concorde su quali siano gli interessi “altri” che le imprese dovrebbero tenere in considerazione.

Questa mancanza di omogeneità amplia, di conseguenza, la discrezionalità degli amministratori, in quanto, essi dovranno selezionare gli interessi rilevanti. In altri termini, l'integrazione dei fattori ESG nel *business model* di un'impresa dipende da scelte dell'organo gestorio. Questo fa emergere due principali questioni: da un lato, l'organo gestorio vede ampliata la propria discrezionalità nell'individuazione degli obiettivi aziendali e degli interessi di cui dover conto a causa della vaghezza della teoria dello *stakeholderism*⁵ e dall'altro, gli amministratori mancano di incentivi per l'implementazione di progetti ESG, implicando questi un ingente impegno finanziario a lungo termine ma mancando di un guadagno nel breve periodo⁶.

Con riguardo alla seconda questione, che è l'oggetto principale di questo scritto, al fine di incoraggiare gli amministratori verso modelli sostenibili, una tendenza che, di recente, ha riscantato molto successo, consiste nel legare la remunerazione degli amministratori al raggiungimento di taluni obiettivi ESG⁷.

² C. Mayer, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, 2018, Edizione Oxford University Press, Oxford.

³ L. A. Bebchuk e R. Tallarita, *The illusory promise of stakeholder governance*, 2020, Cornell law Review, volume 1.

⁴ G. D. Mosco e R. Felicetti, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva Ue in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, 2022, Analisi Giuridica dell'Economia, volume 1.

⁵ L'ampliamento della discrezionalità gestoria ha in sé il pericolo di una impropria espansione della *business judgement rule* (S. Cerrato, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, 2022, Analisi giuridica dell'economia, fascicolo 1), in quanto gli amministratori, qualora dovessero sacrificare gli interessi degli *shareholders*, potrebbero invocare la doverosa considerazione dell'interesse degli *stakeholders* e la creazione di valore nel lungo periodo. (M. Stella Richter, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, 2021, Giurisprudenza commerciale, fascicolo 3). Nonostante queste criticità, è bene ricordare che gli amministratori sono in ogni caso tenuti ad attuare l'interesse sociale così come delineato nello statuto, quindi, a meno che finalità diverse da quelle di lucro siano state definite in esso, i gestori non hanno alcuna obbligazione giuridica al perseguimento degli obiettivi ESG. In altri termini, ogni azione amministrativa può tener conto delle questioni ambientali e sociali nella misura in cui esse siano in mezzo per la realizzazione dello scopo lucrativo. (S. Cerrato, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, 2022, Analisi giuridica dell'economia, fascicolo 1).

⁶ L. Liao, L. Luo, Q. Tang, *Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure*, 2014, The British Accounting Review.

⁷ F. Haque, *The effects of board characteristics and sustainable compensation policy on carbon performance of UK firms*, 2017, The British Accounting Review, volume 49.

L'ESG-based compensation, inoltre, tende ad allineare gli interessi degli azionisti a quelli dei *managers*: l'*agency theory* rileva che i meccanismi fondati su incentivi tendono a mitigare i costi di agenzia, a migliorare i flussi di cassa e a ridurre il costo del capitale⁸.

Per questi motivi, appare importante far sì che la struttura retributiva degli amministratori contempli anche i fattori ESG e più in particolare, obiettivi ambientali e sociali a lungo termine⁹; in altri termini, per riprendere le parole del SEC Commissioner Allison Herren Lee “*executive compensation is a powerful tool for achieving strategic company goals aside from financial ones.*”¹⁰

2. La principale normativa europea in tema di politica di remunerazione degli amministratori.

Un tema che appare trasversale ai dibattiti intorno alla questione della sostenibilità è quello dell'orizzonte temporale cui le imprese devono dirigersi.

In particolare, l'emersa necessità di ampliare il novero di interessi da tenere in considerazione nella gestione dell'impresa implica un rafforzamento delle visioni di lungo periodo¹¹: tra *stakeholderism* e *long-termism* sussiste una stretta relazione¹².

In questa prospettiva, diverse novità legislative¹³ tentano di affermare una prospettiva a lungo termine poiché appare che l'orientamento al breve termine abbia portato gli amministratori ad assumere rischi elevati per garantire un ritorno economico-finanziario elevato e che i soci non svolgano un'accurata attività di monitoraggio sull'operato dei gestori.

Il legislatore, con le nuove regole normative, tiene conto del fatto che sono gli amministratori a definire politiche di gestione pertanto è apparso necessario, da un lato,

⁸ D. H. Tran, *Multiple corporate governance attributes and the cost of capital – Evidence from Germany*, 2014, *The British Accounting Review*, volume 46.

M. Jensen and William Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 1976, *Journal of Financial Economics*.

⁹ Y. Ji, *Top management team pay structure and corporate social performance*, 2015, *Journal of General Management*.

¹⁰ A. Barbarino, *SEC Commissioner says executive compensation should be tied to ESG*, 2021, *Law360*.

¹¹ F. Denozza, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, 2021, *Rivista Orizzonti del diritto commerciale*, fascicolo 1.

¹² *Ibidem* nota 11.

M. Stella Richter jr, *Long-Termism*, 2021, *Rivista delle società*, fascicolo 1.

¹³ Ad esempio, si fa riferimento, a livello europeo, alla riforma francese, *le Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises* (LOI numéro 486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises), che ha modificato l'art.1833 del *Code Civil* precisando che l'attività degli amministratori deve essere finalizzata alla promozione della creazione di valore nel lungo periodo tenendo conto delle problematiche sociali e ambientali dell'attività delle società. Inoltre, ci si riferisce alla SHRD II, alla CSDD e al codice di *corporate governance* di cui si discorrerà nel corso di questo articolo.

incrementare l'attività di monitoraggio dei soci e, dall'altro, legare la remunerazione degli amministratori a obiettivi di lungo termine.

A questo proposito, degne di menzione sono la *shareholder rights directive II* (SHRD II)¹⁴ e la *corporate sustainability due diligence directive* (CSDD)¹⁵.

La SHRD II ha sottolineato l'importanza dell'attività di monitoraggio da parte degli azionisti verso l'attività gestoria rimarcando l'esigenza di incrementare la *voice* degli *shareholders* nelle assemblee sociali, specie con riguardo alle politiche di remunerazione degli amministratori.¹⁶

La CSDD vuole migliorare le pratiche di *corporate governance* responsabilizzando le imprese rispetto agli impatti negativi e quindi, mitigando i rischi e gli impatti sui diritti umani e sull'ambiente. In particolare, con riguardo al tema del compenso degli amministratori, viene stabilito che le società tengono debitamente conto dell'adempimento degli obblighi di definizione del piano per la lotta ai cambiamenti climatici al momento della determinazione della remunerazione variabile degli amministratori se quest'ultima è connessa al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società.¹⁷

2.1 La Shareholder Rights Directive II: il say on pay.

Fu la crisi finanziaria di inizio secolo ad accendere ancor di più il dibattito sulla remunerazione degli amministratori, tanto è vero che dinanzi al Congresso degli Stati Uniti, Lehmann Brothers dichiarò che il comitato compensazione aveva speso molti fondi per allineare gli interessi degli *executives* e degli impiegati a quelli degli azionisti¹⁸.

¹⁴ Direttiva Ue numero 828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva numero 36 del 2007 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

¹⁵ Proposta di direttiva numero 7 del 2022 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva Ue numero 1937 del 2019.

¹⁶ E. Gliozzi, *Lo short-termism e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, 2020, Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, fascicolo 3.

¹⁷ Si veda il Considerando 51 e l'art.15 paragrafo 3 della Proposta di direttiva numero 7 del 2022.

¹⁸ United States House Committee on Oversight and Government Reform, *Hearing del 6 ottobre 2008*, disponibile sul sito congress.gov.

Nel rapport finale della *Financial Crisis Inquiry Commission* si evidenzia come all'originarsi della crisi avevano contribuito anche politiche retributive scorrette come, ad esempio, il parametrare la remunerazione dei dirigenti responsabili dei mutui *subprime* sulla base del totale delle emissioni o legare i compensi al ROE.

The Financial Crisis Inquiry Commission, *Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*, 2011, disponibile sul sito fcic.law.stanford.edu.

In tal senso anche, V. Calandra Buonauro, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di controllo e amministrazione*, 2011, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze.*, UTET e C. Confortini, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, 2011, Contratto e impresa, volume 27, numero 4-5.

Con questo non si vuole porre l'accento sul *quantum* dei compensi poiché la corresponsione di una buona retribuzione è funzionale ad attirare e mantenere i *managers* migliori e a incentivare gli amministratori a contribuire effettivamente alla strategia e alla *performance* d'impresa¹⁹.

Al contrario, si vuole sottolineare che un sistema retributivo come quello di Lehman Brothers inaspriva il conflitto d'interessi tra azionisti e *top managers*, essendo fondato sul premiare i risultati dirigenziali di breve termine, a scapito degli interessi di lungo periodo degli azionisti²⁰.

Proprio la necessità di dare maggior rilievo agli obiettivi di lungo termine e la consapevolezza che le politiche di remunerazione hanno effetto sul processo di assunzione delle decisioni gestorie e sulla propensione al rischio degli amministratori, sono a fondamento degli interventi della Commissione europea nel corso degli anni²¹.

La prima raccomandazione in tema è la numero 913 del 2004²² finalizzata a favorire l'applicazione di una normativa adeguata circa la remunerazione degli amministratori delle società negli Stati Membri.

In particolare, la raccomandazione invita a incrementare la trasparenza nei confronti degli investitori e introduce la regola del *say on pay*.

La comunicazione di un resoconto chiaro ed esauriente della politica remunerativa permette un incremento di fiducia nell'investitore: nel resoconto, dovrebbero essere evidenziate le forme di remunerazione integrativa (senza con ciò, rilevare le informazioni commerciali riservate), le politiche contrattuali dei amministratori (con specifico riferimento al periodo di preavviso e al trattamento di fine rapporto) e i guadagni dei singoli amministratori.

Inoltre, la dichiarazione relativa alla remunerazione di una società dovrebbe includere una sintesi dell'applicazione della politica delle remunerazioni nel precedente esercizio finanziario e dovrebbe mettere in rilievo i cambiamenti significativi nella politica delle remunerazioni della società quotata rispetto all'esercizio finanziario precedente²³.

¹⁹ A. Zattoni, *Corporate Governance. How to design good companies.*, 2020, Bocconi University Press, EGEA s.p.a. .

²⁰ *Ibid* nota 19.

M. Campobasso, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana.*, 2011, Rivista delle società, fascicolo 4.

²¹ I. Capelli, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, 2019, Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale, fascicolo 2.

²² Raccomandazione della Commissione numero 385 del 14 dicembre 2004 relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate.

²³ All'art.3.3 sono indicate le informazioni da includere nella dichiarazione relative alle remunerazioni: a) spiegazione delle componenti variabili e fisse; b) informazioni sui criteri di valutazione delle prestazioni

Tale dichiarazione dovrebbe anche essere sottoposta a votazione nell'assemblea generale annuale degli azionisti. Tuttavia, sebbene ai sensi dell'articolo 4.2 il voto assembleare può essere vincolante o consultivo, la svolta apportata da questa raccomandazione è la sottoposizione al preventivo giudizio degli azionisti della politica di remunerazione, facendo sì che il tema dei compensi manageriali divenga parte integrante della *governance* societaria.

Inoltre, appare di rilievo, anche l'attenzione verso i piani di *stock options*, i quali dovrebbero anche essi essere sottoposti all'approvazione preliminare degli azionisti mediante una risoluzione dell'assemblea generale annuale e deve essere loro chiarito come la società intenda procurarsi le azioni necessarie.

La raccomandazione 385 del 2009²⁴ che integra quella di cui si è trattato fin d'ora introduce nuovi principi volti a definire una struttura retributiva più sana e quindi, finalizzati ad evitare una nuova crisi finanziaria come quella degli anni 2008-2009.

La Commissione Ue pone l'accento sull'esigenza di promuovere la sostenibilità a lungo termine della società mediante una politica retributiva che ben bilanci la componente fissa e quella variabile. Infatti, viene ampiamente disciplinata questa seconda componente del compenso degli amministratori.

