



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

La rilevanza delle tematiche esg: un'analisi sui piani di incentivazione del management

Facoltà di Economia
Dipartimento di Management
Dottorato di ricerca in Management, Banking and Commodity Sciences

Francesco Surace

XXXV Ciclo

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	5
1.1 La crescente Rilevanza del mondo ESG.	5
1.2 Governance sostenibile	13
1.3 Come misurare il long term: il ruolo delle agenzie di rating ESG	30
1.4 Say on Pay	39
1.5 Say on Climate	44
1.6 Domanda di Ricerca	59
CAPITOLO 2	64
2.1. Literature Review	64
2.1.1.ESG ed Executive compensation.....	64
2.2. Sviluppo delle Ipotesi.....	75
CAPITOLO 3	83
3.1. Campione di ricerca	83
3.2. Metodologia di ricerca.....	87
CAPITOLO 4	91
4.1. Descrizione dei risultati	91
4.2. Discussione dei risultati e validazione delle ipotesi.....	113

CONCLUSIONE	121
BIBLIOGRAFIA.....	124
SITOGRAFIA	134

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni l'attenzione verso il tema della *Corporate Social Responsibility* (CSR) è aumentata notevolmente, sia per quanto riguarda la ricerca scientifica, sia rispetto alle politiche delle imprese e dei legislatori che per l'opinione pubblica.

L'obiettivo dell'elaborato è quindi quello di identificare e valutare l'impatto dei cambiamenti climatici e dell'esigenza di perseguire il successo sostenibile per le imprese italiane. In particolare, saranno esaminati gli aspetti inerenti all'inclusione delle metriche ESG nei piani di incentivazione del management come elemento per spingere gli stessi a perseguire obiettivi non solo economici e non solo di breve periodo.

La tesi è strutturata su quattro capitoli, il primo dei quali introduce l'argomento attraverso una disamina della crescente rilevanza del mondo ESG. Successivamente sono discussi i temi riguardanti la Governance Sostenibile in considerazione del nuovo dettato del codice di Corporate Governance, come misurare il long term e dunque l'importanza e le discrasie esistenti nei sistemi di valutazione delle agenzie di rating per poi passare agli aspetti relativi al Say on Pay ed al Say on Climate. Tutto

questo porta, quindi, alla formulazione della domanda di ricerca.

Nel secondo capitolo è contenuta una disamina dello stato della letteratura sul tema della CSR, rispetto ai temi della strategia e della remunerazione del management,. Nell'ultimo paragrafo si analizzeranno le opinioni della comunità scientifica rispetto a questi temi per poter formulare le ipotesi alla base della ricerca empirica.

Nel terzo e nel quarto capitolo è contenuta l'analisi delle principali società quotate italiane volta a validare le ipotesi precedentemente espresse. In particolare, il primo dei due descrive la struttura dei campioni selezionati per questo fine e le metodologie di ricerca utilizzate per lo svolgimento della ricerca. Nell'ultimo capitolo vengono riportati i risultati della stessa e la discussione delle implicazioni dei dati ottenuti rispetto alle ipotesi di ricerca.

CAPITOLO 1

1.1 La crescente Rilevanza del mondo ESG

La comunità internazionale ha da tempo preso atto della necessità di agire per conciliare lo sviluppo economico con la tutela dell'ambiente e il raggiungimento di obiettivi definiti nell'interesse della collettività. Al Rapporto del 1987 della World Commission on Environment and Development (Rapporto Brundtland) sono seguite numerose iniziative, culminate nel 2015 nell'approvazione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e dei relativi 17 obiettivi (Sustainable Development Goals – SDGs), articolati in 169 Target da raggiungere entro il 2030. Nel dicembre dello stesso anno, la conferenza sul clima di Parigi (COP21) ha visto 195 paesi aderire al primo accordo universale e giuridicamente vincolante su un piano d'azione globale, con l'obiettivo di prevenire *'pericolosi cambiamenti climatici'* e contenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali¹. La COP21 è stata seguita

¹ Si veda

https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it.

da ulteriori accordi globali e regionali. Nel corso del 2020 si sono registrati importanti sviluppi sul fronte delle azioni programmate dai Paesi maggiormente responsabili delle emissioni di anidride carbonica: la Cina ha dichiarato che intende portare la sua economia a zero emissioni entro il 2060 mentre gli Stati Uniti si propongono di raggiungere questo obiettivo entro il 2050.

Le crisi finanziarie, i cambiamenti climatici, la pandemia CoViD-19 e, più recentemente, la crisi politica emergente nei Paesi dell'Est europeo, hanno generato un contesto estremamente complesso, caratterizzato da una forte instabilità, che sta minacciando il raggiungimento di gran parte degli obiettivi fissati dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

In questo scenario, le imprese hanno un ruolo estremamente importante e attivo con riferimento a tutti i pilastri ESG (Environmental, Social and Governance). Più in dettaglio, le imprese hanno la responsabilità di progettare e implementare efficaci meccanismi di corporate governance, nonché di impegnarsi in quelle pratiche volte alla riduzione dell'impatto ambientale, in termini di utilizzo delle risorse naturali e di emissioni nocive, e alla salvaguardia del benessere sociale, incluse quelle best practice di CSR (*Corporate Social Responsibility*)

interna, come quella che affronta le questioni relative alla forza lavoro, e di CSR esterna, come la responsabilità di prodotto e la tutela dei diritti umani (Kim et al., 2010; Farooq et al., 2017).

Da un punto di vista teorico, riconoscendo l'importanza degli elementi ESG, la maggior parte degli studiosi ha avuto, in effetti, un sostanziale passaggio da una visione "friedmaniana" (Friedman, 1970), basata sulla massimizzazione del profitto a breve termine per l'azionista, a una visione "freemaniana" (Freeman, 1984), finalizzata a una creazione e distribuzione di valore allargata e a più lungo termine. Poiché secondo l'ipotesi di risoluzione dei conflitti (Calton e Payne, 2003; Baron, 2009), e più recentemente ribadita da Stern (2020), ciò che è buono per le persone e sostenibile per il pianeta è anche buono per le imprese e sostenibile per i rendimenti a lungo termine degli azionisti, ci sarebbe una convergenza, nel lungo periodo, tra il perseguimento degli obiettivi ESG e il valore per gli azionisti. L'intero background teorico secondo il quale un maggiore impegno ESG a breve termine si tradurrà in una sovraperformance delle imprese a lungo termine, si basa sulla capacità delle imprese di acquisire questo ruolo rinnovato nei sistemi sociali ed economici, soprattutto nell'era post-pandemica,

che le porta a raggiungere una (nuova) legittimità (Matthews, 1993).

In base al contesto teorico descritto, anche gli operatori stanno adattando le loro strategie e i loro approcci di investimento. Infatti, l'ESG è diventato sempre più popolare e le strategie di investimento guidate da questa prospettiva sostenibile hanno guadagnato popolarità in tutto il mondo (Díaz, et al., 2021; Zumente & Bistрова, 2021; Cornell & Damodaran, 2020). Queste circostanze sono confermate anche dalle dichiarazioni pubblicate da diverse associazioni di primari leader aziendali e organizzazioni internazionali. La Business Roundtable, ad esempio, un gruppo di importanti amministratori delegati di grandi aziende statunitensi, ha annunciato che *"mentre ciascuna delle nostre singole aziende persegue il proprio scopo aziendale, condividiamo un impegno fondamentale nei confronti di tutti i nostri stakeholder"* (2019). Pertanto, dichiarano che lo scopo dell'azienda non riserva più agli azionisti una considerazione speciale, ma piuttosto che le aziende devono servire gli interessi di tutti i loro stakeholder (Harrison et al., 2020). O ancora, lo scopo universale del "Manifesto di Davos 2020" del World Economic Forum, che afferma che *"lo scopo di un'azienda è quello di coinvolgere tutti i suoi stakeholder nella creazione di valore condiviso e*

sostenuto", chiarisce il citato spostamento dell'obiettivo delle aziende anche nella cooperazione internazionale pubblico-privata.

In questa prospettiva, l'allineamento tra gli interessi degli azionisti e dei manager, pur riducendo la sua importanza come tema di ricerca, ha guadagnato una rinnovata attenzione e rilevanza, in particolare in termini di progettazione di nuovi schemi di incentivi volti a promuovere un comportamento responsabile delle imprese che si traduca nella suddetta legittimazione e in una situazione "win-win".

Pertanto, uno sviluppo molto recente negli studi sulla corporate governance riguarda le modalità di integrazione degli indicatori ambientali, sociali e di governance nei piani di remunerazione dei dirigenti (Flammer et al., 2019), che, secondo Baraibar-Diez et al., rappresenteranno *"la risposta alle richieste della società in termini di comportamento sostenibile"* (2019, p. 1457). Pertanto, il dibattito non è più se l'uso degli indicatori ESG nei piani di remunerazione dei dirigenti abbia senso, ma come farlo nel modo più efficace, superando il problema indicato dalla cosiddetta "ipotesi di sovrainvestimento" (Barnea e Rubin, 2010).

In un quadro così delineato, giocano un ruolo fondamentale gli investitori istituzionali, il cui ruolo nello sviluppo della finanza sostenibile è cresciuto nel corso del tempo, dispiegando effetti positivi attraverso l'attività di engagement con le società quotate nelle quali gli investitori investono.

Gli investitori istituzionali possono influenzare i comportamenti delle imprese attraverso forme di impegno (engagement) che vanno dal dialogo con gli emittenti (tramite incontri con il management e richieste trasmesse per lettere ed e-mail) o svolgendo il ruolo di investitori attivi mediante l'esercizio dei diritti sociali loro spettanti (il voto assembleare sulle tematiche di say on pay)(Esposito De Falco et al., 2018; Cucari, 2018).

In quanto responsabile dei mercati Italia e Grecia presso la società Gerogeson, i dati ottenuti da un campione di clienti nelle stagioni assembleari del triennio 2019-2021 evidenziano un engagement in crescita intorno al +20% da parte degli investitori istituzionali su temi ESG, ed in particolar modo con riferimento all'introduzione di metriche ESG nei piani di incentivazione. Le imprese per le quali è più probabile osservare un maggiore dialogo con la comunità finanziaria sono in genere di dimensioni maggiori, mature ed attente alle tematiche di corporate

governance, con una quota minore del 50% in capo all'azionista strategico, che per ottenere un elevato livello di supporto ha necessità di mantenere un confronto diretto e costante con gli azionisti di minoranza.

Pertanto, le richieste degli investitori istituzionali sono tendenzialmente accolte soprattutto dalle società più attente alla propria reputazione, più pronte ai cambiamenti e in grado di sfruttare economie di scala. Al contrario, le società con un peso delle minoranze meno significativo, pur tendendo di migliorare i propri risultati ed allinearsi alle best practice, sono meno propense ad accettare cambiamenti ed accogliere tutte le richieste degli investitori istituzionali

A livello internazionale, il riferimento primario in tema di investimenti ESG è rappresentato dalla *Global Sustainable Investment Review*, redatta dalla *Global Sustainable Investment Alliance*² ed arrivata oggi alla sua

² The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) is an international collaboration of membership-based sustainable investment organisations around the world. Our mission is to deepen the impact and visibility of sustainable investment organisations at the global level. Our vision is a world where sustainable investment is integrated into financial systems and the investment chain and where all regions of the world have coverage by vigorous

quinta edizione, relativa al biennio 2018-2020. Da questo documento è possibile riscontrare una crescita significativa degli investimenti ESG.

All'inizio del 2020, gli investimenti sostenibili a livello mondiale hanno raggiunto i 35,3 trilioni di dollari di masse gestite con riferimento a cinque grandi mercati, con un aumento del 15% nell'ultimo biennio analizzato.

Le attività di investimento sostenibile in gestione rappresentano il 35,9% del totale degli asset in gestione, rispetto al 33,4% del 2018. Tali investimenti continuano a crescere nella maggior parte delle regioni, con il Canada che ha registrato il maggiore incremento in termini assoluti negli ultimi due anni (crescita del 48%), seguito dagli Stati Uniti (crescita del 42%), Giappone (crescita del 34%) e Australasia (crescita del 25%) tra il 2018 e il 2020.

Il Canada rappresenta il mercato con la più alta percentuale di investimenti sostenibili, con il 62%, seguito dall'Europa (42%), Australasia (38%), Stati Uniti (33%) e Giappone (24%).

membership-based institutions that represent and advance the sustainable investment community

Gli Stati Uniti e l'Europa continuano a rappresentare oltre l'80% delle attività di investimento sostenibile a livello globale 2018-2020.

In relazione al largo utilizzo di questo modello, lo stesso report mostra una semplice tabella che definisce la crescita degli investimenti effettuati utilizzando i criteri ESG, rispetto al precedente report.

Tabella 1: Investimenti effettuati con criteri ESG (miliardi di US\$)

Regione	2016	2020	Growth
Europa	\$ 11.045	\$ 10.730	-13%
USA	\$ 8.723	\$ 17.081	42%
Giappone	\$ 606	\$ 2.235	24%
Canada	\$ 1.505	\$ 3.166	48%
<i>Australasia</i>	<i>\$ 707</i>	<i>\$ 1.295</i>	<i>25%</i>

Fonte: Global Sustainable Investment Alliance. *Global sustainable investment review 2020*.