La parte variabile dovrebbe essere collegata a criteri predeterminati e misurabili, includendo anche parametri non finanziari. Il versamento delle componenti variabili della remunerazione di valore significativo dovrebbe essere dilazionato per un certo periodo di tempo, ad esempio 3 o 5 anni, e subordinato al conseguimento dei risultati²⁵.

Con riferimento alla remunerazione basata su azioni, le società sono incoraggiate a definire la quantità di azioni che gli amministratori dovrebbero conservare fino a fine

sui quali è basato il diritto di opzione su azioni o altre componenti variabili della remunerazione; c) indicazione della correlazione fra remunerazione e prestazioni; d) informazioni circa la corresponsione di premi annuali e di ogni altra prestazione non monetaria; e) una descrizione delle principali caratteristiche dei regimi pensionistici e di prepensionamento per gli amministratori.

²⁴ Raccomandazione della Commissione numero 385 del 30 aprile 2009 che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate.

Questa raccomandazione integra anche la raccomandazione numero 162 del 2005 di cui si discorrerà nel paragrafo 3.1.

²⁵ Ai sensi del Considerando 8, i regimi che prevedono per gli amministratori una remunerazione in azioni, opzioni su azioni o altri diritti di acquisto di azioni oppure in base alle variazioni di prezzo delle azioni, dovrebbero essere in maggior misura collegati al conseguimento di obiettivi e alla creazione di valore aggiunto a lungo termine da parte della società. Pertanto, alle azioni occorre applicare un opportuno periodo di acquisizione dei diritti, in cui il conferimento è subordinato al conseguimento di certi risultati. Le opzioni su azioni e i diritti di acquisire azioni oppure di essere remunerati in base alle variazioni del prezzo delle azioni, dovrebbero poter essere esercitati soltanto al termine di un adeguato periodo e l'esercizio di tali diritti dovrebbe essere vincolato al conseguimento di determinati risultati. Sarebbe opportuno obbligare gli amministratori che detengono azioni delle società a conservare una quota di tali azioni fino alla fine del loro mandato, in modo da evitare ulteriori conflitti d'interesse.

mandato per poter rientrare dei costi eventualmente sostenuti per acquistare le azioni stesse (*share retention*).

Tale componente variabile, inoltre, dovrebbe essere soggetta a dei limiti stabiliti dalla società e quella fissa dovrebbe permettere di trattenere le componenti variabili della remunerazione in caso non siano soddisfatti i criteri relativi alla *performance*²⁶.

Infine, al Considerando 10, si sottolinea l'importanza della *voice* degli azionisti, i quali dovrebbero essere incoraggiati a partecipare alle assemblee generali e a usare nel modo opportuno i loro diritti di voto.

Nel 2017, la Commissione Ue ha adottato la *shareholders rights directive II*²⁷ (SHRD II) la quale, a differenza delle precedenti raccomandazioni, pone l'accento non solo sulla politica di remunerazione bensì anche sui diritti di *voice* degli azionisti.

La *Shareholder Rights directive II* mira a incoraggiare il coinvolgimento a lungo termine degli azionisti per garantire che vengano prese decisioni per la stabilità nel lungo periodo di una società e per tenere conto delle questioni ambientali e sociali. In particolare, la direttiva mira a facilitare l'identificazione degli azionisti e i flussi informativi tra questi ultimi e la società, a migliorare la sorveglianza sulla remunerazione degli amministratori, a regolamentare le operazioni con parti correlate e a introdurre un maggior livello di trasparenza.

La politica di remunerazione degli amministratori è definita come parte integrante della strategia societaria, in quanto contribuisce al perseguimento di interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. Tutto questo ha l'effetto di allineare in una certa misura gli interessi degli azionisti con quelli degli amministratori, poiché essi saranno portati, non tanto a massimizzare il guadagno nel breve periodo, ma piuttosto a gestire le risorse della società in modo più lungimirante e razionale giungendo sino alla sostenibilità ambientale e al dar rilievo agli interessi degli *stakeholders*.

Inoltre, considerando il ruolo fondamentale degli amministratori, gli azionisti devono poter esprimere i loro pareri in materia di politica remunerativa, pertanto, deve essere concesso loro il diritto di votare la relazione sulla remunerazione della società.

²⁶ Ai sensi dell'art. 3.4, si raccomanda l'inserimento delle clausole di *claw-back* nei contratti con gli amministratori. Queste clausole consentono alle società di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate sulla base di dati che in seguito sono risultati manifestamente errati.

²⁷ Direttiva Ue numero 828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva numero 36 del 2007 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

La SHRD II modifica la SHRD I la quale, però, non riuscì a ben orientare le politiche societarie verso il *long-termism*.

R. Federico e E. Ruggiero, *Il recepimento in Italia della SHRD II*, 2021, Wolters Kluwer, CEDAM.

Quest'ultima viene delineata come una relazione chiara, comprensibile e completa e deve fornire un quadro completo circa la remunerazione dei singoli amministratori nel corso dell'ultimo esercizio. Per garantire maggiore trasparenza, qualora gli azionisti votino contro la relazione, la società deve spiegare nella relazione successiva, in che modo ha tenuto conto del voto degli azionisti.

La direttiva ha anche sottolineato l'importanza della pubblicazione della relazione sul sito internet della società, viene così creato un canale informativo rivolto non solo agli azionisti, ma anche ai potenziali investitori e portatori di interesse: questa comunicazione è necessaria per consentire agli azionisti di valutare la remunerazione degli amministratori ed esprimere il loro parere in merito alle modalità e al livello del compenso degli amministratori nonché in merito alla correlazione tra il compenso e i risultati di ogni singolo amministratore, al fine di porre rimedio a potenziali situazioni in cui l'importo della remunerazione di un amministratore non sia giustificato sulla base dei risultati conseguiti individualmente e dalla società e, ancora di più, permette agli utenti esterni di valutare non solo la remunerazione, ma anche in che misura questa risulti correlata ai risultati conseguiti dalla società e in che modo la società attui la propria politica di remunerazione.

Per consentire un maggior controllo da parte degli azionisti e permettere loro di esprimere il prossimo voto in modo sempre più informato, è importante che ogni componente e l'importo totale della remunerazione di ciascun amministratore sia soggetto a *disclosure*.

Dal momento che la politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere da obiettivi a breve termine, i risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri finanziari e non finanziari tra i quali i fattori ESG.

La valutazione deve essere svolta perciò non solo su base annuale, ma anche per un periodo di tempo appropriato per consentire agli azionisti e agli altri *stakeholders* interessati, di valutare se la remunerazione realmente incentivi verso i risultati a lungo termine e di misurare l'evoluzione nel medio e lungo periodo dei risultati e della remunerazione stessa.

Si evidenzia che l'influenza degli *stakeholder* sulla definizione delle politiche di remunerazione non è ingente, tuttavia ciò è bilanciato dai rilevanti oneri informativi a carico della società e dal possibile danno reputazionale a cui la società stessa potrebbe esporsi, in caso di non completa ottemperanza dei suddetti obblighi.

In Italia, la trasparenza della politica di remunerazione è stata oggetto di un'intensa attività normativa culminata con l'introduzione del decreto legislativo n°49 del 2019 attuativo della *Shareholder rights directive II* che ha modificato l'art.123-ter del Testo unico della finanza.

Ai sensi di questo, la relazione sulla remunerazione si compone di due sezioni redatte e approvate dal consiglio di amministrazione²⁸ e da sottoporre successivamente al voto assembleare.

La prima sezione illustra la politica della società in materia di remunerazione, le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica. La politica di remunerazione deve essere sottoposta al voto dei soci con cadenza almeno trimestrale e ogni volta che vi è una modifica della stessa. I compensi sono attribuiti solo in conformità con i piani di remunerazione, anche se, in circostanze eccezionali²⁹, è possibile derogarvi temporaneamente sulla base delle condizioni procedurali previsti dai piani stessi.

La deliberazione assembleare sulla prima sezione è vincolante; qualora i soci non approvino la relazione di cui al comma 3-bis, le remunerazioni sono corrisposte in modo conforme alla relazione più recente o alle prassi vigenti.

La seconda sezione illustra per ogni componente dell'organo amministrativo e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata salvo quanto previsto dal regolamento Consob, per i dirigenti con responsabilità strategiche, ogni voce che compone la remunerazione, i compensi corrisposti ad ogni titolo e in ogni forma ed infine, illustra come è stato tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione.

Il voto assembleare su quest'ultima sezione non è vincolante e l'esito è reso accessibile per la conoscenza del pubblico.

Il voto sulla seconda sezione, seppur si tratti di *advising vote*, è molto importante per diversi motivi: esso è materia posta all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per deliberare sulla destinazione dell'utile o per l'approvazione del bilancio, quindi, è caratterizzato da maggior frequenza rispetto al voto sulla prima sezione che ha periodicità almeno trimestrale; il voto ha ad oggetto l'adeguatezza della politica remunerativa definita dagli amministratori ed esprime più o meno implicitamente la

²⁸ Se la società ha adottato il sistema dualistico, la relazione è approvata dal consiglio di sorveglianza su proposta, limitatamente alla seconda sezione, del consiglio di gestione.

²⁹ Sono circostanze ove è necessaria la deroga al fine di perseguire interessi a lungo termine e la sostenibilità ambientale o per assicurare la capacità di stare sul mercato.

qualità del rapporto tra *principles* e *agents*; infine, l'eventuale voto contrario sulla seconda sezione ha effetti reputazionali notevoli poiché il pubblico entra in possesso di precise e plurime informazioni, come ad esempio, il numero di voti contrari, astenuti e favorevoli³⁰.

2.2 Lo studio sui doveri degli amministratori e sulla sostenibilità della governance condotta da Ernest & Young e la proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence*.

La questione dell'orizzonte temporale è un filo rosso che caratterizza il dibattito sulla sostenibilità.

Difatti, il *framework* normativo delineato dalla Ue tenta di affermare una prospettiva di lungo termine poiché appare che l'orientamento al breve termine abbia portato gli amministratori ad assumere rischi elevati per garantire un ritorno economico-finanziario elevato e che i soci non svolgono un'accurata attività di monitoraggio sull'operato dei gestori.³¹

A questo proposito, la Commissione europea ha pubblicato nel 2020 lo *Study on directors' duties and sustainable corporate*³² ove sono state valutate le cause dello *short-termism* nella *governance* societaria in relazione all'attuale quadro normativo e sono state individuate le possibili soluzioni da applicare a livello europeo per raggiungere i *sustainable development goals* e gli obiettivi fissati dall'accordo di Parigi.

Questo Studio ha rilevato che la tendenza delle società quotate a concentrarsi sui vantaggi a breve termine³³ degli azionisti piuttosto che su una prospettiva di lungo termine è dovuta a sette fattori chiave: i doveri degli amministratori verso la questione

³⁰ I. Capelli, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, 2019, op. cit. alla nota 21.

³¹ F. Denozza, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, 2021, op. cit. alla nota 11.

³² Ernst & Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate*, 2020, disponibile sul sito www.op.europa.eu.

³³ Il breve termine viene valutato in base ai *payouts* ossia all'evoluzione dell'ammontare dei fondi netti utilizzati per pagare i dividendi agli azionisti o per operazioni di riacquisto di azioni proprie rispetto all'ammontare destinato all'autofinanziamento.

Il trattamento dei *payouts* è indice dello *short-termism* poiché sono funzionali a definire la strategia aziendale e da quanto emerge dall'analisi svolta nello Studio, dagli anni '80 si è assistito al passaggio da un modello *retain-and-reinvest* a un modello *downsize-and-distribute*.

Nello Studio, cui si rinvia è svolto un'approfondita analisi sui *payouts* e per un approccio critico si rimanda a M. J. Roe, H. Spamann, J. M. Fried, C. C.Y. Wang, M. Ramseyer, A. Ferrell, R. Kraakman, L. A. Bebchuk e R. C. Clark, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's "Study on directors' duties and sustainable corporate governance". Response to the European Commission's call for feedback on its Sustainable Corporate Governance initiative*, disponibile sul sito www.ec.europa.eu.

ESG non sono definiti chiaramente , così come non è indicato se essi possono perseguire interessi diversi da quelli dei soli azionisti; gli investitori fanno pressione sul consiglio di amministrazione per ottenere ritorni a breve termine; le imprese non sono in grado di attuare una strategia che tenga adeguatamente conto degli impatti e dei rischi ambientali e sociali che la sua attività produce; la struttura della remunerazione degli amministratori e la composizione del consiglio di amministrazione non incentivano alla creazione di valore nel lungo periodo; sono assenti delle tecniche che permettano di procedimentalizzare gli interessi degli *stakeholders*.

A fronte di queste criticità, l'Ue nei suoi interventi legislativi dovrebbe seguire tre linee guida principali: rafforzare il ruolo degli amministratori nel perseguimento degli interessi a lungo termine della società; aumentare il grado di responsabilità di questi nei processi decisionali e promuovere politiche di governo sociale sostenibili.

Segnatamente ai doveri degli amministratori, si invita la Commissione a condurre una campagna di sensibilizzazione finalizzata, da un lato, a chiarire che, nell'esercizio del potere gestorio, gli amministratori sono tenuti a bilanciare gli interessi degli azionisti, gli interessi a lungo termine (inteso come un orizzonte temporale di 5-10 anni) della società e quelli degli *stakeholder* (questi ultimi sono stati individuati nei dipendenti, clienti, l'ambiente e la comunità) e, dall'altro, a promuovere il principio secondo cui, identificare e mitigare i rischi e gli impatti per la sostenibilità fa parte del loro dovere di diligenza.

Con riguardo alla remunerazione degli amministratori, nello Studio sui doveri degli amministratori e sulla sostenibilità della *governance*³⁴, si sottolinea che essa rappresenta un fattore che influisce sulla propensione al rischio dei gestori e influisce sull'orizzonte temporale considerato nella strategia d'impresa. In particolare, si sostiene che la remunerazione *stock-based* induca gli amministratori a esercitare il potere gestorio al fine di aumentare il prezzo delle azioni massimizzando perciò stesso il valore per loro stessi e per gli azionisti, a scapito della sostenibilità a lungo periodo dell'impresa; per giunta, seppur la pratica di collegare le prestazioni degli amministratori a indicatori finanziari e non è una tendenza crescente, quest'ultima risulta ancora molto limitata.

Nello Studio, di conseguenza, si prospetta che sia necessario limitare la capacità di vendita delle azioni estendendo il loro periodo di maturazione e incoraggiare le società (mediante una campagna di sensibilizzazione operata dalla Commissione) a collegare

³⁴ Ernst & Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate*, 2020, op. cit. alla nota 32.

la remunerazione a *key performance indicators* non finanziari, magari modificando la SHRD II al fine di introdurre un obbligo così strutturato.³⁵

Le soluzioni proposte dallo Studio sono state considerate, anche se in modo approssimativo, nella stesura della proposta di direttiva CSDD³⁶ ove viene stabilito che le società tengono debitamente conto dell'adempimento degli obblighi di definizione del piano per la lotta ai cambiamenti climatici al momento della determinazione della remunerazione variabile degli amministratori se quest'ultima è connessa al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società.³⁷

La proposta di direttiva in materia di *corporate sustainability due diligence*³⁸ (CSDD) è stata approvata dalla Parlamento europeo in prima lettura a giugno del 2023.

Questa proposta elenca alcune disposizioni di principio fondate sul dovere dell'impresa di rispettare i diritti umani, l'ambiente naturale e le regole di buon governo.³⁹ Più in particolare, si propone di definire un *framework* in base al quale le società possono contribuire alla transizione economica e sociale mediante l'adozione di comportamenti diligenti tali da minimizzare o prevenire l'impatto negativo sui diritti umani e sull'ambiente.⁴⁰

La proposta, in primo luogo, impone alle imprese di dotarsi di una "strategia di dovuta diligenza" (art. 4) descritta da sei caratteristiche essenziali. La società è tenuta all'integrazione della diligenza nelle sue politiche predisponendo apposite procedure di consultazione con i portatori d'interesse (art.5); deve individuare, prevenire, attenuare e

³⁵ Queste soluzioni proposte fanno sorgere diverse problematiche. In primo luogo, non vengono date indicazioni specifiche circa la quantificazione delle metriche ESG cui fare riferimento. In secondo luogo, lo Studio di riferisce solo alla componente variabile della remunerazione che, sebbene sia in grado di orientare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti, non è la parte sostanziale della retribuzione stessa. Quindi, ci si chiede quanto sarebbero davvero efficaci le soluzioni proposte nel riorientare gli amministratori verso un orizzonte di lungo periodo.

Infine, appare arduo individuare quali siano gli *stakeholders* rilevanti cui fare riferimento. In questo senso, appare opportuno predisporre adeguate procedure per la determinazione degli interessi rilevanti.

I. Capelli, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, 2019, op. cit. alla nota 21; G.D. Mosco e R. Felicetti, *Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna*, 2022, destinato al Volume di Studi in onore di Paolo Montalenti, edizione Giappichelli.

³⁶ Proposta di direttiva numero 7 del 2022 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva Ue numero 1937 del 2019.

³⁷ Si veda il Considerando 51 e l'art.15 paragrafo 3 della Proposta di direttiva numero 7 del 2022.

³⁸ Proposta di direttiva numero 7 del 2022 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva Ue numero 1937 del 2019.

³⁹ La tecnica legislativa sfruttata è quella di dare indicazioni di carattere generale, da specificare poi in sede interpretativa e applicativa. M. Libertini, *Sulla proposta di direttiva Ue su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, 2021, Rivista delle società, fascicoli 2-3.

⁴⁰ G.D. Mosco e R. Felicetti, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva Ue in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, 2022, op. cit. alla nota 4.

arrestare gli impatti negativi potenziali ed effettivi causati dalle sue attività o da quella delle sue filiazioni (artt.6-7-8).

Le società, inoltre, dovrebbero permettere ai terzi di presentare reclamo qualora essi nutrano un legittimo timore sugli impatti, effettivi o potenziali, negativi sociali e ambientali dell'attività della società stessa, delle attività delle sue filiazioni e della catena del valore cui partecipa (art.9 par.1). I legittimati a proporre reclamo sono le persone colpite da un impatto negativo o che hanno fondati motivi di ritenere di poterne essere colpite, i sindacati (e altri rappresentanti dei lavoratori) delle persone che lavorano nella catena del valore interessata e le organizzazioni della società civile attive nei settori collegati alla catena del valore interessata.

Le società dovrebbero predisporre adeguate procedure per il trattamento dei reclami e i lavoratori devono essere compiutamente informati sulle caratteristiche di tali procedure.

Ai sensi dell'art.19 della Proposta in esame, ogni persona fisica o giuridica ha il diritto di trasmettere una segnalazione circostanziata all'autorità di controllo qualora ritenga che una società non rispetti le disposizioni nazionali conformi alla presente direttiva. L'autorità di controllo è tenuta poi a informare il ricorrente a seguito della valutazione della segnalazione dando motivazione circa l'esito.

L'autorità di controllo, qualora ritenga di avere sufficienti informazioni a disposizione, può avviare un'indagine e, una volta conclusa, può ordinare la cessazione della trasgressione accertata e l'astensione da qualsiasi reiterazione della condotta in questione ed eventualmente può definire dei provvedimenti correttivi. Essa può anche applicare sanzioni pecuniarie⁴¹ e può definire delle misure funzionali a scongiurare il rischio di danni gravi e irreparabili.⁴²

Infine, le società devono predisporre adeguati sistemi di monitoraggio dell'efficacia della politica e delle misure di diligenza e quelle non vincolate dagli obblighi di comunicazione di cui agli artt. 19-*bis* e 29-*bis* della direttiva 2013/34/UE, devono pubblicare annualmente sul proprio sito web una dichiarazione che riferisca sulle materie disciplinate da tale proposta di direttiva.

⁴¹ In conformità con l'art. 20 della Proposta di direttiva numero 51 del 2020 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva Ue 2019/1937.

⁴² Questa disposizione, in sintesi, permette a una decisamente ampia platea di svolgere la segnalazione e non solo a una cerchia ristretta di *stakeholders* e la segnalazione può essere svolta a prescindere dall'effettiva sussistenza di un danno o a un diretto interessamento alla violazione della società. G.D. Mosco e R. Felicetti, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva Ue in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, 2022, op. cit. alla nota 4.

È stato rilevato⁴³ che gli articoli 25 e 26 della proposta di direttiva individuano in capo agli amministratori il dovere di agire nell'interesse superiore delle società, tenendo anche in debito conto delle questioni ESG. Di conseguenza, sebbene tale proposta di direttiva introduca un approccio *multi-stakeholders*⁴⁴, essa non attribuisce agli *stakeholders* poteri incisivi per indirizzare l'attività d'impresa ma garantisce "soltanto" un diritto di *voice* che non obbliga le società ad adottare politiche sostenibili, bensì le incentiva.⁴⁵

Più in generale, la proposta di direttiva si pone del piano dell'Unione finalizzato a definire un modello di riferimento globale di condotta responsabile delle imprese. (Considerando 13). Tuttavia, da più parti è stato rilevato come sotto diversi profili la proposta appaia caotica e poco chiara, specie con riferimento alla definizione di "good governance" o a quella di "impatti negativi".⁴⁶

3. La remunerazione degli amministratori nel codice di *corporate governance*.

L'Unione europea pone molta attenzione ai temi della sostenibilità, tanto è vero che ha dapprima promosso il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile⁴⁷ e poi, in ottica di continuità con questo piano, la Commissione Ue, nel 2019, ha approvato il *Green Deal*⁴⁸.

Appare importante ricordare l'azione 10 del Piano europeo ove si sottolinea che il governo societario deve essere trasformato in un governo societario sostenibile e proprio nell'alveo dell'azione 10, si inserisce la proposta di direttiva sulla CSDD che introduce, come detto in precedenza, obblighi di *due diligence* sia in capo alle imprese sia in capo agli amministratori al fine di determinare una strategia di lungo termine che, a sua volta, consenta di combattere il cambiamento climatico.

⁴³ *Ibid* nota 42.

⁴⁴ S. Rossi, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, 2021, Rivista Orizzonti di diritto commerciale, fascicolo 3.

⁴⁵ E. Barcellona, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, 2022, Rivista delle Società, fascicolo 1.

⁴⁶ Per un maggior approfondimento in tal senso, si rinvia a G.D. Mosco e R. Felicetti, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva Ue in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, 2022, op. cit. alla nota 4; U. Tombari, *La proposta di direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, 2021, Rivista delle società, fascicolo 2-3. The european company law experts' group, *The european parliament's draft directive on corporate due diligence and corporate accountability*, 2021, disponibile sul sito eur-lex.europa.eu. M. Ventoruzzo, *Troppa responsabilità per le imprese*, 2021, disponibile in lavoce.info.

⁴⁷ Comunicazione numero 97 del 2018, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile.

⁴⁸ Comunicazione numero 640 del 2019, Il Green Deal europeo.

La proposta di direttiva sulla CSDD, insieme ad altre misure legislative in tema di sostenibilità (si pensi, ad esempio, alla *corporate sustainability reporting directive*⁴⁹) rientra nell'attività dell'Unione volta a dare rango normativo ai principi di governance già sanciti sul piano della *soft law*.⁵⁰

Nell'ambito dell'autodisciplina italiana, il Codice di *corporate governance* del 2020 esordisce definendo il ruolo dell'organo amministrativo delle società quotate: “*l'organo amministrativo guida la società perseguendone il successo sostenibile.*” (principio 1).

Il successo sostenibile è declinato come “*l'obiettivo che guida l'azione dell'organo amministrativo e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo periodo a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholders rilevanti per la società*”⁵¹.

I codici di autodisciplina sono fondamentali nell'ottica di un'auspicata modifica dell'attuale sistema, in quanto, non avendo valore cogente, garantiscono alle imprese margini di flessibilità per implementare un proprio modello di *governance*.

Difatti, con riguardo alla questione della remunerazione degli amministratori, il codice italiano delinea le generalità di una buona politica societaria.

Ai sensi dell'art. 5, principio XV di tale codice, la politica di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti apicali è funzionale al perseguimento del successo sostenibile.

La politica di remunerazione degli organi apicali della società deve essere congeniata in modo da “attrarre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società.” (Principio XV del Codice di Corporate governance 2020).

Il codice, inoltre, distingue tra la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management* da quella degli amministratori non esecutivi e indipendenti.