1.2 Governance sostenibile

Quanto affermato finora rientra nell'ambito della governance sostenibile delle imprese. Alla luce dell'emergenza climatica in atto e della necessità di una società più equa, il raggiungimento degli obiettivi degli accordi internazionali (come l'Accordo di Parigi sul Clima o gli SDGs) è vincolato da un cambiamento della cultura delle singole imprese.

I Consigli di Amministrazione ed i sistemi di governance delle imprese dovrebbero essere orientati alla creazione di valore di lungo termine, piuttosto che alla massimizzazione del profitto di breve termine, così da rispettare la teoria dello sviluppo sostenibile e considerare in che misura gli aspetti di sostenibilità possano impattare il profilo di rischio della società

Tale aspetto è oggetto della consultazione OECD sui corporate governance principles che si concluderà il 21 ottobre 2022³ all'interno della quale si prevede:

“When fulfilling their key functions, boards are increasingly ensuring that material sustainability matters are also considered. For instance, boards may assess if and how sustainability matters affect companies’ risk profiles. Such

³ <https://www.oecd.org/corporate/ca/public-consultation-review-G20-OECD-principles-corporate-governance.pdf>

assessments may also relate to key executive remuneration and nomination (e.g. whether targets integrated into executives' compensation plans would be quantifiable, linked to financially material risks and incentivize a long-term view) or whether a board committee on sustainability would be useful. OECD due diligence standards on responsible business conduct can provide a useful framework for embedding sustainability factors in risk management systems and processes”.

Su tale aspetto anche l'ICGN all'interno del Principio 1 dei Global Governance Principles⁴ stabilisce: *The board is accountable to shareholders and relevant stakeholders for preserving and enhancing sustainable value over the long-term in alignment with a company's purpose and long-term strategy*

In tal senso nasce il tema della corporate governance sostenibile, intendendo con questa espressione la strutturazione di modelli di governance in un'ottica di tipo stakeholder view che riesca a spostare il focus delle imprese dagli azionisti e dalla generazione di profitto alle comunità di persone e alla generazione di valore socioeconomico. La corporate governance sostenibile, quindi, va oltre la rendicontazione non finanziaria o il

⁴ ICGN Global Governance Principles:
<https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-04/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf>

semplice rispetto degli obblighi normativi, ma si manifesta come un comportamento proattivo da parte delle imprese, volto al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità e al rispetto della teoria dello sviluppo sostenibile (Balluchi, et al., 2017).

Il filone di studi sulla shareholder view vede l'impresa come un mezzo – uno strumento – attraverso cui gli azionisti riescono a creare profitto, ossia valore strettamente economico, così da soddisfare esclusivamente i propri interessi, generando un ritorno adeguato del loro investimento. Questa visione è alla base delle teorie economiche di stampo neoclassico, sviluppate nel secolo scorso, principalmente in contesti anglosassoni (quali USA e Regno Unito), tra cui ad esempio la Teoria dell' Agenzia⁵ o la Teoria dei Costi di Transazione⁶.

In particolare, la prima delle teorie appena menzionate è di particolare rilievo, in quanto ha trovato larga applicazione nei contesti operativi delle imprese per

⁵ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, 3(4), 305-360.

⁶ Coase, R. H. (1960). *The problem of social cost*. In Classic papers in natural resource economics (pp. 87-137). Palgrave Macmillan, London.

un lungo periodo (dagli anni '80 del secolo scorso fino alla crisi finanziaria del 2007/2008). In quest'ottica assume particolare rilievo la separazione e la divergenza di interessi tra la proprietà ed il management delle imprese, che porta la proprietà a cercare di controllare l'operato degli amministratori così da riallinearne gli interessi a favore dei propri; al contempo i manager cercano di soddisfare la propria utilità, anche a scapito degli azionisti e della prosperità dell'impresa nel medio-lungo termine. Gli strumenti principalmente utilizzati dalla proprietà, in tal caso, riguardano la remunerazione e gli incentivi – monetari e non – assicurati al management (che devono essere percepiti da esso come maggiori rispetto ai benefici che trarrebbe agendo nei propri interessi anziché in quelli della proprietà)⁷.

Per quanto concerne il Teorema di Coase, esso ha trovato una applicazione al fine di dare una soluzione a problemi ambientali e sociali causati dalle imprese, già dalla sua formulazione negli anni '60. Infatti, secondo questa teoria, è possibile trovare un rimedio privato alle inefficienze del mercato generate a seguito di un problema ambientale o sociale: nel caso in cui un'impresa generasse

⁷ De Falco, S. E. (2014). *Corporate governance per il governo dell'impresa*. McGraw-Hill education.

un'esternalità negativa (come, ad esempio, un elevato livello di emissioni pericolose per la salute umana o l'elusione di adeguati standard di sicurezza sul lavoro) è possibile risolvere tale asimmetria attraverso la negoziazione privata tra l'impresa stessa e le parti danneggiate, senza la necessità di un intervento statale. Tuttavia, la realtà dei fatti ha dimostrato come in quasi tutti i casi, i soggetti danneggianti godono di un potere contrattuale molto più elevato rispetto alla controparte danneggiata, così che i primi riescono sistematicamente a "pagare" meno per i propri illeciti rispetto all'ipotesi di intervento di un'autorità. Un esempio possibile è quello del caso di Bhopal, in India nel 1984, quando l'esplosione di una cisterna ed il conseguente rilascio di elevate quantità di gas tossici ha portato alla morte di migliaia di persone⁸; attraverso l'applicazione del Teorema di Coase,

⁸ Senza considerare i decessi negli anni successivi per tumori e altre malattie riconducibili a tale disastro ambientale, ma solamente quelli derivanti da intossicazione nei giorni seguenti, le autorità locali stimano intorno ai 3.700 decessi; tuttavia, altre agenzie governative ne stimano tra i 15.000 ed i 20.000. cfr. <https://www.britannica.com/event/Bhopal-disaster> e <https://www.theatlantic.com/photo/2014/12/bhopal-the-worlds-worst-industrial-disaster-30-years-later/100864/>

i responsabili hanno risarcito i famigliari delle vittime con cifre tra 500 e 1.000 dollari ciascuna⁹.

D'altra parte, la stakeholder view al contrario assume che l'impresa sia un soggetto al centro di un sistema formato da una pluralità di interlocutori, ciascuno con i propri interessi e con le proprie aspettative, con i quali essa si relaziona e verso la quale ha delle responsabilità. Nelle scelte aziendali quindi non si dovrà più tener conto solamente degli interessi dei proprietari, ma anche di tutti gli stakeholder, che a diversi livelli influenzano la vita dell'impresa stessa, perseguendo l'obiettivo di creazione di valore socio-economico (Esposito De Falco, 2018). La stakeholder view, quindi, non smentisce quanto affermato dal primo filone teorico ma ne integra i contenuti andando oltre il semplice obiettivo di creazione di valore economico per gli azionisti, generando un valore sia economico che sociale, soddisfacendo contemporaneamente gli interessi di tutti i suoi interlocutori – tra cui sono collocati anche i proprietari¹⁰.

⁹ Conti, M. E. (2018). *Il management ambientale: Teorie, metodi e strumenti in una prospettiva sostenibile (Vol. 5)*. Edizioni Nuova Cultura.

¹⁰ Zattoni, A. (2020). *Corporate governance*. EGEA spa.

In Tal senso un importante contributo è stato apportato da Sumantra Ghoshal (2005). Questo articolo presenta una critica agli insegnamenti promossi dalle Business School americane o anglosassoni in generale. L'autore sottolinea come l'agire dei manager, così come l'opinione pubblica sulla loro attività, siano plasmati dai contributi scientifici in questo campo. Infatti, episodi di scandali finanziari come quelli di *Enron Corporation* o *Tyco Industries*, sono stati causati da una visione del management che non contemplava principi etici o morali. Questo tipo di comportamenti nascono in quanto le menti dei giovani studenti sono state forgiate da teorie che non consideravano affatto gli interessi degli stakeholder nell'agire dei manager e questo, secondo Ghoshal, fa sì che quando poi diventeranno manager metteranno in atto condotte in linea con queste teorie. L'autore, in particolare, cita alcune teorie, tra le quali la Teoria dell'agenzia, la Teoria dei costi di transazione di Williamson o anche la Teoria delle cinque forze competitive di Porter. Questi insegnamenti portano gli studenti a concepire come normali gli atteggiamenti opportunistici, legati solamente a vantaggi economici, senza considerare variabili etiche o morali; inoltre, in una

prospettiva del genere non sono considerati affatto altri tipi di stakeholder.

Ghoshal definisce quindi il processo che ha portato a tale sistema, individuando le due cause principali. La prima è definita “pretesa di conoscenza” e sta ad indicare un modello di teorizzazione basato sulla parziale analisi o completa esclusione di qualsiasi ruolo svolto dall'intenzionalità o dalle scelte umane, a favore di un comportamento razionale, descrivibile attraverso funzioni matematiche. Il secondo fattore è il liberalismo, il quale assume molteplici ipotesi pessimistiche tanto sugli individui quanto sulle istituzioni, avendo come obiettivo principale la ricerca di soluzioni capaci di ridurre i costi sociali determinati dall'imperfezione umana. Questi due fattori hanno portato ad un'eccessiva fiducia per affermazioni basate su analisi parziale e fondata su ipotesi irreali, mettendo in atto il processo sopra descritto che ha influenzato i futuri manager e quindi messo in atto gli insegnamenti di tali teorie.

Questa visione è importante in quanto gli stakeholder non rappresentano un limite alla discrezionalità delle imprese, imposto dal necessario rispetto degli interessi e delle aspettative che essi nutrono nei suoi confronti, ma rappresentano un'opportunità di

sviluppo per quelle realtà capaci di valorizzare tali interessi e ricavarne delle ulteriori risorse, talora anche strategiche e quindi utili alla creazione di valore stesso.

Come già accennato, il valore prodotto attraverso l'adozione di questa nuova prospettiva di base per l'operato delle imprese è di tipo multidimensionale, in quanto incorpora in esso tanto una dimensione economica, quanto una di tipo sociale, non direttamente quantificabile a livello monetario. In tal modo i benefici – monetari e non – derivanti dalle attività aziendali vengono distribuiti, oltre che tra gli azionisti, anche tra tutti gli stakeholder dell'impresa, in virtù delle relazioni che essi hanno instaurato con l'impresa.

Alla luce di quanto esposto finora è palese la natura della stakeholder view, quale teoria nata dall'unione dei principi economici ed aziendali a quelli etico-morali. Non si può ritenere infatti, come evidenziato precedentemente, che l'obiettivo dell'impresa sia esclusivamente quello di creazione del profitto, in quanto attorno alla sopravvivenza dell'impresa ruotano molteplici soggetti verso la quale essa ha degli obblighi morali¹¹. È necessario

¹¹ Si pensi a titolo esemplificativo ai dipendenti che vedono nelle imprese la loro fonte di sostentamento, alle organizzazioni a monte della catena del valore che producono reddito grazie ai rapporti di

quindi considerare anche questi ultimi nella definizione della vision d'impresa.

A tal proposito, l'importanza del tema viene rimarcata anche da un appello pubblicato su ilSole24Ore a marzo 2021, nel quale si specifica: *“Una governance aziendale sostenibile può diventare parte integrante della ripresa economica post Covid [...] la sostenibilità aziendale equivale a una migliore creazione di valore a lungo termine per le aziende stesse, in un contesto di competitività sostenibile”*.¹²

In virtù del rilievo del tema, la Commissione Europea ha effettuato una consultazione tra la fine del 2020 e l'inizio del 2021. L'iniziativa era rivolta a tutte le imprese che operano nel mercato europeo (sia con sede in uno Stato Membro che non) di qualsiasi settore e dimensione, ai relativi dirigenti, agli investitori, ai cittadini interessati ed a tutte le organizzazioni. Lo scopo della consultazione era quello di conoscere l'opinione dei soggetti interessati in relazione alla maggiore integrazione della sostenibilità nel governo societario, così come stabilito dal Green Deal Europeo e dal Recovery Plan (il

fornitura, oppure ai clienti ed alla società che hanno delle aspettative in termini di qualità dei prodotti, emissioni in atmosfera, ecc.

¹² <https://www.ilsole24ore.com/art/governance-e-sostenibilita-la-crescita-ADISPEPB>

piano di ripresa dall'emergenza legata alla pandemia di Covid-19 ed alla relativa crisi economica). La proposta in particolare concerne un incoraggiamento delle imprese *“a prendere in considerazione l'impatto ambientale, sociale, umano ed economico delle loro decisioni e a concentrarsi sulla creazione di valore sostenibile a lungo termine piuttosto che sul valore finanziario a breve termine”*¹³.

Un secondo spunto normativo che aiuta a comprendere l'importanza del tema è relativo al Nuovo Codice di Corporate Governance. Quest'ultimo è la nuova versione del Codice di Autodisciplina ed è stato pubblicato nel 2020 (in vigore dal 2021) dal Comitato per la Corporate Governance presso Borsa Italiana, la sua adozione da parte delle imprese quotate sul mercato italiano è su base volontaria. Il codice raccoglie sei articoli, suddivisi a loro volta in una serie di principi e raccomandazioni ed impone la regola di *comply or explain*. In questa nuova forma del codice viene rimarcata per la prima volta l'importanza della sostenibilità che viene inserita tra i principi di governo societario e tra i compiti del CdA.

¹³ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_it

Secondo il nuovo Codice di corporate governance il ruolo dell'organo amministrativo della società quotata è quello di *«guida[re] la società perseguendone il successo sostenibile»*. *Il successo sostenibile «si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società»*.