Con riguardo ai primi, la componente fissa e quella variabile di spettanza devono essere bilanciate in modo coerente rispetto agli obiettivi strategici, alla politica di gestione dei rischi, all'attività d'impresa e al settore ove la società opera; inoltre, la componente variabile deve rappresentare una parte significativa della remunerazione

⁴⁹ Direttiva numero 2464 del 2022 del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità.

⁵⁰ Comitato per la *Corporate Governance*, *Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 2022, disponibile sul sito www.consob.it.

⁵¹ In Definizioni del Codice di *Corporate Governance 2020*.

complessiva mentre, la componente fissa deve essere sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministrazione in caso di mancata erogazione di quella variabile.

L'erogazione della remunerazione variabile deve essere collegata ad obiettivi di *performance* predeterminati, misurabili e legati a un orizzonte di lungo periodo e comprendendo anche parametri non finanziari.

Al fine di allineare gli obiettivi degli esecutivi e del *top management* con quello degli azionisti in un orizzonte di lungo periodo i piani di retribuzione basati su azioni (di solito, piani *stock-based* nella forma di *stock grant* definiti su un tempo pari ad almeno cinque anni) sono uno strumento essenziale.

Con riguardo ai non esecutivi e agli indipendenti, il piano retributivo deve essere adeguato alla competenza, professionalità e all'impegno richiesto dai compiti loro attribuiti sia in seno al consiglio di amministrazione sia nei comitati consiliari; tale compenso non è legato a obiettivi di *performance* finanziaria⁵².

Nella Relazione 2022 del comitato per la corporate governance, sono stati valutati i piani di breve periodo (MBO) e di lungo periodo delle società italiane (LTI).

Con riguardo agli MBO, si rileva una crescita delle società che fanno ricorso ai parametri ESG. L'utilizzo di parametri ESG è correlato soprattutto alla grandezza e all'identità dell'azionista di riferimento: in particolare, gli obiettivi ESG sono utilizzati più spesso da società grandi, pubbliche e *widely held* e meno da quelle piccole o familiari. Il peso delle remunerazioni variabili collegate a parametri ESG negli MBO, per le società che lo prevedono, è tuttavia piuttosto limitato, sebbene tale peso rimanga sostanzialmente immutato rispetto all'anno precedente.⁵³

Con riferimento agli LTI, si evidenzia che quasi tutti i piani collegano i compensi al conseguimento di obiettivi di *performance*. Anche in questo caso, l'utilizzo di parametri ESG è correlato soprattutto alla grandezza e all'identità dell'azionista di riferimento: in particolare, gli obiettivi ESG sono utilizzati più spesso da società grandi, pubbliche e *widely held* e meno da quelle piccole o familiari.

Come per gli MBO, il peso delle remunerazioni variabili collegate a parametri ESG sugli LTI, per le società che lo prevedono, raggiunge dei livelli molto limitati.⁵⁴

⁵² Comitato per la Corporate Governance, *Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, op. cit. alla nota 50.

⁵³ M. Belcredi e S. Bozzo, *Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, 2022*, EDUCatt.

⁵⁴ *Ibid* nota 53..

3.1 Il comitato per la remunerazione.

Ai sensi del principio XVI del codice di *corporate governance*, la politica per la remunerazione è elaborata dall'organo amministrativo. Semplificando, sono gli amministratori a definire i loro stessi compensi.⁵⁵

Appare evidente il conflitto d'interessi che si crea tra *principal* e *agent* e per limitare questo conflitto, il codice di *corporate governance*, raccomanda l'istituzione del comitato endoconsiliare per la remunerazione.

Questo comitato ha il compito di coadiuvare il consiglio di amministrazione nell'elaborazione della politica per la remunerazione; di 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; di monitorare la concreta applicazione della politica per la remunerazione e verificare, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance*; e infine, dovrebbe valutare periodicamente l'adeguatezza e la coerenza complessiva della politica per la remunerazione degli amministratori e del *top management*.

Il comitato remunerazioni è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente. Un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive da parte di almeno un componente del comitato è una valutazione che l'organo di amministrazione dovrebbe svolgere in sede di nomina.

4. La remunerazione *pay for performance* e i piani di *stock option*.

La remunerazione degli amministratori è generalmente composta da una parte variabile e da una parte fissa. Quest'ultima è una quota costante e predeterminata erogata mensilmente⁵⁶.

La parte variabile, invece, si compone, a sua volta, di *short-term incentives* e *long-term incentives*. Gli *short-term incentives* collegano una parte della remunerazione a indicatori di *performance* a breve termine come, ad esempio, il risultato di esercizio o i

⁵⁵ F. Mucciarelli, *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, 2014, Analisi giuridica dell'economia, il Mulino.

⁵⁶ Questa quota è tendenzialmente definita facendo riferimento alla comparazione con i *peers* con ciò si produce il cosiddetto *ratchet effect* ossia l'incremento dell'ammontare medio della parte fissa dovuto all'aumento del quantum stabilito dalle singole imprese.

A. Zattoni, *Corporate Governance. How to design good companies.*, 2020, op. cit. alla nota 19.

quarterly results. Essi possono essere pagati in *cash* oppure in azioni e hanno lo scopo di incentivare i *manager* a raggiungere gli obiettivi di breve periodo⁵⁷.

Gli *short-term incentives* sono molto utilizzati nella prassi per una serie di ragioni: sono semplici da verificare essendo legati a metriche finanziariamente comuni; permettono ai *manager* di comprendere il legame tra *performance* e remunerazione e quindi, essi sono in grado di predire le conseguenze della loro gestione; infine, promuovono una più elevata efficienza.

Tuttavia, questo piano remunerativo presenta talune questioni problematiche.

In primo luogo, gli indicatori di breve periodo utilizzati possono indurre i *managers* ad attuare una politica gestoria che tenga conto esclusivamente degli interessi di breve termine (*managerial myopia*).

A questo consegue, in secondo luogo, il probabile incremento dei problemi di agenzia tra amministratori e azionisti, in quanto, essendo considerati soprattutto valori come EBIT, ROI e *net income* che sono *backward-looking measures*, è possibile che la gestione potrebbe essere orientata verso scelte ad alto rischio incrementando il valore nel breve periodo ma che possono produrre effetti decisamente spiacevoli nel lungo termine.

Diversamente, i *long-term incentives* sono legati a obiettivi di lungo periodo che coincidono con misure a orizzonte temporale superiore a un anno o con misure finanziarie come le *share performance*. Tali incentivi sono funzionali a limitare effetti negativi degli STI⁵⁸.

I piani *equity* o *share-based* sono essenziali per allineare gli interessi a lungo termine degli azionisti e degli amministratori, per promuovere l'innovazione e la creazione di valore, per attrarre le figure professionali più talentuose e per ridurre i costi legati all'erogazione delle remunerazioni.

Gli *equity incentive plans* possono essere distinti in due principali categorie: *stock option plans*⁵⁹ e *non stock option plans*. I primi attribuiscono ai dipendenti il diritto di

⁵⁷ Gli indicatori di riferimento possono essere o legati al bilancio (*turnover, leverage, EBIT, ecc.*) o a misure strategiche (M&A, quotazione, ecc.).

Ibid nota 56.

⁵⁸ *Ibid* nota 56.

M. Conyon, *Executive compensation and incentives*, 2006, Academy of management perspectives, volume 20

⁵⁹ I piani di *stock option* hanno delle caratteristiche comuni. Con riguardo ai beneficiari, solitamente essi sono il gruppo dei *top managers* ma talvolta, i beneficiari possono anche essere tutti i dipendenti (*broad-based plans*).

Il *vesting period* è il periodo in cui le opzioni non sono ancora maturate, non possono essere esercitate e ha luogo tra la data di attribuzione e l'inizio del periodo di esercizio.

acquistare azioni della società a un prezzo fisso entro un certo periodo di tempo. I *non-stock option plans* includono le *phantom stocks*, *performance shares*, *stock appreciation rights*, *stock grants* e *restricted stock plans*.

Le *phantom stocks* danno al beneficiario un bonus in azioni o in contanti equivalente all'incremento di valore di un numero specificato di azioni della società entro un predeterminato periodo di tempo.

I *stock appreciation rights* danno al beneficiario un bonus in contanti uguale alla differenza tra il valore di mercato di un certo numero di azioni e il loro *exercise price*.

Le *performance shares* assegnano ai beneficiari un bonus in azioni se sono raggiunti importanti obiettivi di *performance* nel medio e lungo periodo.

Gli *stock grants* sono azioni, gratuite o a condizioni particolarmente favorevoli, assegnate ai dipendenti della società.

I *restricted stock plans* assegnano ai beneficiari un numero di azioni che diventano pienamente disponibili al raggiungimento di determinati obiettivi o alla permanenza del dipendente in azienda per un certo periodo di tempo.

I *stock option plans* e *non stock option plans* differiscono principalmente per due questioni. In primo luogo, si ricorda il diverso profilo di rischio: se lo *share price* è minore del prezzo di esercizio dell'opzione, il titolare può decidere di non esercitare l'opzione; ne consegue che sul titolare dell'opzione incombono i costi per l'emissione dell'opzione stessa che possono essere compensati con altri *benefit*. In secondo luogo, se vengono distribuiti dividendi, il valore delle azioni scende quindi, l'emissione di piani di *stock option* modifica anche la *policy* degli amministratori sul pagamento dei dividendi⁶⁰.

La remunerazione degli amministratori appare essenziale nella *corporate governance*, specie perché è uno strumento idoneo ad attrarre i migliori amministratori e a fidelizzarli⁶¹. Tuttavia, essa è una delle principali fonti di conflitto d'interesse tra

Il periodo di esercizio dell'opzione può essere fissato ad un valore inferiore, uguale o superiore al prezzo di mercato dell'azione alla data di assegnazione. Di solito, le società fissano il prezzo di esercizio a un valore pari al prezzo dell'azione della società alla data di assegnazione.

Infine, tali piani possono imporre vincoli alla capacità dei benefici di disporre delle azioni acquisite col piano (*look-up period*). Questo è essenziale per prevenire un comportamento speculativo e ad evitare la vendita massiva di azioni.

Alessandro Zattoni, *Corporate Governance. How to design good companies.*, 2020, op. cit. alla nota 19.

⁶⁰ A. Baker, *The stock options book*, 2006, NCEO.

B. Hall, *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*, 1998, NBER working paper, numero 6674.

⁶¹ D.U. Santosuosso, *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, s.a., Orizzonti di diritto commerciale.

azionisti e amministratori⁶², tanto è vero che da più parti, come evidenziato in precedenza, si ritiene che sia stata una delle cause della crisi del 2008-2009⁶³.

Al fine di arginare un siffatto conflitto d'interesse, l'Unione europea ha incrementato le procedure di monitoraggio attuate dagli azionisti⁶⁴. In particolare, il regime informativo e il coinvolgimento assembleare hanno lo scopo di contrastare abusi e distorsioni nei regimi remunerativi e questo permette agli azionisti e al mercato di valutare meglio la ragionevolezza delle retribuzioni alla luce delle *performance* sociali.

Inoltre, dal momento che la definizione del sistema retributivo è compito del consiglio di amministrazione sono state anche introdotte regole relative alla composizione del *board* finalizzate a limitare comportamenti opportunistici.

Fondamentale appare l'introduzione degli amministratori indipendenti e non esecutivi i quali, soprattutto se componenti del comitato remunerazione, possono strutturare la remunerazione di modo da renderla adeguata sia ad attrarre e trattenere soggetti che gestiscano con successo la società sia ad allineare gli interessi dei *managers* con quello della creazione di valore a lungo termine degli azionisti⁶⁵.

Appare, quindi, necessario che un buon sistema di retribuzione degli amministratori crei degli incentivi tali da armonizzare le prospettive degli azionisti con quelle dei gestori.

Particolarmente incentivanti appaiono essere le remunerazioni basate sulle *performance (equity-based plans)* tra cui i piani di *stock option*.

Questi piani sono di difficile strutturazione soprattutto con riguardo agli indicatori di *performance*⁶⁶ a cui ancorare le remunerazioni e nello specifico, tale difficoltà è legata all'individuazione dei parametri non finanziari da utilizzare. Questi ultimi sono sempre più integrati nella retribuzione perché testimoniano l'attenzione della società verso il tema della sostenibilità⁶⁷.

⁶² L.A. Bebchuck, J. Fried, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, 2004, Cambridge, Harvard University Press.