Tale concetto viene richiamato all'interno delle raccomandazioni e principi dall'art. 1 in cui si parla del ruolo del Consiglio di Amministrazione; all'interno dell'art. 3; all'interno dell'art. 5 in cui si trattano gli aspetti della remunerazione e all'interno dell'art. 6 in cui si trattano gli aspetti relativi al sistema di controllo interno e di gestione del rischio.

Ovviamente la formula del successo sostenibile come ravvisato da alcuni autori è una formula molto vaga e priva di indicazioni concrete¹⁴.

Come accade per buona parte delle raccomandazioni del codice di autodisciplina, la loro attuazione può realizzarsi attraverso recepimenti che si traducono in modifiche dello statuto e attuazioni che si fondano esclusivamente su decisioni degli organi amministrativi. Mario Stella Richter

¹⁴ Ad Ventrizzo, il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità in Società 2020 n.4 440-441

jr (2021) afferma che questa distinzione resta significativa per il diverso grado di coerenza e stabilità che il recepimento fatto a livello statutario comporta. I recepimenti statutari sono più rari e tuttavia non mancano significativi esempi di emittenti che già si sono mossi per “consacrare” lo scopo del successo sostenibile nei loro statuti. A spingere verso un recepimento di questo tipo può essere anche il desiderio di dare alla decisione il massimo effetto promozionale, ma, comunque, ne consegue un grado di maggiore stabilità: la scelta di rifarsi a quel principio si impone non solo agli attuali amministratori ma a tutti i successivi (fino alla eventuale abrogazione della norma statutaria).

Alcuni esempi di tali modifiche possono essere riscontrati nelle nuove versioni degli statuti di alcune società italiane come Snam, SESA ed Hera che seguendo il dibattito iniziato in Francia con l’approvazione della *loy Pacte*¹⁵ nel

¹⁵<https://www.actualitesdudroit.fr/browse/affaires/societes-et-groupements/21882/loi-pacte-l-interet-social-et-la-raison-d-etre-des-entreprises> En droit des sociétés, la nouveauté majeure de la loi PACTE est incontestablement la modification des [articles 1833](#) et [1835 du code civil](#) (L. n° 2019-486, 22 mai 2019, art. 169). En plus de consacrer l’intérêt social, le législateur confère une réelle place aux enjeux sociaux et environnementaux. Ainsi, l’alinéa qui est ajouté à l’[article 1833](#) dispose que « La société est gérée dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et

2019 hanno inserito il purpose¹⁶ aziendale all'interno del proprio statuto.

Ovviamente la scelta di intervenire sullo statuto rispetto a regolamenti del Consiglio o dei comitati ha un impatto cogente in quanto vincola anche i futuri amministratori dell'emittente e può essere cambiato soltanto attraverso una delibera assembleare approvata con maggioranze rafforzate.

Le scelte adottate dalle società sono annoverabili in due categorie:

- a) enunciazione statutaria dello "scopo" della società,

environnementaux de son activité ».

Si tout dirigeant doit désormais prendre ses décisions en ayant conscience de ces enjeux, ni la nullité de la société ni la nullité des actes et délibérations des organes de la société ne saurait être recherchée pour inobservation de l'[alinéa 2 de l'article 1833 du code civil](#) car l'[article 1844-10 du code civil](#) est modifié afin d'exclure cet alinéa 2 : « à l'exception du dernier alinéa de l'article 1833 ». Enfin, la modification de l'[article 1835 du code civil](#) permet aux sociétés qui le souhaitent de se reconnaître une « raison d'être », qu'ils pourront inscrire dans leurs statuts ([L. n° 2019-486, 22 mai 2019, art. 169](#)). Le législateur a donc suivi le rapport « l'entreprise, objet d'intérêt collectif » (J-M Senard et Nicole Notat) qui indiquait que la notion de raison d'être peut être définie comme « l'expression de ce qui est indispensable pour remplir l'objet social ».

¹⁶

b) intervento sul fronte dei poteri degli amministratori, disponendo che «*l'organo amministrativo guida la società perseguendo il successo e la crescita sostenibile a beneficio degli azionisti*»¹⁷.

La prima opzione è stata adottata da Snam¹⁸ che ha introdotto il corporate purpose “*Energia per ispirare il mondo*” insieme ad ulteriori modifiche all’art. 2 dello Statuto Sociale con l’obiettivo rafforzare l’impegno di Snam nel favorire il processo di transizione energetica.

La seconda scelta è stata adottata da SESA la quale in linea con le best practice introdotte dal nuovo Codice di Corporate Governance (applicabile a partire dall’esercizio 1° maggio 2021- 30 aprile 2022), “*rafforza così ulteriormente*

¹⁷ <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2021/01/Relazione-illustrativa-modifica-art.-19-statuto.pdf>

¹⁸ https://www.snam.it/export/sites/snam-rp/repository/file/Governance/organi_sociali/assemblea_azionisti/ver-bali_documenti/2021/Relazione-Illustrativa-Modifiche-Statutarie-002.pdf : . La Società svolge attività d’impresa con la finalità di favorire la transizione energetica verso forme di utilizzo delle risorse e delle fonti di energia compatibili con la tutela dell’ambiente e la progressiva decarbonizzazione (Energia per ispirare il mondo). A tal fine, la Società esercita e organizza l’attività d’impresa con lo scopo di perseguire il successo sostenibile attraverso la creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la Società.

il proprio impegno a perseguire la crescita “sostenibile” di lungo termine ed intende avviare le operazioni propedeutiche all’acquisizione della certificazione B-Corp, accreditata internazionalmente dall’ente no profit B Lab, al fine di misurare le proprie performance di sostenibilità in materia ambientale, sociale, di sviluppo del capitale umano e di generazione di valore non finanziario verso gli stakeholder”.

Ulteriore elemento di interesse è il riferimento esclusivamente agli azionisti inserito nello statuto di SESA ed il riferimento all’interesse degli altri stakeholder nello statuto di Snam.

Su tale aspetto Mario Stella Richter jr. in Diritto Bancario osserva:

“Tuttavia, a ben vedere, anche qui le differenze sono più apparenti che reali. Nel primo caso probabilmente nulla è cambiato rispetto al classico modello societario, poiché gli amministratori sono pur sempre chiamati a creare valore per gli azionisti e il richiamo alla sostenibilità può volere dire tante cose (sostenibilità interna e quindi semplice salvaguardia della continuità aziendale; o anche sostenibilità esterna e quindi considerazione dell’impatto dell’attività di impresa sul clima, sull’ambiente, sulla società e su mille altre cose), ma lo statuto non chiarisce il significato in cui il termine è usato e gli amministratori restano padroni di valutare anche gli interessi “altri” nella

misura in cui discrezionalmente ritengano che la loro considerazione giovi, per così dire “sinergicamente”, alla creazione di valore per i soci. Nel secondo caso, invece, il richiamo alla considerazione degli interessi “altri” è espresso e tuttavia, proprio perché non si specificano quali siano questi altri rilevanti stakeholder e neppure in che senso il tenere conto dei loro interessi possa incidere sul perseguimento dello shareholder value, è evidente che all’atto pratico la discrezionalità degli amministratori non potrà certo dirsi diminuita; semmai ampliata, nella misura in cui, di fronte a un sacrificio (peraltro difficilmente quantificabile e dimostrabile) dell’interesse degli azionisti, gli amministratori potranno invocare la doverosa «considerazione» degli ulteriori valori, fattori, interessi... e comunque annacquare il tutto nelvago orizzonte del lungo termine (nel quale comunque... we are all dead).”

1.3 Come misurare il long term: il ruolo delle agenzie di rating ESG

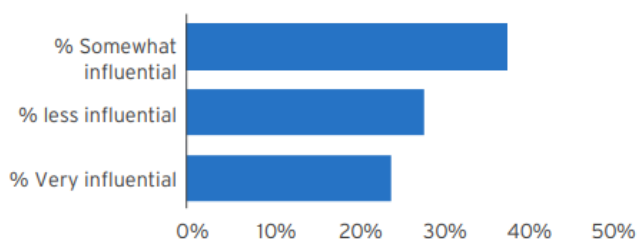
Un requisito chiave per la formazione di strategie d'investimento sostenibili è l'accesso a dati, rating e ricerche di alta qualità sulla sostenibilità.

Questi rating sono ora utilizzati dai gestori di investimenti con trilioni di dollari di patrimonio in gestione che influenzano la costruzione del portafoglio e il trading.

Dall'*Institutional Investor Survey* di Georgeson si ribadisce il peso delle agenzie di rating ESG nelle valutazioni condotte da parte degli investitori istituzionali.

Il 65% dei rispondenti alla survey hanno rilevato che le problematiche evidenziate dalle agenzie di rating ESG possono impattare le scelte di voto in assemblea degli azionisti.

How impactful could ESG controversies be on your voting decisions?



Tuttavia, a causa della loro multidimensionalità e della difficoltà di osservare chiaramente i risultati associati alla performance ESG, è molto meno chiaro come si possa o si debba giudicare risultati associati alle performance ESG, è

molto meno chiaro come si possa o si debba giudicare la loro qualità.

Di conseguenza, una corrente emergente della letteratura si è concentrata sul fatto che le agenzie assegnano alla stessa azienda valutazioni molto diverse, con conseguenti dubbi sulla loro utilità (Chatterji, et al., 2016; Berg, Koelbel and Rigobon, 2019).

In questo contesto sono merse a livello globale una serie di iniziative e studi volti a definire lo stato di avanzamento del mercato dei prodotti e dei servizi legati alla sostenibilità. Ad esempio rapporto *OECD ESG ratings and climate transition* (2022), il quale evidenzia le aree di miglioramento per rafforzare l'allineamento dei punteggi del pilastro E agli obiettivi della transizione a basse emissioni di CO₂ e sostenere gli sforzi internazionali, come quelli intrapresi dal G20, per migliorare la coerenza, la comparabilità e la qualità delle metriche ESG di base. In particolare, questo rapporto sottolinea l'importanza di disporre di processi di monitoraggio e verifica efficaci per garantire che gli operatori di mercato possano verificare e valutare i progressi in linea con una transizione verso un'economia più sostenibile.

Un ulteriore report è stato presentato dall'*International Organization of Securities Commissions* nel 2021 e riguardante le questioni relative ai rating e ai prodotti di dati ESG, con l'obiettivo di comprendere le implicazioni delle attività dei fornitori di rating e di dati ESG sugli investimenti sostenibili. In effetti, man mano che gli investitori diventano più sensibili ai potenziali rischi finanziari posti dal cambiamento climatico, tali considerazioni stanno diventando sempre più importanti nel processo decisionale di investimento. La domanda degli investitori e gli adeguamenti normativi incoraggiano lo sviluppo di nuovi prodotti di rating e dati ESG.

La stessa Commissione Europea ha pubblicato uno studio¹⁹ che stabilisce un inventario e una classificazione degli attori del mercato, dei prodotti e dei servizi di

¹⁹ *The study on sustainability-related ratings, data and research ('the study') was published in January 2021. The study identified a number of issues pertaining to the functioning of the market of ESG ratings providers, in particular on transparency around data sourcing and methodologies, as only few firms disclose the underlying indicators or their actual weights of their assessment. The study also highlighted issues in terms of timeliness, accuracy and reliability of ESG ratings. Another issue identified related to biases, based on the size and location of the companies. Finally, it highlighted potential conflicts of interest associated with certain aspects of their work, including where providers both assess companies and offer paid advisory services or charge companies to see their own reports.*

sostenibilità disponibili sul mercato e analizza l'uso e la qualità dei prodotti e dei servizi legati alla sostenibilità da parte dei partecipanti al mercato. Lo studio esplora come l'affidabilità e la qualità della valutazione dei dati, delle valutazioni e delle ricerche sulla sostenibilità da parte di fornitori terzi possano essere migliorate e fornisce raccomandazioni per stimolare la domanda e migliorare la qualità dell'offerta. Questa ricerca si basa su una combinazione di ricerche a tavolino e sul coinvolgimento degli stakeholder con vari attori lungo la catena del valore. Per quest'ultima, le parti interessate, che vanno dalle società quotate, ai dati relativi alla sostenibilità, alle valutazioni e ai fornitori di ricerca, alla gestione degli asset e ai proprietari, agli esperti del settore e alle organizzazioni non governative, hanno partecipato attraverso un sondaggio online o interviste in profondità.

Nella sottostante tabella sono riportati alcuni dei dati essenziali relativi ai principali rating ESG monitorati dallo studio della Commissione Europea.