⁶³ Si rimanda al paragrafo 2 e alla nota 18.

⁶⁴ Si rimanda ai paragrafi 2 e 2.1.

⁶⁵ D.U. Santosuosso, *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, s.a., op. cit. alla nota 61.

M. Del Linz, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, 2012, Banca Impresa Società, fascicolo 3.

⁶⁶ *Ibid* nota 65.

⁶⁷ L. Bebchuk e L. Tallarita, *The perils and questionable promise of ESG-based compensation*, 2022, Journal of Corporation Law, Harvard law school, Cambridge.

Le metriche ESG sono di ardua individuazione in quanto legate alla vaga definizione di *stakeholder* per cui, di solito, esse sono relative a un ristretto numero di criteri che incontrano gli interessi solo di alcuni *stakeholder*⁶⁸.

Oltre alla problematica individuazione degli obiettivi che la società dovrebbe perseguire anche l'essenza di un metodo di misurazione omogeneo dei fattori ESG contribuisce ai problemi relativi ai KPI di tipo ESG.

Da quanto appena evidenziato, sembra che siano tali circostanze a rendere i parametri non finanziari cui è ancorata la remunerazione alquanto vaghi e di conseguenza, i piani di *stock option* che consentono un approccio più a lungo termine nella gestione dell'impresa risultano di difficile strutturazione.

5. La valutazione della *performance* non finanziaria e il ruolo degli azionisti.

Il versamento della quota variabile agli amministratori dipende, con riguardo al *quantum*, dalla valutazione della *performance* societaria, invece, l'*an* è legato al voto assembleare.

La valutazione della *performance* dell'impresa generalmente implica l'utilizzo di indicatori di tipo finanziario come, ad esempio, l'EBIT o gli FCFO, tuttavia, con l'introduzione nei piani strategici e nelle remunerazioni di obiettivi e di parametri di sostenibilità, appare necessario individuare tecniche di misurazione più adeguate.

Il metodo di analisi dei risultati di una società attualmente più utilizzato è quello del *discounted cash flow* (insieme a quello dei multipli), il quale si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi. Più nello specifico, in base al DCF, l'*enterprise value* rappresenta la capacità dell'impresa di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore, tanto è vero che nella formula⁶⁹ vengono considerati i flussi di cassa operativi nel periodo di

⁶⁸ Gli *stakeholder* hanno interessi diversi tra loro per oggetto e per dimensione per cui è molto difficile individuare un insieme di criteri un'irrealmente accettato.

Ibid nota 67.

⁶⁹ La formula che esprime il valore d'azienda secondo il metodo del DCF è la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OF CF_t}{(1+WACC)^t} + V_f - D - M + SA$$

EV indica l'*enterprise value* ovvero il valore di mercato del patrimonio netto.

$OF CF_t$ indica i flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita.

WACC: è il tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale.

n è il numero di anni considerati nella previsione.

V_f è il valore finale attualizzato dell'azienda, ossia il valore attuale dei flussi di cassa operativi relativi agli anni (n+1) e seguenti. Questa è una grandezza di sintesi che può essere calcolata con diverse formule.

D indica la posizione finanziaria netta calcolata come totale dei debiti finanziari sia a breve sia a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio facilmente liquidabili; ove possibile, i debiti devono essere espressi a valori di mercato.

previsione esplicita attualizzati al *weighted average cost of capital*, il valore finale dell'impresa, la posizione finanziaria netta, le *minorities* e i *surplus assets*.

In realtà, le informazioni in materia ESG sono strettamente connesse alle informazioni di tipo finanziario⁷⁰, difatti, generano un impatto su ciascuna delle variabili principali considerate nel DCF.

In primo luogo, i fattori ESG devono essere tenuti in considerazione nell'ambito dell'analisi e della progettazione dei flussi di cassa operativi attesi specie qualora si prospettino investimenti in progetti *green* dai quali possa generare una riduzione dei flussi stessi.

In secondo luogo, rispetto al tasso di attualizzazione WACC, bisogna tener conto anche dei rischi ESG. Inoltre, importante è la capacità delle imprese di anticipare e di adattarsi ai *trends* mediante i suoi prodotti e le sue azioni e, in questo senso, i criteri ESG hanno effetto anche sul valore finale.

Infine, l'arco temporale da considerare è quello di lungo periodo e il tempo ha incidenza su tutta la formula e, di conseguenza, sul risultato finale.⁷¹

Nello studio *Five ways that ESG creates value*⁷², si evidenzia che i fattori ESG influenzano i flussi di cassa in diversi modi. Innanzitutto, se un'impresa tiene conto di tali fattori, può attirare le preferenze dei consumatori aumentando i suoi ricavi. In questo senso, l'impresa può espandersi in mercati già esistenti e attingere nei nuovi; le opportunità di crescita possono aumentare anche in conseguenza di una maggiore fiducia data dalle autorità governative che risultano essere più propense, ad esempio, a concedere una determinata licenza.

L'inclusione delle questioni di sostenibilità nelle scelte dell'impresa può portare alla riduzione dei costi operativi, del rischio di azioni legali avverse e della pressione normativa. Inoltre, un'impresa ESG può vedere i suoi dipendenti più motivati e la soddisfazione dei dipendenti è positivamente correlata ai rendimenti degli azionisti.

M sono le *minorities*.

SA indica i *surplus assets* che comprendono il valore complessivo che la società detiene ma che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi, perciò, vanno considerati separatamente al valore corrente di mercato.

⁷⁰ G. Strampelli, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, 2022, Analisi giuridica dell'economia, fascicolo 1.

⁷¹ F. Lozzi, R. Schiesari e L. Malfatti, *Valutazione d'azienda nel mondo ESG*, 2021, Webinar a cura dell'ODCED di Torino.

⁷² T. Koller, R. Nuttall, W. Henisz, *Five ways that ESG creates value*, 2019, McKinsey Quarterly, disponibile sul sito www.mckinsey.com.

Infine, la considerazione dei fattori ESG può aumentare i rendimenti degli investimenti allocando il capitale in opportunità più promettenti e più sostenibili.⁷³

Appare dunque che la *performance* delle imprese e quindi, l'attività gestoria sia strettamente legata agli obiettivi ESG: gli investitori, e più in generale il mercato, sono sempre più interessati a valutare l'incidenza dei fattori ESG nel rendimento operativo, di conseguenza, essi vengono introdotti nei piani strategici delle imprese finendo, quindi, per influenzare le *performance* di queste ultime.

Come detto in precedenza, l'attenzione degli investitori verso la considerazione delle tematiche legate alla sostenibilità da parte delle società in cui detengono azioni, è in costante aumento: in questo senso, essi possono sfruttare la loro influenza, derivante dalla detenzione di una partecipazione azionaria, per orientare le decisioni gestionali sui temi ESG ed è importante che gli azionisti si impegnino nella società partecipata soprattutto attraverso il monitoraggio delle attività degli amministratori e attraverso il diritto di voto.

Il monitoraggio dipende dalla configurazione degli assetti proprietari: in particolare, se la società è a proprietà concentrata, gli *shareholder* sono molto attenti all'operato dei *managers*; invece, se la proprietà è frammentata, gli investitori assumono un atteggiamento passivo, tanto è vero che queste società possono essere classificate come *management-controlled*⁷⁴.

⁷³ A risultati più o meno simili sono giunti anche A. Kumar, C. Smith, L. Badis, N. Wang, P. Ambrosy e R. Tavares in *ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model*, 2016, Journal of Sustainable Finance & Investment. In questo studio, gli autori hanno evidenziato che l'integrazione delle pratiche ESG rende un'impresa meno esposta al rischio reputazionale, politico e normativo e porta a una minore volatilità dei flussi di cassa e della redditività. In sostanza, le imprese sostenibili sono meno esposte al rischio nel lungo periodo.

L'analisi è stata condotta su 157 società con una buona *performance ESG* appartenenti al *Dow Jones Sustainability Index* e altre società selezionate casualmente le quali sono rappresentative della *performance* media di mercato. Inoltre, visto che il grado di influenza dei fattori ESG dipende fortemente dal settore in cui opera l'azienda, i titoli azionari sono stati divisi in dodici settori e per ogni settore le aziende sono scelte considerando la posizione geografica e il livello di sviluppo del mercato. Questo modello è l'*ESG risk-premium model*.

È emerso che in tutti i dodici settori, le società ESG mostrano una volatilità minore nei rendimenti azionari rispetto alle altre dello stesso settore, però, da settore a settore, l'impatto dei fattori ESG è quantitativamente diverso.

Inoltre, gli autori hanno anche verificato che, contrariamente al pensiero comune, ad un rischio più basso di un investimento potrebbe corrispondere un rendimento azionario più elevato.

Questo modello ha mostrato in sintesi che le *performances* dei titoli sono strettamente legati ai fattori ESG.

⁷⁴ L. Bebchuk, A. Choen e S. Hirst, *The agency problems of institutional investors*, 2017, The Journal of Economic Perspectives, volume 31, numero 3.

Tuttavia, in entrambi i casi sussistono dei problemi di agenzia, i quali possono essere limitati utilizzando lo strumento della remunerazione variabile⁷⁵.

Nelle società a proprietà concentrata, il monitoraggio viene svolto dai *blockholder* e in questo caso, i piani di incentivare consentono di allineare gli interessi manageriali a quelli dell'impresa nel suo complesso⁷⁶.

Quando, invece, si guarda alle *management-controlled company*, collegare la remunerazione a obiettivi, finanziari o non finanziari, di *performance* crea un modello che induce gli amministratori a perseguire l'agenda degli azionisti⁷⁷.

Inoltre, un ulteriore strumento volto a limitare condotte manageriali opportunistiche è il dialogo tra l'organo amministrativo e gli *shareholder*.

Il dialogo, infatti, è divenuto uno degli aspetti più importanti della *corporate governance* e negli ultimi decenni, sono state sviluppate delle modalità per integrarlo in modo più strutturato nei modelli societari perché è uno strumento utile non solo agli investitori per orientare la filosofia di gestione dell'emittente verso i temi ambientali e sociali, ma è necessario anche alle società stesse per spiegare le proprie scelte strategiche, per rendere le politiche aziendali più in linea agli interessi dei suoi *stakeholders* e per rafforzare la cooperazione tra questi ultimi e gli amministratori.

In questo quadro, un ruolo fondamentale è svolto dagli investitori istituzionali⁷⁸, in quanto sono dotati delle competenze tecniche e delle risorse economiche per svolgere una analisi specifica della società in portafoglio e, di conseguenza, definire una politica di sostenibilità da perseguire in tale società.⁷⁹

Tuttavia, tale impegno implica sia ingenti oneri in capo a tali investitori sia la disponibilità di risorse umane con competenze specifiche ed oggi questi gruppi di

⁷⁵ Q. Shi, S. Xiao, K. Chang, J. Wu, *Stock option, contract elements design and corporate innovation output-an analyse based on risk taking and performance-based incentives*, 2021, Nankai Business Review, volume 12, numero 4.

Si rimanda, inoltre, al paragrafo precedente.

⁷⁶ G. Ferrarini e N. Moloney, *Executive remuneration in the EU: the context for reform*, 2005, law working paper numero 32, disponibile sul sito ecgi.org/wp.

⁷⁷ *Ibid* nota 76.

⁷⁸ L'art.124-*quarter* t.u.f. distingue tra gestori attivi quali Sicav, Sgr, Sicaf e i soggetti che svolgono comunque il servizio di gestione dei patrimoni mobiliari, e investitori istituzionali identificati nei fondi pensione e le imprese di assicurazione. Nelle pagine seguenti, con investitori istituzionali ci si riferirà a tutti gli operatori economici che gestiscono professionalmente il patrimonio d'altri al fine di incrementare il valore. Tale nota metodologica è la medesima utilizzata anche nella seguente opera S. Alvaro, M. Maugeri e G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, 2019, Quaderno Consob numero 19, disponibile sul sito www.consob.it.

⁷⁹ Gli investitori professionali sono in grado di esercitare un'influenza diretta sulla gestione delle società in cui investono che può realmente essere determinante nell'orientare le scelte gestorie in quanto hanno molta "più forza" rispetto agli investitori *retail*.

F. Denozza, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, 2021, op. cit. alla nota 11.

professionisti sono sottodimensionati,⁸⁰ infatti, gli investitori istituzionali spesso non si impegnano nelle politiche societarie se non per ottenere risultati di breve termine⁸¹ e la loro strategia di investimento, la loro politica di impegno e la relativa modalità di attuazione non è soggetta a divulgazione trasparente.