Provider ¹³¹	Total ESG-Related Staff	ESG Data Processors	ESG Analysts / Researchers	Ratings per Analyst (* = ¹³² Estimated)	Companies Covered	Years of Data / Research Experience
MSCI Research ESG Rating	350	150	200	~ 50*	13 500 (2 000 in EU)	40+
ISS ESG ESG Rating	400		180	~ 55*	10 000	25+
RepRisk ESG Data	85	20	65	~ 60*	4 000	13+
Refinitiv ESG Data	150+		150+		9 400 (2 100 in EU)	18+
Confidential ESG Rating			205	40		
Confidential ESG Data			130	75		
CDP ESG Data	400		30		9 000 (3 000 in EU)	15
Vigeo Eiris ESG Rating	240		140	29		17
Sustainalytics ESG Rating	447		200		4 000	26
S-Ray Arabesque ESG Rating	50		10		7 000	
ECPI ESG Ratings	15				4 000	15
Confidential ESG Rating		4	2			
Confidential ESG Data		1	1	20		
Confidential ESG Rating		10	10			
Confidential ESG Rating		3	5	15		23
Confidential ESG Research		13	10	80		

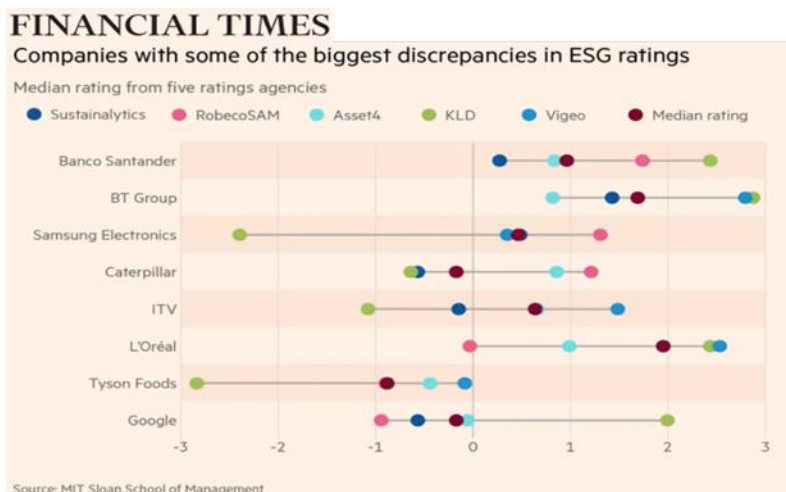
Fonte: Commissione Europea (2020). Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research

Come anticipato le metodologie di analisi utilizzate dalle agenzie di rating non sono uniformi e possono condurre a

valutazioni significativamente discordanti tra i vari provider tra le stesse aziende.

Nel 2020 il Financial Times ha pubblicato un articolo basato su un'analisi condotta dal MIT che da evidenza delle discrasie esistenti tra le diverse agenzie di rating. Nella figura sottostante sono riportati i risultati per alcune delle più importanti società a livello globale, come Banco Santander, Google o Samsung, ed è possibile notare come possano esserci anche significative differenze tra i punteggi assegnati da diversi *data providers*.

A titolo meramente esemplificativo è visibile la significativa differenza nelle valutazioni effettuate da Sustainalytics e RobecoSAM su banco Santander.



È possibile riscontrare risultati analoghi effettuando una breve analisi del rating assegnato alle prime 5 società italiane per capitalizzazione da parte di 3 agenzie di rating che rendono pubblico il punteggio all'interno del proprio sito internet. La tabella sottostante evidenzia le significative discrasie esistenti nei sistemi di valutazione delle diverse agenzie di rating : ad esempio Enel ha ricevuto una valutazione molto positiva da MSCI e Refinitiv e intorno alla metà della scala di valori da Sustainalytics e Legal&General; allo stesso modo Unicredit è stata valutata con un rating positivo ma non eccezionale da MSCI ed in modo molto positivo da parte di LGIM

	<i>MSCI</i> (CCC- AAA)	<i>Sustainalytics</i> (40+ - 0)	<i>Refinitiv</i> (<25 - >75)	<i>LGIM</i> (0 - 100)
<i>Enel</i>	AAA	22.8	92	59
<i>Eni</i>	A	27.5	84	33
<i>Intesa</i>	AAA	15.4	93	79
<i>Generali</i>	AA	17.8	93	67
<i>Unicredit</i>	A	22	87	73

Il 27 Giugno l'ESMA²⁰ ha pubblicato *“Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU”*, dalla quale emerge una concentrazione dell'industria e l'utilizzo di più provider da parte degli utilizzatori di tali servizi.

Inoltre, le società valutate da parte delle agenzie di rating si trovano a dedicare almeno un certo livello di risorse alle loro interazioni con rater ESG e dalle quali emerge una carenza di interazioni per quanto riguarda il livello di trasparenza alla base del rating, la tempistica del feedback o la correzione degli errori.

La pubblicazione ESMA segue il report²¹ pubblicato dallo IOSCO²² dalla cui indagine conoscitiva emergeva:

- Scarsa chiarezza e allineamento sulle definizioni, anche per quanto riguarda i dati che si intendono misurare;

²⁰ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-call-evidence-esg-ratings>

²¹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>

²² https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=11 . The IOSCO Board is the governing and standard-setting body of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and is comprised of 33 securities regulators.

- Mancanza di trasparenza sulle metodologie alla base delle valutazioni;
- La comunicazione con gli emittenti è un'area meritevole di attenzione visto l'esigenza di garantire che rating siano basati su informazioni solide.

1.4 Say on Pay

Le persone e le loro competenze rappresentano un aspetto essenziale per l'efficace funzionamento delle aziende, ragione per cui le politiche remunerative rappresentano uno strumento fondamentale di attrazione e fidelizzazione dei talenti ed altresì un tassello fondamentale per una buona governance societaria garantendo che gli incentivi dei manager siano allineate alle performance aziendali.

In tal senso il Codice di Corporate Governance per le società quotate prevede all'art 5 principio XV che la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della

competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società.

Il Regno Unito è stato il primo paese a livello mondiale ad introdurre la pratica del say on Pay nel 2002. L'obiettivo perseguito era quello di fornire agli azionisti delle società quotate in borsa la possibilità di votare sulle pratiche retributive del management.

Il Regno Unito ha pertanto fatto da trend setter per i restanti mercati europei inclusa l'Italia che in un primo momento ha sottoposto al voto degli azionisti esclusivamente la relazione sulla remunerazione attraverso un voto consultivo e a distanza di nove anni su impulso del legislatore europeo ha reso vincolante il voto degli azionisti sulla politica di remunerazione e ha introdotto un voto consultivo sui compensi corrisposti ad amministratori e top managers nell'ultimo esercizio, in entrambi i casi già a partire dalle assemblee del 2020 per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2019 (chiamate quindi ad approvare con voto vincolante la politica retributiva per l'esercizio 2020, e con voto consultivo i compensi corrisposti nel 2019), ampliando così di molto le possibilità, per gli azionisti di minoranza, di esprimere dissenso su una materia delicata e, con riguardo alla determinazione dei compensi degli

amministratori investiti di particolari cariche, particolarmente esposta al rischio di conflitti d'interesse.

Il Say on pay in Italia è regolato dall'art 123 ter del testo unico della finanza che con le modifiche introdotte dal dlgs 49 del 10.05.2019 ha disciplinato la Politica di Remunerazione e la Relazione sui Compensi corrisposti prevedendo:

art 123 ter 3bis La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Fermo quanto previsto dal comma 3-ter, le società sottopongono al voto dei soci la politica di remunerazione di cui al comma 3 con la cadenza richiesta dalla durata della politica definita ai sensi del comma 3, lettera a), e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima.

art 123 ter 4 . La seconda sezione della relazione, in modo chiaro e comprensibile e, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata, salvo quanto previsto dal regolamento emanato ai sensi del comma 8, per i dirigenti con responsabilità strategiche :

- a) fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione,

compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione relativa all'esercizio di riferimento ;

- b) illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento;

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

Nel dettaglio il contenuto dei documenti citati è poi dettagliato all'interno dell'allegato 3° del regolamento emittenti schema n.7 BIS.

In considerazione dell'esistenza del Say on Pay possiamo dire che sono maturate nel corso degli anni alcune best practice attraverso il dialogo tra investitori e società emittenti che hanno indotto quest'ultime a migliorare la qualità e la quantità delle informazioni al fine di poter ricevere un supporto assembleare da parte degli azionisti.

In estrema sintesi riportiamo alcuni punti di attenzione della comunità finanziaria:

- Indipendenza del Comitato Remunerazione
- Quantum remunerativo non eccessivo rispetto ai peers;
- Evitare Pay for failure, collegamento tra remunerazione e performance finanziaria ed ESG dell'emittente
- Tempistiche e livello di disclosure adeguati a consentire una decisione informata
- Adozione di sistemi di malus e clawback
- Vesting dei piani di incentivazione lungo termine non inferiore ai 3 anni
- Assenza di bonus discrezionali e/o garantiti
- Evitare eccessive forme di severance o termination payments

1.5 Say on Climate

Dopo tanti anni di quasi esclusiva attenzione sugli aspetti relativi alla trasparenza delle politiche di remunerazione del management l'attenzione degli investitori si è spostata in modo significativo sugli aspetti di sostenibilità

Secondo l'iniziativa il voto degli azionisti sugli aspetti inerenti ai piani di transizione climatica è un tema di estrema rilevanza per una lotta efficace al cambiamento climatico in quanto le società sono responsabili direttamente di circa il 35% di emissioni di gas serra.

Già nel novembre 2020 Marck Carney²³ inviato speciale UN su *Climate Action* chiedeva agli investitori di aumentare la pressione nelle aziende sulle quali hanno investito a sottoporre le loro strategie sul cambiamento climatico al voto annuale degli azionisti, affermando che tale meccanismo potrebbe migliorare la supervisione degli impegni a ridurre le emissioni di gas serra.

²³ <https://www.reuters.com/article/us-climatechange-britain-summit-idUSKBN27P10O>

Il tema si inserisce nell'ambito di un quadro di crescente interesse degli investitori sulle tematiche ESG ed in particolare sugli aspetti connessi al cambiamento climatico che anche nel contesto dell'engagement che abbiamo seguito con i nostri clienti occupa uno spazio sempre maggiore

Il tema del Say on Climate presenta significativi punti di analogia con il Say on Pay:

- Un voto consultivo degli azionisti con le relative analisi che verranno effettuate da investitori e proxy advisors che si sono dotati a cavallo tra 2021 e 2022 di voting policy su tale aspetto;
- La necessità di adottare un piano di engagement con i propri investitori;
- L'esigenza di coinvolgere i comitati consiliari
- L'adozione di alcuni standard di trasparenza essenziali;
- L'assenza specie in fase embrionale di vere e proprie best practice;

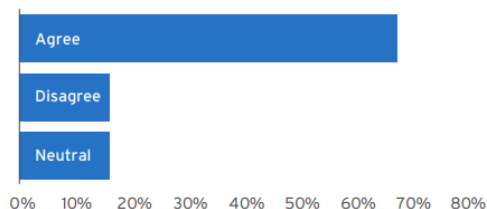
Una recente Survey di Georgan²⁴ svolta su un significativo campione di investitori istituzionali rappresentativi di circa \$30,5 trilioni di AUM evidenzia l'estrema rilevanza del tema per la comunità finanziaria.

Climate Escalation

The crackdown on emissions

Overall, investors welcome emission reduction targets that are verified by the Science Based Target initiative (SBTi) and are targeting companies in carbon intensive sectors who fall behind their peers.

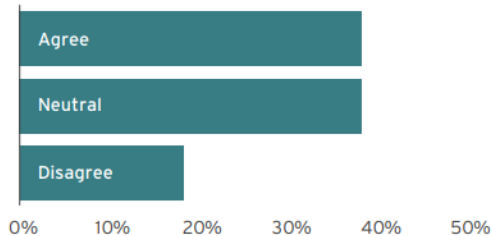
Are you likely to support management 'say on climate' proposals?



²⁴<https://www.georgeson.com/uk> A global provider of strategic shareholder engagement, proxy solicitation and governance consulting services. We've helped many of the world's leading organisations maximise the value of relationships with their investors and stakeholders. Our unclaimed property services improve shareholder satisfaction while reducing shareholder maintenance costs for the company.

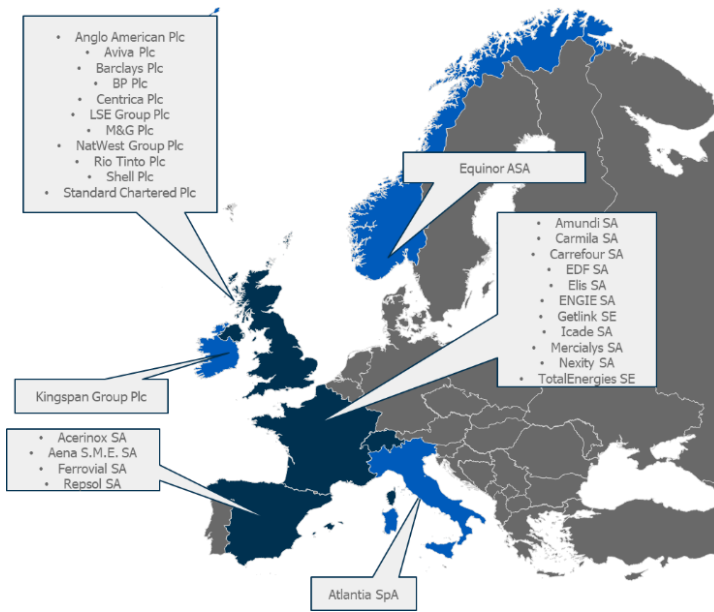
40% of respondents indicated they would likely support 'say on climate' shareholder proposals if they provide a compelling case.

What are your views on a "say on climate" resolution?



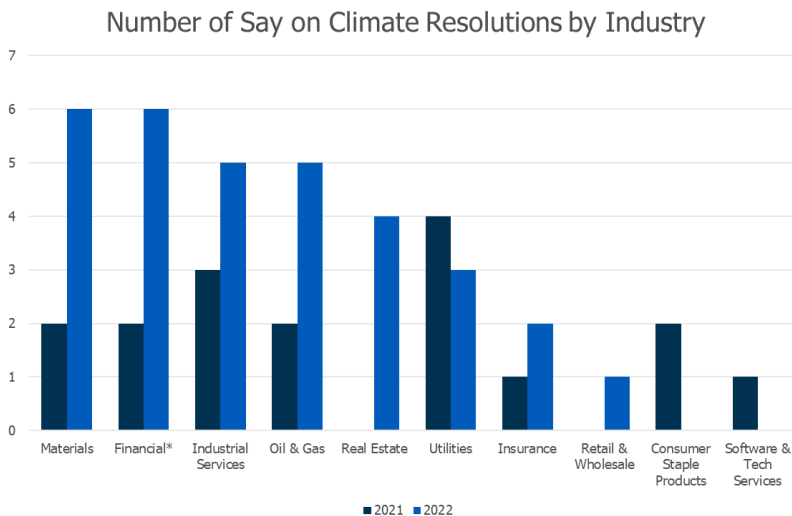
Nel 2022 nel contesto europeo abbiamo assistito ad un aumento delle proposte di delibere di Say on Climate

- Circa il 70% delle proposte sono state sottoposte al voto degli azionisti in Francia e UK
- Il numero di proposte sul Say on Climate è aumentato da 3 nel 2021 a 11 nel 2022 in Francia, con un incremento pari al 267%



Effettuando una comparazione per settore emerge:

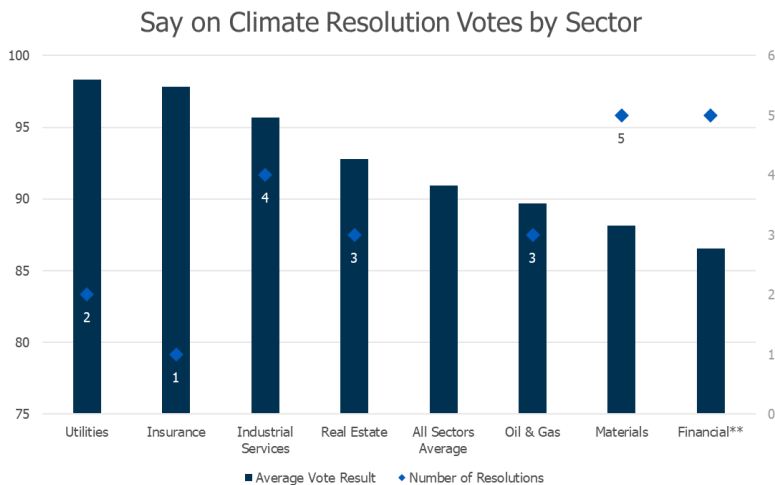
- I settori nelle quali sono state presentate il maggior numero di risoluzioni di Say on Climate sono stati quello dei materiali e quello finanziario;
- Oltre a quello dei Materiali e a quello Finanziario, il settore che ha visto il maggior incremento del numero di votazioni Say on Climate rispetto al 2021 è il settore Immobiliare. Il 2022 è stato il primo anno in cui una società del settore immobiliare ha proposto una risoluzione Say on Climate.



Ad oggi i primi risultati assembleari mostrano un largo consenso su tali delibere da parte degli investitori istituzionali.

Come visibile nel grafico sottostante:

- Il livello di approvazione media è pari al 91%;
- Le delibere con il livello di approvazione più basso è nel settore finanziario con un supporto 86.5% e 88.1%.



Inoltre, dalle prime evidenze rispetto ai report dei Proxy Advisors emerge che ISS in generale ha espresso un'indicazione di voto favorevole rispetto a tali delibere, evidenziando in alcune circostanze l'importanza che tali item siano sottoposti con cadenza periodica al voto degli azionisti in modo che quest'ultimi possano monitorare l'attuazione della strategia da parte dell'emittente ed esprimere il proprio voto su sviluppi futuri.

Al contrario, alcune critiche sul tema sono state sollevate relativamente alla potenziale de-responsabilizzazione del consiglio di amministrazione in merito alle strategie sulla transizione energetica. Come un business plan non viene posto al voto assembleare, neanche in via consultiva, allo

stesso modo è stato obiettato, la transizione climatica deve rimanere nelle prerogative del consiglio di amministrazione senza che lo stesso si de-responsabilizzi attraverso un avallo assembleare.

Coordinando le due opinioni si può quindi dire che è ben visto un voto assembleare sul Say on Climate, laddove la strategia aziendale sia sul punto chiara e definita, coronata da un engagement esteso ed efficace anche fuori dall'assemblea e che quest'ultima si limiti ad essere un *check point* utile a rendicontare gli azionisti sullo stato di avanzamento ed eventualmente, attraverso l'analisi del voto, segnalare azionisti dissenzienti con i quali rafforzare il dialogo.

In altri termini nel valutare da parte degli emittenti l'opportunità di sottoporre al voto assembleare una delibera di Say on Climate dovrebbero essere valorizzati i seguenti aspetti:

- *Net zero commitment* con riferimento alle emissioni scope 1, 2 e 3
- Riduzione dei target nel breve, medio e lungo periodo;
- Disclosure in linea con le raccomandazioni TCFD;

- Target validati dalla SBTI²⁵.
- Engagement con i propri investitori

Un ulteriore elemento di interesse potrebbe essere l'introduzione di metriche collegate al cambiamento climatico all'intero dei piani di incentivazione del management.

In considerazione degli obiettivi che vengono perseguiti attraverso i piani di transizione energetica un significativo numero di emittenti che ha sottoposto il piano al voto degli azionisti ha altresì inserito metriche ESG e nella fattispecie ambientali per focalizzare l'attenzione del management negli obiettivi da perseguire.

Tale aspetto è rilevato anche dal recente memo sul *say on climate* pubblicato da ISS²⁶ il quale rilevava l'importanza di una metrica collegata al cambiamento climatico nei piani di incentivazione del management al fine di poter

²⁵ <https://sciencebasedtargets.org/set-a-target>. *Science-based targets provide a clearly-defined pathway for companies and financial institutions to reduce greenhouse gas (GHG) emissions, helping prevent the worst impacts of climate change and future-proof business growth. Targets are considered 'science-based' if they are in line with what the latest climate science deems necessary to meet the goals of the Paris Agreement – limiting global warming to 1.5°C above pre-industrial levels.*

²⁶ The Rise of Say on Climate Proposals

sostenere che il say on climate sia costruito adeguatamente.

Nella tabella sottostante sono riportati i dati delle società che hanno sottoposto analoga delibera al voto degli azionisti.

<i>Company</i>	<i>AGM</i>	<i>% of support</i>	<i>ISS</i>	<i>Glass Lewis</i>
<i>Aena</i>	03/2022	94,4%	For	Abstain
<i>UBS</i>	04/2022	77,7%	For	Abstain
<i>Ferrovial</i>	04/2022	92,5%	For	Against
<i>Rio Tinto</i>	04/2022	84,3%	For	For
<i>Anglo American</i>	04/2022	94,2%	For	For
<i>Engie</i>	04/2022	96,7%	For	For
<i>Icade</i>	04/2022	99,3%	For	For
<i>Getlink</i>	04/2022	97,3%	For	For
<i>London Stock Exchange</i>	04/2022	98,6%	For	Abstain
<i>Mercialys</i>	04/2022	81,1%	For	Abstain

<i>Glencore</i>	04/2022	76,3%	Against	Against
<i>Natwest</i>	04/2022	92,6%	For	For
<i>Atlantia</i>	04/2022	98,4%	For	For
<i>Kingspam</i>	04/2022	96,1%	For	Against
<i>Holcim</i>	05/2022	89,8%	For	Holcim
<i>Barclays</i>	05/2022	80,8%	For	For
<i>Standard Chartered</i>	05/2022	83,0%	For	For
<i>Repsol</i>	05/2022	83,0%	For	For
<i>Aviva</i>	05/2022	97,8%	For	For
<i>Equinor</i>	05/2022	97,5%	Against	Against
<i>Carmila</i>	05/2022	98,0%	For	Against
<i>Electricite de France</i>	05/2022	99,9%	For	For
<i>BP</i>	05/2022	88,5%	For	For
<i>Amundi</i>	05/2022	97,7%	For	For
<i>Nexity</i>	05/2022	87,9%	For	For

<i>Elis</i>	05/2022	95,5%	For	For
<i>Shell</i>	05/2022	79,9%	For	For
<i>M&G</i>	05/2022	79,6%	For	For
<i>TotalEnergie s SE</i>	05/2022	88,9%	For	For
<i>Carrefour SA</i>	06/2022	87,4%	For	Abstain
<i>Centrica Plc</i>	07/2022	80,0%	For	For
<i>National Grid Plc</i>	07/2022	98,4%	For	For

All'interno del contesto italiano l'unica società che nel 2022 ha sottoposto la delibera al voto degli azionisti è stata Atlantia. La società ha posto in essere un articolato percorso iniziato nel 2021 attraverso l'approvazione del piano integrato di sostenibilità, l'istituzione di un Comitato di sostenibilità e elaborazione di un piano di azione pluriennale per la decarbonizzazione, articolando un percorso con target di riduzione delle emissioni dirette a breve, medio e lungo termine.

Il Consiglio di Amministrazione ha, altresì, deliberato di richiedere la validazione di tali target a *Science Based Target*

initiative (“SBTi”), dando mandato all’Amministratore Delegato per la divulgazione e promozione del conseguimento di tali target alle società del Gruppo e agli altri stakeholder chiave con un ruolo rilevante nella roadmap di decarbonizzazione del portafoglio di attività del Gruppo.

I temi prioritari in materia ambientale, sociale e di governance, e in particolare sul clima, oltre ad essere parte integrante dell’agenda del Consiglio di Amministrazione e del top management, sono anche stati inseriti nei sistemi di incentivazione manageriale, come delineato dalla politica di remunerazione della Società (cfr. prima sezione della Relazione sulla Remunerazione anni 2021 e 2022).

Al termine di tale articolato percorso, il Consiglio di Amministrazione ha valutato doveroso ed opportuno conoscere l’opinione degli Azionisti sulla roadmap per la riduzione delle emissioni al 2030 e 2040 (“*Climate Action Plan*” o “CAP”), del cui stato di avanzamento verrà data informativa ai soci attraverso un report triennale sottoposto, anch’esso, sotto forma di rendicontazione periodica, al voto consultivo non vincolante dell’Assemblea dei Soci. Pur nella consapevolezza che la strategia sul clima (che include anche l’approccio ai rischi conseguenti al cambiamento climatico, il perseguimento

delle opportunità derivanti dalla transizione a un'economia a basse emissioni di CO₂ e l'attività di positiva influenza dei policy maker), rientri nell'esclusiva responsabilità del Consiglio di Amministrazione, come peraltro previsto nella citata disposizione dello Statuto (art.27), l'importanza e l'attualità dell'argomento hanno indotto il Consiglio di Amministrazione a sottoporre alla presente Assemblea il *Climate Action Plan* per ricevere un parere non vincolante da parte dei Soci in merito, con l'impegno di dare periodica disclosure del suo stato di implementazione e delle eventuali modifiche apportate allo stesso nel corso del tempo in vista dell'evolversi del contesto regolamentare, normativo, tecnologico ed operativo.

L'assemblea degli azionisti si è pronunciata in senso favorevole con un supporto pari al 98.4%²⁷ e con indicazione di voto favorevole da parte dei proxy advisors ISS e Glass Lewis.

²⁷https://www.atlantia.com/documents/37344/553723/Rendiconto_Sintetico_ITA.pdf/1c6608b4-a180-0aa2-94f2-c0bb60620be5?t=1651238517254

Tra gli investitori che dall'analisi del voto assembleare hanno espresso un giudizio negativo possiamo riportare i seguenti statement²⁸:

- *Calvert: A vote AGAINST is warranted given: non-annual vote diminishes importance of shareholder vote; Scope 3 targets are based on intensity, only for 2030, and do not include the full gamut of sources; though have climate lobbying policy, have not disclosed audit of lobbying or trade association activity; targets are not third party assured, though expecting SBTI review expected in late 2022; and there are no clear CAPEX commitments.*
- *British Columbia: BCI has a strong commitment to address climate change with portfolio companies. It is our expectation that management have a climate strategy that is approved by the Board and that details are provided to shareholders. However, an advisory vote on climate is not ideal in our view and if a company does not meet our expectations on its approach to climate change, we will vote against the election of directors.*

²⁸ Dato estratto dalla piattaforma Proxy Insight nella quale vengono pubblicati ex post le indicazioni ed il rationale di voto di alcuni investitori

1.6 Domanda di Ricerca

Alla luce di quanto esposto finora, il contesto in cui operano le società quotate è profondamente mutato in pochi anni, con la conseguente necessità delle imprese a mettere in atto dei radicali cambiamenti così da non perdere competitività ed intercettare al meglio i gusti dei clienti, le istanze degli investitori e, in generale, i flussi di risorse materiali ed immateriali provenienti dall'esterno. Alcuni esempi di tali fenomeni sono: l'attenzione mediatica riconosciuta al cambiamento climatico con i conseguenti fenomeni naturali avversi; il mutato contesto geopolitico; la pandemia causata dal coronavirus SARS-CoV-2; un ritrovato interesse riguardo agli aspetti sociali delle imprese; la necessità di un management sempre più capace di convogliare gli interessi di tutti gli stakeholder a favore dell'impresa. Fino a pochi anni fa molti di questi aspetti relativi allo sviluppo sostenibile non erano considerati dalla maggior parte degli operatori economici, ivi comprese le società, se non solo in maniera marginale o secondaria rispetto alla generazione di profitto, ovvero da pochissime realtà imprenditoriali. Come precedentemente accennato una dimostrazione di questo mutamento è il recente statement della *Business Roundtable*, pubblicato il

19 agosto 2019, nella quale l'associazione dei 181 CEO delle più importanti imprese nordamericane riconosce per la prima volta l'importanza di un purpose imprenditoriale che rispetti i principi della stakeholder view²⁹.