Per questi motivi, l'Unione europea con l'introduzione della *Shareholder Rights Directive II*, ha introdotto un *framework* normativo tale da incrementare la qualità e la quantità delle informazioni pubblicate dagli investitori istituzionali.

L'art. 3-*octies* della presente direttiva, impone agli investitori istituzionali di comunicare al pubblico la loro politica di impegno, che è caratterizzata come parte integrante della strategia di investimento. Particolare rilievo deve essere dato allo svolgimento dell'attività di monitoraggio delle società partecipate su questioni rilevanti specie con riguardo all'esercizio del diritto di voto. Inoltre, è precisato che tali operatori economici sono tenuti a dare puntuale spiegazione dei voti più rilevanti ma qualora essi ritengano non significativa una certa votazione in relazione al suo oggetto o alle dimensioni della partecipazione nella società, è possibile escludere ogni informativa sul punto.⁸²

Nell'ambito dell'autodisciplina sono stati promossi codici di *corporate governance* rivolti alle società-emittenti e codici di *stewardship*⁸³ rivolti agli investitori istituzionali; questi codici indicano i principi e le *best practices*⁸⁴ che incentivano, soprattutto il dialogo nell'ambito di un rapporto di *engagement*.

⁸⁰ L. Bebchuk e S. Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 2019, Columbia Law Review, volume 119 numero 8.

⁸¹ Come affermato nel Considerando numero 15 della *Shareholder rights directive II*.

⁸² La direttiva in esame è stata recepita nell'ordinamento italiano mediante il decreto legislativo n°49 del 2019 che ha introdotto l'art.124-*quinquies* t.u.f. il quale riproduce l'art.3-*octies*.

⁸³ Lo *stewardship* si sostanzia nell'insieme di attività attuate dagli investitori istituzionali e nelle comunicazioni intervenute tra il management delle società in portafoglio e gli *stewardship teams* degli investitori istituzionali al fine di promuovere pratiche societarie che permettano di soddisfare le esigenze di sostenibilità e di creare valore nel lungo periodo. Queste attività possono concretizzarsi in varie azioni, ad esempio, nel sostenere una proposta di voto di altri azionisti oppure in comunicazioni informali. R. Felicetti, *Institutional Investors' Non-Financial Reporting: Should the EU Regulatory Framework Be Updated?*, 2022, Columbia Journal of European Law, Volume 28 numero 3.

I codici di *stewardship* sono codici di comportamento destinati agli investitori istituzionali contenenti principi e *best practices* sul rapporto tra essi e le società in portafoglio al fine di incentivare il confronto e la collaborazione nell'ambito di un rapporto di *engagement*. Essi, di regola, sono applicabili in base al principio *comply or explain*.

S. Alvaro, M. Maugeri e G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, 2019, op. cit. alla nota 78.

⁸⁴ L'autodisciplina è apparsa come uno strumento flessibile e perciò adattabile alle diverse esigenze di società e investitori istituzionali: il principio del *comply or explain* tipico di questi codici lascia ampie libertà di scelta agli operatori economici seppur nella maggior parte dei casi, le spiegazioni date in caso di non adesione al codice sono risultate inadeguate.

M. Bianchi e M. Milič, *Le politiche di engagement delle società, tra teoria e prassi*, 2021, Rivista delle società, fascicoli 5-6.

Nel codice di *corporate governance* italiano, il dialogo è descritto come presupposto per la valutazione e composizione degli interessi degli investitori da parte del consiglio di amministrazione al fine di perseguire il successo sostenibile. Non vengono specificate le modalità di attuazione di tale dialogo, ma viene dato mandato al consiglio di amministrazione di definire le regole del confronto: il Presidente del *board* di concerto con il CEO è tenuto a definire una “*politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali*” la quale deve essere adottata dal consiglio. (Art. 1 Raccomandazione 3 Codice di *corporate governance* ed. 2020).

Il dialogo così strutturato permette alla società di ascoltare e, quindi, di rispondere alle richieste degli investitori e questi ultimi possono anche ricercare il confronto con la società di propria iniziativa. In questo senso, il Codice di *corporate governance* vuole limitare la discrezionalità amministrativa attraverso accorgimenti procedurali che stimolino il dialogo con gli azionisti e in particolare, con gli investitori istituzionali, ma anche e più in generale, con gli *stakeholder*⁸⁵.

Nel quadro appena delineato, appare che il voto sulla Relazione sulla remunerazione introdotta dalla SHRD II e per la cui trattazione si rimanda al paragrafo 2.1 di questo scritto, sia il risultato del monitoraggio svolto dagli azionisti durante il periodo contabile di riferimento.

In altre parole, il giudizio positivo o negativo sulla prima e, soprattutto, sulla seconda sezione della Relazione rappresenta la valutazione svolta dall'azionista sull'operato dell'organo amministrativo e tale valutazione viene svolta sulla base dell'attività di monitoraggio compiuta dall'azionista stesso. Proprio per questo, l'attività di controllo degli investitori sembra delinearsi come nevralgica nella *corporate governance*.

6. L'inclusione dei parametri ESG nei compensi degli amministratori delegati delle società italiane appartenenti all'indice FTSE MIB.

Al fine di esaminare la remunerazione legata ai parametri ESG che si realizza nella prassi, ho analizzato le pratiche più diffuse tra le società quotate nell'indice FTSE MIB della borsa di Milano.

L. Fairefax, *Mandating board- shareholder engagement?*, 2013, University of Illinois Law Review, Volume 2013.

⁸⁵ *Ibid* nota 84.

Paolo Cuomo, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, 2021, Rivista delle società, numero 1.

L'indice FTSE MIB include quaranta società delle quali, primamente, ho verificato se la sede legale fosse in Italia, se fossero state costituite secondo le norme del diritto italiano e se fossero disponibili tutte le informazioni di cui avevo bisogno⁸⁶.

Dopo questa analisi iniziale, ho scartato quattordici società⁸⁷ in quanto non rientravano in uno o più parametri. Il panel risultante si compone di ventisei società⁸⁸. Queste ultime hanno una capitalizzazione di mercato aggregata pari a € 311 miliardi⁸⁹, quindi, rappresentano circa il 50% del mercato azionario italiano⁹⁰.

Una volta definito il panel, ho individuato i compensi erogati, per l'esercizio 2022, agli amministratori delegati dalle Relazioni sulla remunerazione (in seguito, le Relazioni) più recenti pubblicate dalle società sul sito borsaitaliana.it o sul loro sito web ai sensi dell'art. 123-ter del TUF e 84-quarter del Regolamento emittenti. Dai dati raccolti emerge una remunerazione media di € 3,1 miliardi e una mediana di € 1,8 miliardi, con un valore minimo per il CEO di Inwit e un valore massimo per il CEO di Pirelli&Co⁹¹.

In generale, con riguardo ai *pay mix*⁹² costruiti dalle diverse società appare che in tutte sussista una quota fissa e una quota variabile⁹³. Infatti, dalla lettura delle loro Relazioni, emerge l'importanza attribuita alla remunerazione *pay for performance*, in quanto essa consente di collegare i risultati economico-finanziari ed ESG con l'erogazione di incentivi a breve, medio e lungo termine.

Inoltre, facendo attenzione ai dati raccolti, si nota che in quasi tutte le società (ad eccezione di A2A, Banca Mediolanum e BPER Banca)⁹⁴ risulta essere predominante la quota variabile assegnata agli amministratori delegati. In particolare, in media, la remunerazione fissa pesa il 37,25 %, mentre quella variabile, il 62,75%⁹⁵.

⁸⁶ Quest'ultimo parametro si compone di due sotto-parametri: (i) sussistenza di omogeneità tematica; (ii) confrontabilità delle misurazioni.

⁸⁷ Si veda la tabella in allegato 1.

⁸⁸ Si veda la tabella in allegato 2.

⁸⁹ Si veda la tabella in allegato 2.

⁹⁰ La capitalizzazione complessiva delle società quotate alla borsa di Milano alla fine del 2022 era pari a € 626,2 miliardi. Per maggiori informazioni si rimanda al sito ilsole24ore.it/sez/finanza.

⁹¹ Questi valori di media, della mediana e del massimo sono stati particolarmente influenzati dal compenso percepito dal CEO di Pirelli&Co pari a circa €20 miliardi. Per questo motivo, di seguito riporto, nell'ordine, i valori di media mediana e massimo senza *l'outlier*: € 2,4 miliardi, € 1,8 miliardi e €6,1 miliardi.

Si veda la tabella in allegato 2.

⁹² Nella sezione denominata "Pay mix- amministratori delegati", sono state riportate le percentuali *target* definite dalle imprese in campione. Queste, generalmente, hanno definito anche dei livelli di composizione della remunerazione minimi e massimi, entro i quali sarà possibile calcolare il compenso effettivo in funzione della *performance*.

⁹³ Si veda la tabella in allegato 2 e in particolare, si rimanda alla sezione denominata "PAY MIX- AMMINISTRATORE DELEGATO".

⁹⁴ Nello specifico, l'incidenza della remunerazione fissa in queste società è pari, rispettivamente, a 63,6%, 61% e 50,5%.

⁹⁵ Tale valore è ottenuto dalla somma dei pesi nei rispettivi incentivi: i piani MBO pesano il 24,45% e i piani LTI, il 37,45%.

L'erogazione della componente di breve periodo può avvenire sia in forma monetaria sia in azioni. Nel campione esaminato, si registra una netta prevalenza nel pagamento in *cash*, emergendo solo in forma residuale alcune società che hanno optato per una combinazione delle suddette due modalità. Al contrario, i *long term incentives* sono quasi esclusivamente distribuiti mediante l'assegnazione di azioni. Inoltre, bisogna sottolineare che, per entrambi i piani, risulta frequente l'attribuzione differita del compenso a fronte di un orizzonte temporale di tre anni.

Il 100% del panel lega la remunerazione a tematiche ESG anche in accordo ai rispettivi piani strategici. Di regola, appare che vengano affrontate questioni relative a tutti e tre i *pillar* ESG⁹⁶, ad eccezione di Banca Mediolanum, Inwit, Terna e Unipol.

Gli indicatori ESG scelti dal campione risultano essere tra loro piuttosto eterogenei, tuttavia, nella maggior parte dei casi, essi sono utilizzati come effettivi indicatori di *performance*, mentre, talvolta, sono utilizzati come moltiplicatori di parametri economico-finanziari⁹⁷.

Tutte le società del campione individuano i pesi attribuiti a tali indicatori sulla quota variabile: mediamente, nei piani MBO pesano il 20,9% e nei piani LTI, il 21,09%; la mediana per entrambi gli incentivi è pari al 20%⁹⁸.

Sebbene generalmente, i pesi ESG non appaiano preponderanti rispetto a quelli finanziari, si notano talune situazioni più virtuose, come ad esempio, Eni e Terna nei piani MBO attribuiscono agli ESG un peso del 50% e Poste Italiane per entrambi i piani, un peso del 40%⁹⁹.

Per quanto le informazioni appena riportate appaiano rassicuranti sul fronte della sostenibilità, se si valuta l'incidenza dei fattori ESG sul *pay mix* complessivo, le percentuali si riducono notevolmente, giungendo ad un minimo dell'1,15% e ad un

⁹⁶ Il 100% del panel ha individuato tematiche relative al fattore E. Il 92,31% del panel ha individuato tematiche relative al fattore S. Il 92,31% del panel ha individuato tematiche relative al fattore G.

Si veda tabella in allegato 2 e in particolare, si rimanda alla sezione denominata "TEMI ESG INDIVIDUATI NELLA RELAZIONE SULLA REMUNERAZIONE O NEI PIANI STRATEGICI".

⁹⁷ Si rinvia alle Relazioni sulla remunerazione di Diasorin s.p.a. e di ERG s.p.a. disponibili sui rispettivi siti web.

⁹⁸ Si veda la tabella in allegato 2 e in particolare, si rimanda alla sezione denominata "PESO DEI FATTORI ESG SULLA REMUNERAZIONE VARIABILE".