Queste trasformazioni delle economie avvengono sempre più rapidamente e comportando cambiamenti di portata sempre maggiori, facendo sì che solo alcune imprese – ed alcuni paesi – riescono a stare al passo e guadagnare terreno rispetto ai competitors, mentre altre periscono a causa della loro scarsa resilienza ed incapacità di adattamento. A tal proposito, si parla infatti di una sorta di evoluzione darwiniana, o di “selezione naturale” delle imprese, per cui solo quelle che riescono ad integrare i cambiamenti esterni, o meglio ad essere proattive ed anticipare gli sviluppi futuri, riescono a sopravvivere e prosperare, mentre le altre subiranno il cambiamento e infine verranno espulse dal mercato³⁰.

Le imprese italiane non sono esenti da questo processo di sviluppo culturale ed anzi necessitano di

²⁹ (<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>)

³⁰ Esposito De Falco, S. (2012). *Genesi ed evoluzione dell'impresa. Principi e casi esplicativi*. Wolters Kluwer.

colmare le lacune già preesistenti in taluni settori ed adottare un'ottica da subito rivolta alla sostenibilità ed alla responsabilità sociale d'impresa. In una prospettiva di questo tipo, il presente lavoro ha l'obiettivo di definire quali possono essere gli effetti che le trasformazioni del pensiero comune determinano sulle società nazionali, identificando le aree della gestione aziendale nella quale lo sviluppo sostenibile produce maggiormente delle conseguenze. In virtù di tale traguardo, la prima questione che si pone è relativa a quale ambito aziendale prendere come riferimento, in quanto ogni aspetto di un'impresa ha una relazione diversa con il macro-ambiente di riferimento e quindi può contribuire in maniera differente alla sostenibilità aziendale, nel suo insieme. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla forma giuridica adottata, ai rapporti che intrattiene l'impresa con i fornitori o i clienti, alle caratteristiche dei prodotti o servizi offerti, alla relazione tra datore di lavoro e lavoratore: in ognuno degli aspetti appena citati, così come in molti gli altri, l'impresa potrebbe adottare un'ottica più o meno vicina alle teorizzazioni sullo sviluppo sostenibile. Inoltre, la scelta di una teoria rispetto alle altre, porta l'impresa a dei risultati diversi, in termini di capitale umano e relazionale che la compone, di risorse e competenze disponibili in essa, di

performance economiche e finanziarie, di competitività rispetto agli altri player del mercato e così via.

Per svolgere al meglio questo lavoro e far sì che giunga ad una conclusione il più omnicomprensiva possibile di tutti gli aspetti aziendali, tra cui anche quelli sopracitati, si è scelto di verificare ciò che sta a monte dei risultati e delle scelte che compie l'impresa, ossia le strategie implementate. Questa scelta è dettata dal fatto che la strategia rappresenta il punto di origine delle scelte e delle azioni che l'impresa stessa compie – e quindi dei risultati in ogni aspetto aziendale. Un possibile esempio che meglio spiega quanto appena affermato può essere fatto in riguardo alle performance economico-finanziarie: i risultati della gestione delle imprese sono dati dal modo in cui le stesse operano sui mercati finanziari e su quelli di approvvigionamento e di sbocco; la condotta in tali mercati è dettata dalla strategia scelta, dalla struttura di cui l'impresa si è dotata e dai processi aziendali messi in atto; se ciò è vero, piuttosto che concentrarsi sui risultati economici e finanziari è possibile focalizzare l'attenzione su ciò che ha portato a compiere le scelte che hanno prodotto gli stessi.

In un'ottica del genere, è possibile affermare che le imprese, sotto tutti i punti di vista, sono il risultato

dell'interazione continua tra la strategia, la struttura ed i processi, nonché tra questi ed il contesto esterno, ovvero l'insieme degli stakeholder.

In conclusione, considerando quanto appena affermato, l'intento della ricerca effettuata è quello di rispondere alla domanda di ricerca che segue:

“Le società italiane perseguono il successo sostenibile stimolando il management a perseguire una strategia aziendale di lungo termine attraverso l'utilizzo di metriche ESG nei piani di incentivazione che spingano gli executives a massimizzare l'interesse di tutti gli stakeholders”

Nei prossimi capitoli si andrà a definire preliminarmente lo stato dell'arte attraverso una revisione della letteratura scientifica in tema, per poi analizzare un campione composto dalle maggiori e più importanti imprese italiane con l'obiettivo ultimo di contribuire alla ricerca scientifica in tema di sostenibilità applicata alle scienze economico-manageriali, nonché quello di svolgere un'attività di supporto ai manager ed agli imprenditori che vogliono essere protagonisti del cambiamento, e non subire le conseguenze della già citata selezione naturale.

CAPITOLO 2

2.1. Literature Review

Prima di poter passare alla ricerca empirica vera e propria è opportuno analizzare il pensiero degli studiosi in relazione alla tematica della sostenibilità aziendale e quindi formulare le ipotesi, sulla base della review letteraria, propedeutiche al raggiungimento dell'obiettivo del presente lavoro.

2.1.1. ESG ed Executive compensation

La previsione di remunerazioni legate a parametri ESG a favore di amministratori esecutivi può rappresentare un rilevante strumento di incentivazione all'integrazione della sostenibilità all'interno dei processi decisionali aziendali, assegnando un peso alla remunerazione variabile degli amministratori delegati e top managers in base agli obiettivi che si intendono raggiungere

Nella parte di introduttiva della direttiva azionisti "considerando"³¹ che ha introdotto un framework di

³¹ Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017: Al fine di garantire che gli azionisti possano

disciplina comune sul Say on Pay in Europa si valorizza il collegamento tra la Politica di Remunerazione alla strategia aziendale ed alla sostenibilità della società.

Tale aspetto è richiamato dal Testo Unico della Finanza che nel recepire la direttiva azionisti ha previsto all'art. 123-ter 3 bis 3-bis. che la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo.

Tale aspetto è infine valorizzato dal Codice di Corporate Governance che all'interno dei principi prevede che la

realmente esprimersi sulla politica di remunerazione, dovrebbe essere concesso loro il diritto esprimere un voto vincolante o consultivo su di essa, sulla base di un quadro chiaro, comprensibile ed esauriente della politica di remunerazione della società. La politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo. La politica di remunerazione dovrebbe illustrare le diverse componenti del compenso degli amministratori e l'intervallo delle relative proporzioni. Essa può essere inoltre concepita come struttura all'interno della quale deve collocarsi il compenso degli amministratori. La politica di remunerazione dovrebbe essere comunicata senza indugio dopo la votazione degli azionisti in sede di assemblea generale.

remunerazione del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e nelle raccomandazioni richiama l'utilizzo di parametri non finanziari.

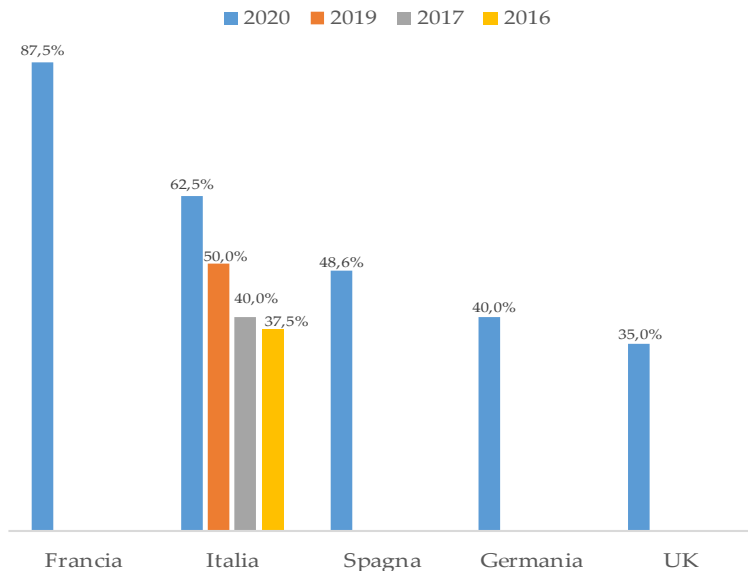
Il recente rapporto Consob sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate in Italia 2021 il quale rileva:

- Il numero di emittenti che integrano i fattori non finanziari nei compensi degli amministratori delegati è cresciuto in misura significativa, essendosi portato a 106 da 63 nell'anno precedente. Il riferimento a tali fattori riguarda le remunerazioni di breve termine in 97 casi e la componente di lungo termine in 56 casi;
- Il collegamento tra fattori ESG e remunerazioni è più frequente nelle società di maggiori dimensioni, appartenenti all'indice Ftse Mib (30 casi, pari al 91% dell'indice) o al Mid Cap (27 casi, pari al 73% dell'indice).
- Le imprese controllate dallo Stato o da enti pubblici e le imprese per le quali non è possibile individuare un *ultimate controlling agent* sono quelle in cui i compensi sostenibili sono previsti più di frequente.

La valenza di quanto appena affermato è sostenuta anche dal comportamento delle imprese stesse, infatti nel 2021 è stata pubblicata la *IV Edizione dell'Osservatorio "Governance della Sostenibilità"*, promosso dal *CSR Manager Network* ed *ALTIS*, in collaborazione con *Assonime*³². In questa ricerca, gli autori hanno analizzato, tra l'altro, le componenti riguardanti la sostenibilità, inserite nei criteri per la determinazione della retribuzione dei manager delle imprese appartenenti all'indice FTSE MIB per il periodo 2016-2020, confrontando i valori con quelli relativi agli indici dei maggiori paesi europei (con caratteristiche simili al FTSE MIB e quindi confrontabili).

³² Minciullo, M., Pedrini, M., & Zaccone, M. C. (2021). *L'integrazione della sostenibilità nella governance: quando la forma diventa sostanza?*. EGEA, Milano

Figura 3: L'adozione di indicatori di sostenibilità nella remunerazione variabile in Italia ed in Europa



Fonte: Rielaborazione da Minciullo, M., Pedrini, M., & Zaccone, M. C. (2021). *L'integrazione della sostenibilità nella governance: quando la forma diventa sostanza?*. EGEA, Milano.

Da tale studio si evince come solo nel mercato francese si ha una maggiore diffusione del legame tra remunerazione e sostenibilità rispetto all'Italia. Tale dato è influenzato da una disposizione del codice di corporate governance francese che ha raccomandato in maniera esplicita di collegare la remunerazione variabile degli esecutivi a uno o più aspetti di sostenibilità.

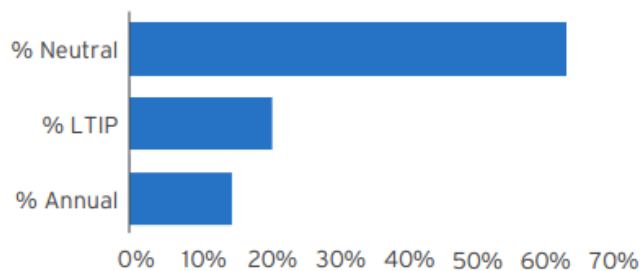
Il tema è stato oggetto di una *survey* rivolta ad investitori istituzionali da parte della società di consulenza Georgeson dalla quale è stata ribadita la rilevanza delle metriche ESG per gli investitori con un endorsement da parte del 90% degli intervistati.

Dalla *survey* emerge l'apprezzamento da parte degli investitori per la definizione ex-ante di target quantificabili e misurabili.

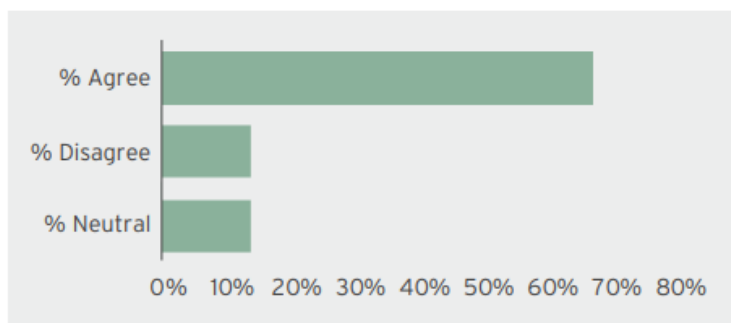
Su tale aspetto alcuni autori rilevano come la definizione ex ante dei target seppur rappresenti una garanzia di trasparenza in quanto sono noti gli obiettivi, è sempre basata su risultati realistici e raggiungibili piuttosto che su obiettivi eccessivamente sfidanti³³. Inoltre, si evidenzia la scarsa flessibilità dei target rispetto ad eventi imprevedibili al momento della fissazione degli stessi.

³³ Stern H.J. (2020). *Better executive bonus plans for environmental, social and corporate governance (ESG)*. Ph.D. The Journal of Total Rewards.

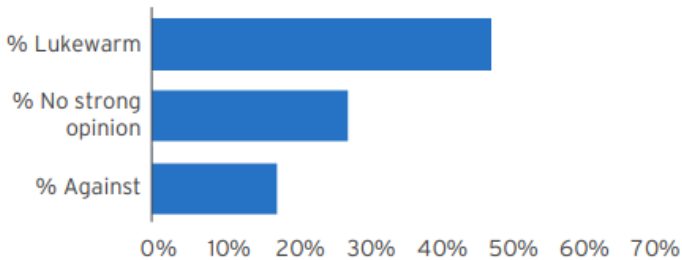
What are your views on ESG metrics landing in annual bonuses versus LTIP's?



Would you like to see a climate related metric in executive pay?



What are your views on third party rankings as a metric?



Sull'aspetto relativo all'utilizzo di sistemi di ranking esterno la valutazione negativa del mercato poggia sulla scarsa trasparenza dei sistemi di rating o sulla circostanza che il posizionamento o l'inclusione in un indice può anche essere dovuta ad una peggiore performance dei *peers* piuttosto che a positive azioni del management.

La letteratura scientifica con riferimento al collegamento tra *executive compensation* ed ESG è accresciuta nel corso degli ultimi anni in corrispondenza al crescente ricorso a tali metriche da parte delle società quotate (Maas e Rosendaal, 2016; Callan e Thomas, 2014; Lacy et al. 2010, 2013)

Le metriche ESG includono generalmente vari obiettivi di performance non finanziaria, come la salute e la sicurezza dei dipendenti, gli obiettivi di emissione di CO₂, inquinamento dell'acqua, la sicurezza dei prodotti, la

riduzione del tasso di infortuni e l'efficienza energetica (Hong et al., 2016; Flammer et al., 2019). L'evidenza aneddotica suggerisce che molte aziende considerano la pratica di incorporare criteri di ESG nella retribuzione dei Top Manager come una buona pratica di governance aziendale, perché incoraggia i dirigenti a sacrificare i guadagni a breve termine per quelli a lungo termine (Flammer et al., 2019)³⁴.

L'incentivazione economica dei manager rappresenta oramai una pratica ben consolidata ed utile ad allineare gli interessi degli stessi ad altre categorie di soggetti interlocutori dell'impresa, quali tipicamente gli azionisti (così come stabilito nella già discussa teoria dell'agenzia).

Ma andando oltre le aspettative dei soli azionisti l'incorporazione di metriche ESG all'interno dei piani di incentivazione del management riflette la volontà delle aziende di gestire l'azione dei top manager verso obiettivi che rispondano alle richieste provenienti da una vasta gamma di stakeholders.

³⁴ Flammer C., Hong B., Minor D. (2019), "Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes", *Strategic Management Journal*, vol. 40, n. 7,

Mediante l'inclusione di obiettivi di sviluppo sostenibile nella remunerazione dei manager, è possibile pertanto spostare l'attenzione degli stessi da obiettivi puramente economici ad altri target più inclusivi ed orientati al lungo periodo.

Sotto questo punto di vista, secondo Arjaliès e Mundy (2013), la remunerazione degli amministratori diventa uno strumento adatto a spingere gli stessi a prendere decisioni in linea con i principi della CSR, migliorando le performance di lungo periodo dell'impresa.

Cohen et Al sostengono inoltre che l'utilizzo di variabili ESG nelle misure di performance manageriale è accompagnata da miglioramenti di performance ESG quali al riduzione di carbonio o il miglioramento di rating ESG e a cambiamenti significativi nella retribuzione dei dirigenti.

Con riferimento al collegamento tra introduzione di metriche ESG e obiettivi perseguiti dall'azienda un esempio interessante è offerto dalla Relazione sulla Remunerazione di ENI nella quale si precisa che l'emittente punta a contribuire, direttamente o indirettamente, al conseguimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) dell'Agenda 2030 delle

Nazioni Unite, sostenendo una transizione energetica socialmente equa, che risponda con soluzioni concrete ed economicamente sostenibili alle sfide di contrastare il cambiamento climatico e dare accesso all'energia in maniera efficiente e sostenibile, per tutti. A sostegno di tale modello e degli indirizzi del Piano Strategico, il Piano di Incentivazione di Lungo Termine di tipo azionario 2020-2022 prevede uno specifico obiettivo su temi di sostenibilità ambientale e transizione energetica (peso complessivo 35%), articolato su specifici traguardi connessi ai processi di decarbonizzazione, transizione energetica e all'economia circolare.

A tal fine, anche per rendere maggiormente agevole per gli investitori capire quali sono gli obiettivi che vengono perseguiti attraverso la Politica di Remunerazione è riportata in tabella sotto forma grafica una spiegazione della correlazione esistente tra remunerazione del Ceo e strategia.

TABELLA 4 – ALLINEAMENTO CON LA STRATEGIA

	Drivers strategici	Sostenibilità ambientale e transizione energetica	Integrazione ed espansione del business	Efficienza operativa e finanziaria
Piano IBT	Risultati economico-finanziari (25%)		✓	✓
	Risultati operativi e sostenibilità economica (25%)	✓	✓	✓
	Sostenibilità ambientale e capitale umano (25%)	✓		
	Efficienza e solidità finanziaria (25%)			✓
Piano ILT	TSR normalizzato (25%)		✓	
	NPV delle riserve certe (20%)		✓	
	Free Cash Flow Organico (20%)			✓
	Decarbonizzazione (15%)	✓	✓	✓
	Transizione Energetica (10%)	✓	✓	
	Economia Circolare (10%)	✓	✓	✓
Creazione di valore per gli azionisti e gli altri stakeholder				

2.2. Sviluppo delle Ipotesi

Koors (2019) suggerisce che le imprese debbano agganciare le retribuzioni degli amministratori ai criteri ESG attraverso un set di variabili idonee al business di riferimento, con particolare attenzione ai fattori che manifestano un effetto sul breve periodo e quali invece sul lungo periodo. Inoltre, nello stesso articolo si afferma che è necessario riservare alla selezione di criteri non finanziari, la stessa cura ed attenzione che le imprese adottano per quelli finanziari.

Sul punto Berrone & Gomez-Mejia(2009a, 2009b) ritengono che lo sviluppo di uno schema di remunerazione dei dirigenti resiliente ed equo basato sull'ESG ha un impatto positivo sulle performance ESG e finanziarie dell'azienda e sulla crescita sostenibile dell'azienda stessa.

Inoltre, l'utilizzo di obiettivi legati alla sostenibilità nei piani di incentivazione del top management serve a motivare quest'ultimi ad adottare un approccio sincero alla performance di sostenibilità dell'azienda.

Nel 2021 *PwC* con la collaborazione del *Centre for Corporate Governance* presso la *London Business School*, ha pubblicato la ricerca *Paying well by paying for good*³⁵. In tale studio gli autori hanno condotto un'analisi delle emittenti appartenenti all'indice FTSE 100, ovvero le società Uk ad elevata capitalizzazione, per verificare il livello di diffusione delle metriche ESG all'interno dei piani di incentivazione del management. Dall'analisi emerge:

- Il 45% delle società include metriche ESG nei piani di incentivazione di breve o di lungo periodo o in entrambi i piani;

³⁵ Gosling, T., Guymer, H., O'Connor, P., Harris, L., & Savage, A. (2021). *Paying well by paying for good*.

- Il 37% delle società utilizza metriche ESG nei piani di incentivazione di breve termine con un peso medio del 15%;
- Il 19% delle società usa una metrica ESG nei piani di incentivazione lungo termine con un peso medio del 16%;
- Le metriche maggiormente diffuse nei piani di incentivazione breve termine sono metriche “sociali”;
- Le metriche maggiormente diffuse nei piani di incentivazione a lungo termine sono metriche “ambientali”.

Nel lavoro citato si sostiene che l’utilizzo di metriche ESG nelle imprese è particolarmente importante in quanto esse rappresentano un elemento fondamentale per ottenere successo, supportare la creazione di valore per gli azionisti e contemporaneamente soddisfare gli interessi degli stakeholder.

Gli autori ritengono che l’importanza di includere metriche ESG nei piani di incentivazione del management vada oltre il mero interesse degli azionisti e si possano identificare tre motivazioni principali.

In primo luogo, le società possono avere interesse a dimostrare che tengono in considerazione i principali problemi emergenti, quali quelli del cambiamento climatico, che non necessariamente hanno un impatto immediato sui corsi azionari.

In secondo luogo, tale scelta andrebbe ad allinearsi con le aspettative crescenti del mondo degli investitori socialmente responsabili.

Infine le società sono oggi sempre più focalizzate sul “purpose” aziendale (vedi p.22 e ss), che va ben oltre il concetto di ritorno breve termine agli azionisti.

Gli autori pur sostenendo l'importanza di un piano di remunerazione che includa i criteri ESG coerenti con le caratteristiche dell'impresa e del settore di riferimento, non mancano di evidenziare alcune potenziali criticità, quali l'orizzonte temporale di riferimento- Difatti le tempistiche di implementazione di un piano di sostenibilità sono di almeno cinque anni, mentre normalmente le performance sulle quali viene calcolata la retribuzione dei manager sono annuali (piani di incentivazione breve termine) triennali (piani di incentivazione lungo termine). Sul punto appare comunque opportuno evidenziare che le tempistiche dei

piani di incentivazione lungo termine hanno un orizzonte temporale più ampio nelle società finanziarie attraverso il differimento di parte della remunerazione variabile.

In secondo luogo, l'utilizzo di queste metriche pone diverse criticità in materia di misurazioni. Come visto in precedenza in materia di rating ESG le modalità di valutazione della stessa azienda possono variare in modo significativo a secondo del provider che viene utilizzato.

Con l'utilizzo di alcune metriche ESG si corre il rischio di raggiungere l'obiettivo fissato (gender diversity nella composizione del CdA) ma mancare gli obiettivi di fondo alla base della scelta che sarebbero quelli di promuovere il gender balance e ridurre i gender gap nel management.

Su tale aspetto si segnala anche Bebuck et Al 2022, i quali ritengono che la tendenza alla retribuzione ESG non produca incentivi significativi per la creazione di valore per gli stakeholder bensì presenta il pericolo di creare componenti retributive vaghe, opache e facili da manipolare, che possono essere sfruttate da amministratori delegati interessati a gonfiare i loro compensi, con poca o nessuna responsabilità per le prestazioni effettive.

Infine, nel 2021, è stato pubblicato il report annuale dell'Osservatorio Ambrosetti³⁶, che contiene un'analisi sugli aspetti di governance emergenti nel mercato italiano. Per la parte di ricerca in tema di *executive compensation*, il campione è composto da imprese appartenenti agli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Star Small, per un totale di 139 società (corrispondenti a circa il 90% della capitalizzazione di Borsa Italiana). Gli autori hanno riscontrato una maggiore diffusione delle metriche ESG nei piani di incentivazione di breve termine delle sole imprese industriali³⁷, che raggiunge la soglia del 76% nel FTSE MIB e scende al 35% nelle Small Cap. La diffusione nei piani di incentivazione a lungo termine va dal 61% dell'indice principale all'11% delle small cap.

Dalla ricerca emerge comunque un aumento su base annuale del numero di medie e piccole imprese che legano

³⁶ The European House – Ambrosetti (2021). *L'osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo in italia. Diciassettesima edizione.*

³⁷ Il campione di società industriali è composto da 107 società (21 appartenenti al FTSE MIB, 50 al Mid Cap e 36 allo Star Small); dal campione iniziale, quindi, sono escluse 32 società finanziarie (13 appartenenti al FTSE MIB e 19 agli altri indici).

ad obiettivi ESG una parte della remunerazione di breve termine.

Analogamente a quanto evidenziato nei dati della ricerca dell'Osservatorio "Governance della Sostenibilità", promosso dal CSR Manager Network ed ALTIS, in collaborazione con Assonime, Ambrosetti rileva l'elevato livello di diffusione nel mercato italiano delle metriche ESG nei piani di incentivazione del management che colloca l'Italia al secondo posto dopo la Francia.

In considerazione di quanto descritto finora, vengono riportate di seguito le ipotesi.

Hp. 1: Le maggiori imprese quotate italiane includono nella retribuzione degli amministratori variabili ESG.