⁹⁹ Si veda tabella in allegato 2 e in particolare, si rimanda alla sezione denominata "PESO DEI FATTORI ESG SULLA REMUNERAZIONE VARIABILE" e ai grafici "SCATTER PLOT-PESO DEGLI ESG SUI PIANI LTI" e "SCATTER PLOT-PESO DEGLI ESG SUI PIANI MBO".

massimo del 29%¹⁰⁰. Più nello specifico, se si guarda ai grafici “Incidenza dei KPI sui Piani MBO”¹⁰¹ e “Incidenza dei KPI sui Piani LTI”¹⁰², con riguardo ai piani MBO, si nota una polarizzazione tra il 2% e il 5%, mentre, per quelli LTI si verifica una maggior dispersione.

Infine, un’ultima valutazione che mi è parsa fondamentale è relativa al confronto tra la rilevanza dei fattori ESG e quella dei parametri finanziari. Come ci si aspettava, questi ultimi presentano una media¹⁰³ e una mediana¹⁰⁴ nettamente superiore e questo è anche confermato dal grafico¹⁰⁵ costruito considerando queste due variabili, infatti, la curva relativa agli indicatori finanziari è sempre al di sopra di quella che rappresenta gli indicatori non finanziari ed inoltre, ulteriore dimostrazione di questo è il fatto che la curva dei criteri non ESG si trova più lontana dall’asse delle ascisse rispetto all’altra.

7. Gli incentivi ESG e il loro possibile impatto sull’attività gestoria.

Come più volte è stato sottolineato nel corso di queste pagine, la remunerazione variabile è strutturata come un incentivo per gli amministratori per la creazione di valore nel breve, medio e lungo periodo.

Per giunta, con l’affermarsi dell’esigenza di creare modelli di *governance* più sostenibili, si è posto il problema di introdurre, tra gli indicatori di *performance*, quelli non finanziari.

L’individuazione di adeguati parametri ESG cui ancorare la parte variabile dei compensi gestori sembra, tuttavia, essere al quanto complessa.

Tale difficoltà sembra dipendere da due questioni principali: l’assenza di una definizione omogenea degli ESG e la conseguente mancanza di metriche omogenee per la loro misurazione.

Segnatamente alla prima questione, il termine ESG si compone di tre diverse dimensioni (*Environmental, Social e governance*) che comprendono, a loro volta, concetti tra loro eterogenei e proprio una siffatta situazione rende non agevole riempire di significato tale termine.

¹⁰⁰ Si veda tabella in allegato 2 e in particolare, si rimanda alla sezione denominata “INCIDENZA DEGLI ESG SULLA QUOTA VARIABILE”.

¹⁰¹ Si veda il grafico in allegato 4.

¹⁰² Si veda il grafico in allegato 4.

¹⁰³ Si veda la tabella in allegato 2.

¹⁰⁴ Si veda la tabella in allegato 2.

¹⁰⁵ Si veda il grafico “CONFRONTO TRA L’INCIDENZA PARAMETRI ESG E QUELLA DEI PARAMETRI FINANZIARI” in allegato 5.

Inoltre, questa disomogeneità concettuale influisce anche sulle modalità di misurazione dei singoli *pillar*.

Tali criticità si riflettono anche nella politica di remunerazione legata agli obiettivi non finanziari tanto è vero che, dall'analisi svolta nel paragrafo precedente, è possibile notare come l'impatto generale degli ESG sul complesso della quota variabile sia nella maggior parte dei casi minima. Più in particolare, sebbene nei piani strategici siano individuati molti obiettivi ESG legati ai *sustainable development goals* proposti dall'Agenda 2030, quando poi si passa a verificare quali indicatori sono utilizzati per valutare l'attività gestoria essi appaiono pochi e a impatto limitato.

Proprio per questo, l'attuale importanza acquisita dai fattori ESG nelle scelte di investimento pone come principale sfida da un lato, il garantire l'obiettività della loro misurazione e dall'altro, sfruttare obiettivi e indicatori non finanziari per creare valore nel lungo periodo.

In questo senso, particolare importanza assume l'operato del comitato remunerazione, il quale dovrebbe considerare di includere sempre di più parametri non finanziari con riferimento ai piani remunerativi di tipo LTI al fine di indirizzare l'operato degli amministratori esecutivi verso politiche di lungo periodo.

Inoltre, per consentire un maggiore allineamento tra gli interessi degli *shareholder* e dei *manager*, appare anche necessario estendere i periodi di *vesting* per i piani di *stock option*.

In conclusione, è auspicabile l'incremento nell'uso degli indicatori ESG soprattutto nei piani di incentivi a lungo termine al fine di creare realmente imprese più sostenibili e appare necessario individuare dei parametri (e dei metodi di misurazione) che rendano gli obiettivi ESG meno generici al fine di limitare l'opportunismo manageriale e che permettano una maggiore comparabilità tra le *performance* gestorie.

ALLEGATI

1. Allegato 1- Le società comprese nell'indice FTSE MIB.

Società quotate nell'indice FTSE MIB	MARKET CAP (in miliardi)	CEO	COMPENSI 2022 AD (IN €)	PAY MIX-AD					TOTALE
				COMPONENTE FISSA	MBO	LTI	ALTRO	TOTALE	
1 A2A	5.333 Renato Mazzonini	999.000	63,6%	18,2%	18,2%		100,0%		
2 AMPLIFON	7.377 Enrico Vita	4.178.000	27,0%	16,0%	41,0%	16%	100,0%		
3 AZIUM	2.883 Massimo Guastella	1.500.000							
4 BANCA GENERALI	3.700 Mossa Giannara	1.033.000	37,0%	18,0%	45,0%		100,0%		
5 BANCA MEDIOLANUM	6.079 Massimo Antonio Dorci	1.731.000	61,0%	22,0%	17,0%		100,0%		
6 BANCA MONTEPASCHELESINA	3.311 Luca Scaglia Luigi								
7 BANCA BPM	6.512 Giuseppe Caragna	1.832.000	33,0%	33,0%	38,0%	6%	100,0%		
8 BEPER BANCA	3.738 Maurizio Piero Luigi	1.711.000	50,2%	21,4%	28,5%		100,0%		
9 CAMPIANI	13.175 Roberto Fumani	825.800	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%			
10 CNH INDUSTRIAL	16.883 Scott Wrens	1.045.800	0,1	0,2	0,33	0,17			
11 DIASORIN	4.921 Carlo Rosa	1.754.000	33,0%	23,0%	44,0%		100,0%		
12 ENEL	61.018 Francesco S. Iurco	2.598.000	30,0%	30,0%	40,0%		100,0%		
13 ENI	46.451 Claudio Descalzi	5.824.000	30,0%	30,0%	40,0%		100,0%		
14 ERG	3.659 Paolo Luigi Marfisi	1.676.968	40,0%	20,0%	40,0%		100,0%		
15 FERRARI	53.127 Felino Bassani	7.472.000							
16 FINECOBANK	7.986 Alessandro Foti	1.383.000							
17 GANER ALI ASS	27.866 Philippe Donnet	5.510.000	29,0%	29,0%	42,0%				
18 HERA	3.888 Tommaso Tommasi	778.000							
19 INTERFUNG GROUP	4.861 Silvio Moriello	2.731.000	25,0%	14,0%	61,0%				
20 INTESA SANPAOLO	44.345 Carlo Mesina	4.535.000							
21 INWIT	11.038 Diego Galli	3.024.777	42,0%	29,0%	29,0%		100,0%		
22 ITALGAS	4.247 Paolo Gallo	1.040.531	36,0%	19,0%	45,0%		100,0%		
23 IRECO GROUP	2.419 Gianni Meoni	2.317.000							
24 LEONARDO	7.385 Alessandro Profumo	1.681.000	44,0%	29,0%	27,0%		100,0%		
25 MEDIOBANCA	9.519 Alessandro Nappi	3.524.000							
26 MONCLER	17.705 Renato Ruffini	2.775.246	30,0%	20,0%	50,0%		100,0%		
27 NEXI	9.239 Paolo Bertoluzzo	3.032.794	30,3%	30,3%	39,4%		100,0%		
28 PIRELLI & CO	4.314 Marco Ronchetti Provati	20.636.750	32,1%	28,1%	39,8%		100,0%		
29 POSTALITALIANE	13.729 Marco Dal Fante	1.608.000	42,8%	33,8%	33,9%		100,0%		
30 PRA VIGILAN	9.027 Valerio Battista	1.100.000	33,0%	13,0%	53,0%		100,0%		
31 RECORDATI S.P.A.	9.267 Robert Korwanans	1.806.000	33,0%	23,0%	42,0%		100,0%		
32 SAIPEM	2.977 Alessandro Politi	2.039.000	31,0%	31,0%	38,0%		100,0%		
33 SNAM	15.459 Stefano V. enzer	1.414.000	31,0%	21,0%	48,0%		100,0%		
34 STELLANTIS	52.433 John Elkann	7.472.000							
35 STMicroelectronics	39.049 Jean-Marc Chery	5.233.000							
36 TELECOMITALIA	5.515 Pietro Latorola	3.382.000	39,2%	35,2%	21,0%		100,0%		
37 TENARIS	18.157 Paolo Reosa	9.500.000							
38 TERNA	14.731 Stefano Antonio Donati	1.770.744	41,1%	19,0%	39,9%		100,0%		
39 UNICREDIT	39.663 Andrea Ombi	3.541.000							
40 UNIPOL	3.166 Carlo Cimbin	6.087.000	40,0%	27,0%	33,0%		100,0%		

2. **Allegato 2-** Panel delle società, struttura delle remunerazioni degli AD e misure di sintesi.

Società quotate nell'indice FTSE MIB	MARKET CAP (in € billions)	CEO	PAY MIN-AMMINISTRATORE DELEGATO					TEMI ESG INDIVIDUATI NELLA RELAZIONE SULLA REMUNERAZIONE O NEI PIANI STRATEGICI					PESO DEI FATTORI ESG SULLA REMUNERAZIONE VARIABILE				INCIDENZA DEGLI ESG SULLA QUOTA VARIABILE		INCIDENZA DEI PARAMETRI FINANZIARI SULLA QUOTA VARIABILE	
			COMPENSI 2022 AD (IN €)	COMPONENTE FISSA	MBO	UTI	ALTRO	TOTALE	F	S	G	MBO	ITI	MBO	UTI	TI	TOTAL (%MBO+%UTI)	% FINANZIARI	TOTALE	
1 AZA	5,31	Renato Mazzocconi	999.000	63,0%	18,2%	18,2%	100,0%	•	•	•	•	•	30%	4,2%	5,5%	9,6%	26,8%	100,0%		
2 AMPLIFON	7,37	Enrico Viti	4.178.000	27,0%	16,0%	41,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	2,3%	0,0%	2,3%	46,8%	100,0%		
3 BANCA GENERALI	3,70	Massa Giannaris	1.053.000	27,0%	18,0%	18,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	4,0%	9,0%	13,0%	50,2%	100,0%		
4 BANCA GORIZIANI	1,95	Massimo Venturi Davis	1.021.000	31,0%	31,0%	31,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	6,0%	4,2%	10,2%	50,2%	100,0%		
5 BANCA IFA	6,43	Giuseppe Veronesi	1.831.000	31,0%	31,0%	38,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	4,0%	4,0%	8,0%	50,2%	100,0%		
6 BPER BANCA	3,78	Maurizio Piro Legiti	1.711.000	30,0%	21,4%	38,5%	100,0%	•	•	•	•	•	18%	3,7%	4,3%	8,0%	41,8%	100,0%		
7 DIASPREN	4,921	Carlo Rossi	1.741.000	33,0%	23,0%	44,0%	100,0%	•	•	•	•	•	10%	10%	0,0%	2,3%	64,7%	100,0%		
8 ENEL	61,018	Francesco Starace	2.598.000	30,0%	30,0%	40,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	15,0%	14,0%	29,0%	41,0%	100,0%		
9 ENI	46,45	Claudio Dessalzi	5.824.000	40,0%	20,0%	40,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	4,0%	0,0%	4,0%	50,0%	100,0%		
10 ENI - TUBI E LIGNE	3,49	Paolo Luigi Merli	1.676.068	40,0%	20,0%	40,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	1,0%	0,0%	1,0%	100,0%	100,0%		
11 ENI - TUBI E LIGNE	4,18	Paolo Liguori	2.341.000	40,0%	20,0%	40,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	1,0%	0,0%	1,0%	100,0%	100,0%		
12 ENI - TUBI E LIGNE	4,18	Paolo Liguori	2.341.000	40,0%	20,0%	40,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	1,0%	0,0%	1,0%	100,0%	100,0%		
13 ENI - TUBI E LIGNE	4,18	Paolo Liguori	2.341.000	40,0%	20,0%	40,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	1,0%	0,0%	1,0%	100,0%	100,0%		
14 IALGAS	4,247	Paolo Gallo	1.040.531	36,0%	19,0%	45,0%	100,0%	•	•	•	•	•	25%	4,4%	5,8%	10,2%	47,9%	100,0%		
15 LEONARDO	7,585	Alessandro Profumo	1.681.000	44,0%	29,0%	27,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	2,0%	5,4%	7,4%	47,7%	100,0%		
16 MONCLER	17,705	Renzo Ruffini	2.779.246	30,0%	20,0%	50,0%	100,0%	•	•	•	•	•	10%	1,5%	7,5%	9,0%	61,5%	100,0%		
17 NEXI	9,239	Paolo Borello	2.032.794	30,0%	30,0%	39,0%	100,0%	•	•	•	•	•	15%	4,5%	3,9%	8,5%	61,2%	100,0%		
18 NEXI - TUBI E LIGNE	4,314	Mario Tancinotti Provati	2.038.250	32,1%	32,1%	35,8%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	4,2%	3,5%	7,7%	43,2%	100,0%		
19 NEXI - TUBI E LIGNE	4,314	Mario Tancinotti Provati	2.038.250	32,1%	32,1%	35,8%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	4,2%	3,5%	7,7%	43,2%	100,0%		
20 ORISSIMO	1,000	Violetta Butera	1.000.000	35,0%	12,0%	53,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	2,4%	10,6%	13,0%	52,0%	100,0%		
21 RECORDATI SPA	9,267	Robert Koronits	1.806.000	31,0%	23,0%	42,0%	100,0%	•	•	•	•	•	5%	5%	0,0%	1,2%	63,9%	100,0%		
22 SAIPEM	2,977	Alessandro Palli	2.039.000	31,0%	31,0%	38,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	6,2%	7,6%	13,8%	55,2%	100,0%		
23 SNAM	15,439	Stefano Venier	1.414.000	31,0%	21,0%	48,0%	100,0%	•	•	•	•	•	20%	4,2%	9,6%	13,8%	55,2%	100,0%		
24 TELECOM ITALIA	5,915	Pietro Labriola	3.382.000	39,5%	39,5%	21,0%	100,0%	•	•	•	•	•	25%	8,7%	4,2%	12,9%	47,6%	100,0%		
25 TERNA	14,731	Stefano Antonio Donati	1.770.144	40,1%	19,0%	39,9%	100,0%	•	•	•	•	•	30%	9,3%	12,0%	21,3%	21,4%	100,0%		
26 UNIPOL	3,68	Carlo Cimbi	6.087.000	40,0%	27,0%	33,0%	100,0%	•	•	•	•	•	10%	10%	6,6%	9,3%	30,7%	100,0%		
CAPITALIZZAZIONE TOTALE			€ 310,58																	
MEDIANA	1.788.371,76		35,00%	23,00%	39,95%	11,00%												50,70%		
MEDIA	3.097.859,21		37,25%	24,45%	17,45%	11,00%												50,37%		
MIN	573.307,00		25,00%	12,00%	17,90%	6,00%												26,75%		
MAX	20.626.750,00		63,60%	39,50%	61,60%	16,00%												64,70%		
% società che utilizzano altri piani remunerativi																				
% società che includono parametri relativi al pillar E																				
% società che includono parametri relativi al pillar S																				
% società che includono parametri relativi al pillar G																				
% società che utilizzano gli indicatori come moltiplicatori di indicatori economico-finanziari nei piani MBO e UTI o non sono presenti indicatori																				
MEDIA SENZA OUTLIER			2.396.803,58																	
MAX SENZA OUTLIER			1.770.743,52																	
MAX SENZA OUTLIER			6.087.000,00																	

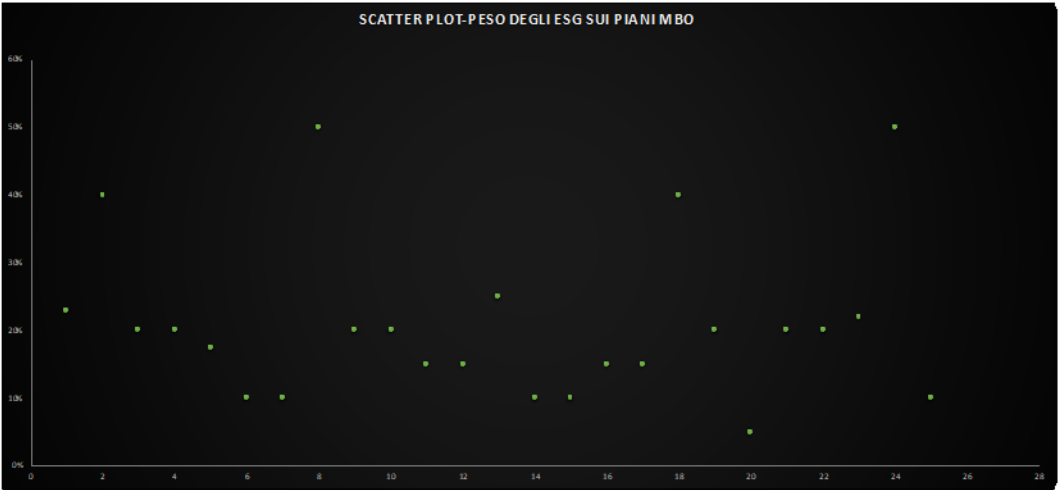
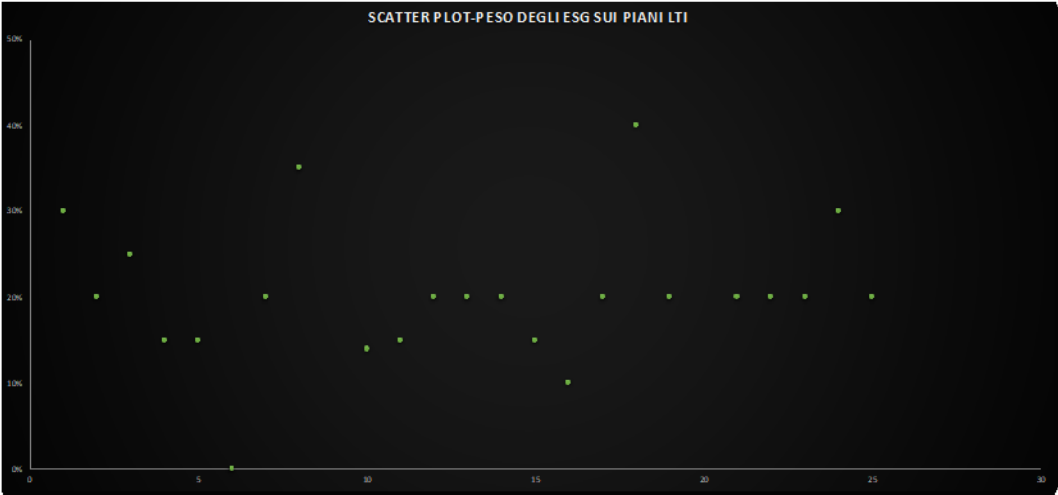
Amplifon utilizza i KPI ESG come moltiplicatori degli indicatori (EBIT, NET SALES E ICF) del piano MBO. Invece, nel Sustainable Value Sharing Plan, i 4 KPI ESG pesano nel complesso il 50%
 ENI utilizza gli indicatori di sostenibilità come moltiplicatori del numero di azioni attribuiti nell'ambito del piano UTI.

Le celle in grigio rappresentano l'assenza di obiettivi relativi a quel pillar.
 Le celle in arancione indicano la mancanza di indicatori ESG relativi a quel piano.

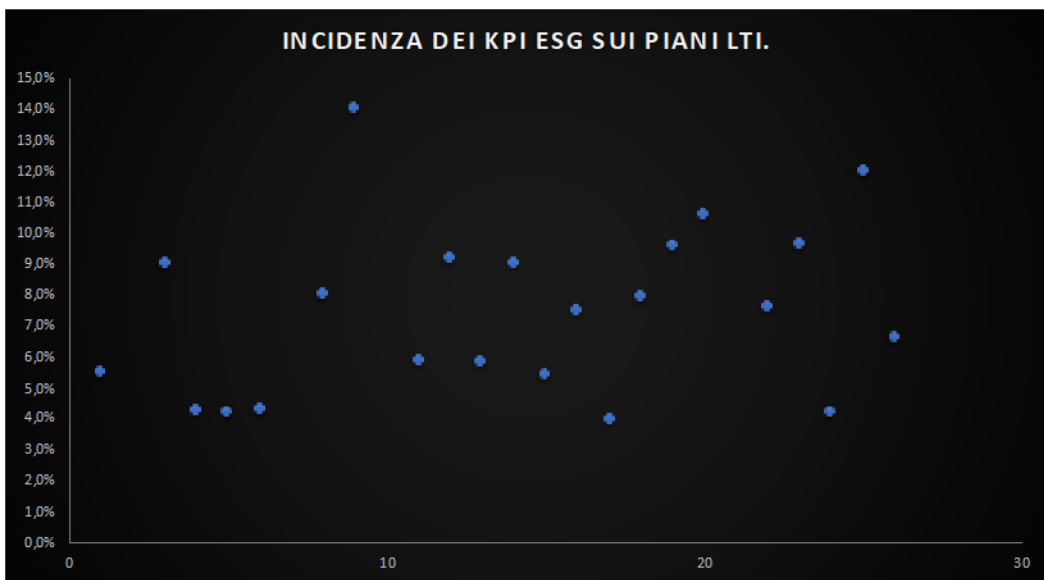
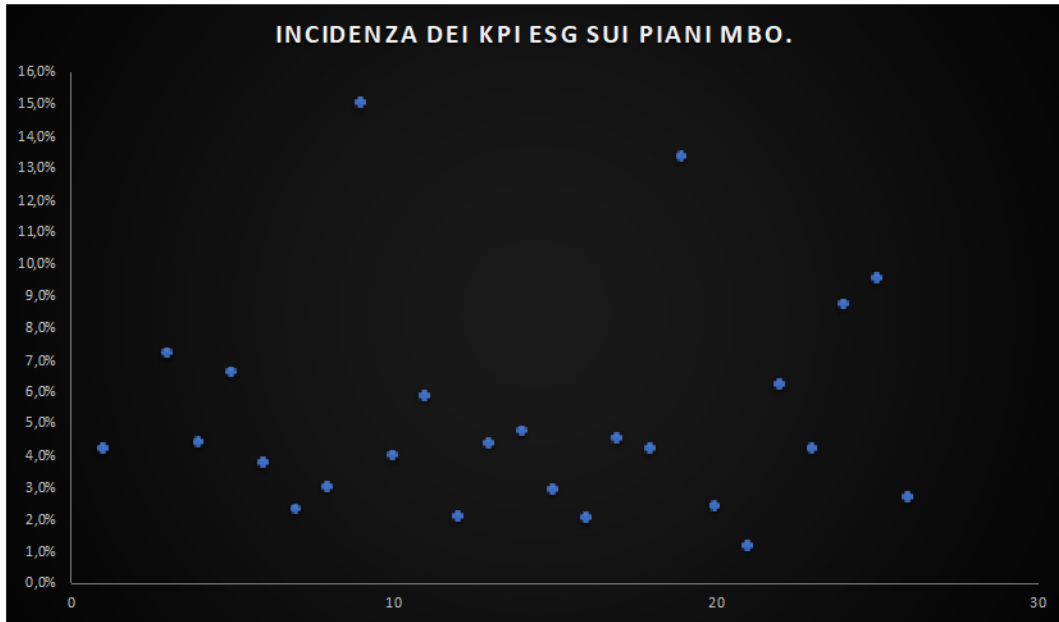
LEGENDA



3. **Allegato 3**- Grafici sul peso dei fattori ESG nei piani MBO e LTI.



4. **Allegato 4-** Grafici sull'incidenza dei fattori ESG sui piani MBO e LTI.



5. **Allegato 5-** Confronto tra l'incidenza parametri ESG e quella dei parametri finanziari.