Hp.2: Post Covid sono aumentate le metriche sociali nei piani di incentivazione del management

Hp. 3: Le società che hanno inserito metriche ESG nei piani di incentivazione hanno ottenuto un supporto assembleare maggiore da parte degli azionisti

Hp. 4: Le società che fanno maggiormente ricorso alle metriche ESG nei piani di incentivazione del management

*sono società aperte al mercato e caratterizzate da un
elevato livello di flottante*

CAPITOLO 3

3.1. Campione di ricerca

Nei prossimi paragrafi si andrà a svolgere la ricerca empirica volta a validare le ipotesi formulate precedentemente. Questo fine verrà raggiunto attraverso l'analisi di un campione composto delle maggiori società quotate italiane nel periodo 2019-2021. Tale *panel* ed è stato ricavato a partire dagli emittenti che compongono l'indice FTSE MIB di Borsa Italiana. Esse rappresentano le imprese a grande capitalizzazione quotate in Italia che rispondono a determinate caratteristiche dimensionali e di liquidità, rappresentando circa l'80% dell'intera capitalizzazione di Piazza Affari. Da questi 40 emittenti sono stati preliminarmente esclusi quelli che non hanno sede legale in Italia e quindi non applicano la stessa normativa degli altri, questi sono: *Campari* (Olanda), *CNH Industrial* (Cina), *Exor* (Olanda), *Ferrari* (Olanda), *Stellantis* (Olanda), *STMicroelectronics* (Svizzera) e *Tenaris* (Lussemburgo). Dal panel così ottenuto sono state, inoltre, escluse le imprese che non hanno ininterrottamente fatto parte dell'indice nel periodo considerato (2019-2021), portando ad un

campione composto da 27 società, descritto nella seguente tabella

Tabella 1: Campione di ricerca – Capitalizzazioni

	Società	Settore	Capitalizzazioni (mln di €)		
			Iug-2019	Iug-2020	Iug-2021
1	A2A	Utilities	4.931,6	3.814,5	5.637,5
2	Amplifon	Health care equipment & services	4.982,9	6.520,1	9.312,3
3	Assicurazioni Generali	Insurance	26.344,9	20.127,9	26.578,3
4	Atlantia	Transportation	19.219,4	11.228,0	12.644,1
5	Azimut Holding	Diversified financials	2.420,8	2.328,8	3.098,0
6	Banco BPM	Banks	2.557,5	1.942,2	3.914,4
7	Buzzi Unicem	Materials	3.061,5	3.199,4	4.291,6
8	Diasorin	Health care equipment & services	5.819,8	9.338,9	9.552,8
9	ENEL	Utilities	62.693,4	79.298,5	79.565,9
10	ENI	Energy	51.596,4	27.820,9	36.339,9
11	Finecobank	Banks	5.425,6	7.534,9	9.275,1
12	Hera	Utilities	4.988,4	4.897,9	5.351,2
13	Intesa SanPaolo	Banks	34.557,1	30.284,3	45.379,7
14	Italgas	Utilities	4.627,9	4.419,1	4.624,8
15	Leonardo	Capital goods	6.476,8	3.260,4	3.872,0
16	Moncler	Consumer durables & apparel	9.583,5	8.470,7	15.822,7
17	Nexi	Software & services	6.035,3	9.532,8	18.929,4
18	Pirelli & Co.	Automobiles & components	5.358,3	3.404,7	5.112,0
19	Poste Italiane	Insurance	12.530,9	10.210,1	14.597,2
20	Prysmian	Capital goods	5.010,6	5.857,6	8.094,7
21	Recordati	Pharmaceutical, biotechnology & life science	8.426,5	9.467,5	10.876,4
22	Saipem	Energy	4.535,4	1.833,4	1.957,7
23	Snam	Utilities	15.030,7	15.265,3	17.144,3
24	Telecom Italia	Telecommunication services	7.760,0	5.241,6	5.702,0
25	Terna	Utilities	11.024,6	12.765,9	13.477,3
26	Unicredit	Banks	23.841,1	17.532,4	23.033,1
27	Unipol Gruppo	Insurance	3.320,7	2.535,4	3.237,3
<i>Valori medi</i>			<i>13.043,0</i>	<i>11.782,7</i>	<i>14.719,3</i>

Come apprezzabile nel seguente grafico (fig. 1), il campione è costituito prevalentemente da società del settore *utilities* (6 emittenti, corrispondenti al 22%), banche (4, pari al 15%) e assicurazioni (3, ovvero 11%).

Figura 1: campione di ricerca – Settore

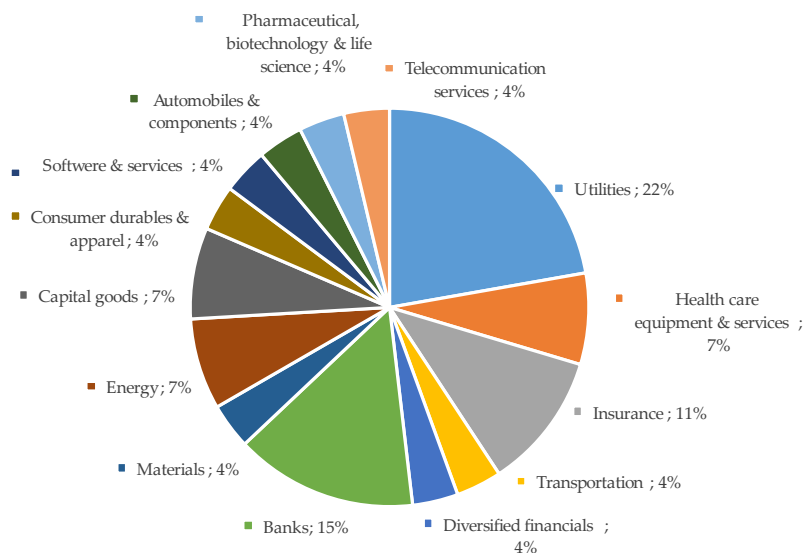
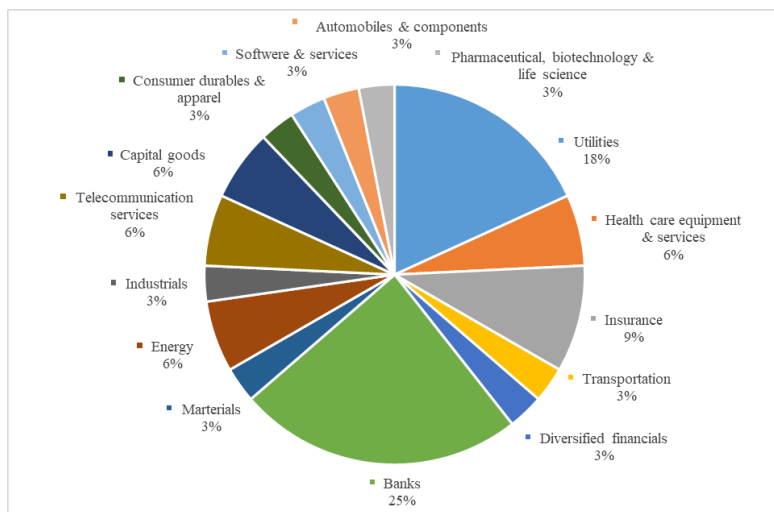


tabella (tab2)

Società	Settore	Capitalizzazioni (milioni di €)
		lug-2021
1 A2A	Utilities	5.637,5
2 Amplifon	Health care equipment & services	9.312,3
3 Assicurazioni Generali	Insurance	26.578,3
4 Atlantia	Transportation	12.644,1
5 Azimut Holding	Diversified financials	3.098,0
6 Banca Generali	Banks	4.085,2
7 Banca Mediolanum	Banks	6.075,9
8 Banco BPM	Banks	3.914,4
9 Bper Banca	Banks	2.332,8
10 Buzzi Unicem	Materials	4.291,6
11 Diasorin	Health care equipment & services	9.552,8
12 ENEL	Utilities	79.565,9
13 ENI	Energy	36.339,9
14 Finecobank	Banks	9.275,1
15 Hera	Utilities	5.351,2
16 Interpump	Industrials	5.723,6
17 Intesa SanPaolo	Banks	45.379,7
18 Inwit	Telecommunication services	9.048,2
19 Italgas	Utilities	4.624,8
20 Leonardo	Capital goods	3.872,0
21 Mediobanca	Banks	8.800,3
22 Moncler	Consumer durables & apparel	15.822,7
23 Nexi	Software & services	18.929,4
24 Pirelli & Co.	Automobiles & components	5.112,0
25 Poste Italiane	Insurance	14.597,2
26 Prysmian	Capital goods	8.094,7
27 Recordati	Pharmaceutical, biotechnology & life science	10.876,4
28 Saipem	Energy	1.957,7
29 Snam	Utilities	17.144,3
30 Telecom Italia	Telecommunication services	5.702,0
31 Terna	Utilities	13.477,3
32 Unicredit	Banks	23.033,1
33 Unipol Gruppo	Insurance	3.237,3
<i>Valori medi</i>		13.136,0

Figura 2: campione di ricerca – Settore



3.2. Metodologia di ricerca

L'analisi svolta nel presente lavoro rappresenta una descrizione dell'attuale situazione del mercato italiano. Essa può delineare un interessante sviluppo della ricerca in quanto analizza molti aspetti rilevanti per gli analisti di governance, nonché tematiche che nel quotidiano del ruolo svolto in Georganon risultano spesso ricorrenti. Difatti i temi alla base dell'analisi, così come le ipotesi

formulate, rappresentano alcune tendenze ravvisate tra le società quotate italiane e che necessitano di una maggiore letteratura scientifica di riferimento.

Per la presente ricerca sono state utilizzate le informazioni disponibili all'interno della Politica di Remunerazione pubblicata all'interno della sezione "Assemblea" del sito internet delle emittenti (ai sensi dell'art. 123-bis del D.lgs. n° 58 del 24/02/1998, o Testo unico sulle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). In essi sono riportati i dettagli della politica di remunerazione che l'impresa oggetto di analisi intende adottare e nello specifico le seguenti informazioni richieste dall'art 84-quater del regolamento emittenti (regolamento 1998 n.58)

- a) Indica come contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ed è determinata tenendo conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società;
- b) Definisce le diverse componenti della remunerazione che possono essere riconosciute. In caso di attribuzione di remunerazione variabile, stabilisce criteri per il riconoscimento di tale remunerazione chiari, esaustivi e differenziati,

basati su obiettivi di performance finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa;

- c) Specifica gli elementi della politica ai quali, in presenza di circostanze eccezionali indicate nell'articolo 123-ter, comma 3-bis, del Testo unico, è possibile derogare temporaneamente e le condizioni procedurali in base alle quali, fermo quanto previsto dal Regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010 in materia di operazioni con parti correlate, la deroga può essere applicata; le società possono limitare l'individuazione delle condizioni procedurali alle procedure previste dal predetto Regolamento.

La politica di Remunerazione delle società del FTSE MIB è sottoposta a partire dalle assemblee del 2020 al voto vincolante almeno triennale degli azionisti. Nelle assemblee antecedenti al 2020 tale documento era sottoposto al voto esclusivamente consultivo degli azionisti.

Le best practice di mercato prevedono che la remunerazione degli amministratori esecutivi debba includere una componente fissa ed un pacchetto retributivo variabile di breve (annuale) e lungo termine

(triennale) con l'obiettivo di perseguire l'obiettivo del *pay for performance* ed evitare di corrispondere emolumenti in denaro o azioni agli amministratori esecutivi in assenza del raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Per il presente lavoro sono state considerate le politiche retributive riservate ai CEO delle imprese che compongono il campione, suddividendo i criteri alla quale sono legate nelle seguenti categorie:

- Inclusione in indici di sostenibilità;
- Customer Satisfaction
- Riduzione emissioni
- Diversity e Inclusion
- Salute e sicurezza dipendenti

Al fine di verificare le ipotesi 3 e 4 sono stati analizzati i risultati assembleari del campione pubblicato sul sito internet delle emittenti.

Difatti il Testo Unico della Finanza prescrive all'art 125-quater 2: *“Un rendiconto sintetico delle votazioni contenente il numero di azioni rappresentate in assemblea e delle azioni per le quali è stato espresso il voto, la percentuale di capitale che tali azioni rappresentano, nonché il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e il numero di astensioni, è reso disponibile sul sito Internet della società entro cinque giorni dalla data*

dell'assemblea. Il verbale dell'assemblea di cui all'articolo 2375 del codice civile è comunque reso disponibile sul sito Internet entro trenta giorni dalla data dell'assemblea".

Sfruttando l'eccezionale livello di trasparenza garantito dalla legislazione italiana sono stati scorporati dai risultati complessivi il voto dell'azionista di riferimento, dei patti sindacato o di azioni riconducibili al management.

CAPITOLO 4

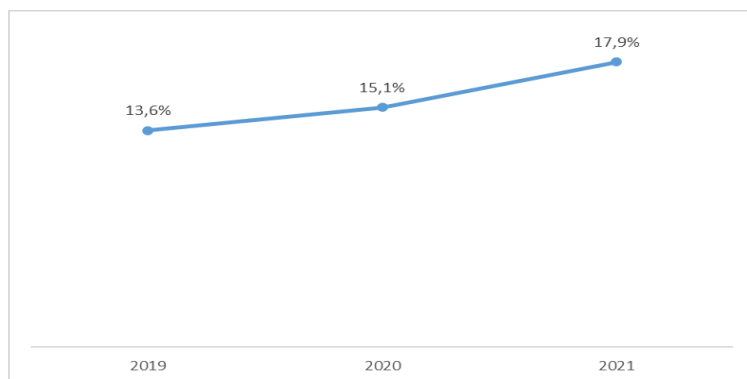
4.1. Descrizione dei risultati

Al fine di verificare le prime due ipotesi, sono state analizzate le Prime sezioni delle Relazioni sulla remunerazione delle società italiane che compongono l'indice FTSE MIB, riguardanti la Politica di remunerazione applicabile all'anno successivo alla sua approvazione.

Per quanto concerne in particolare i piani di incentivazione di breve termine, la percentuale di imprese che adotta criteri ESG nella computazione della remunerazione degli amministratori è aumentata nel corso del triennio, si è passati dal 68% del 2019 al 79% del 2021, a dimostrazione di una crescente attenzione frutto

anche della spinta del mercato. Bisogna specificare che nel 2021, le imprese che non hanno adottato variabili relative alla sostenibilità appartengono prevalentemente ai settori bancari e assicurativi, dove la materialità degli indicatori ambientali o sociali è minore rispetto ad altri business.

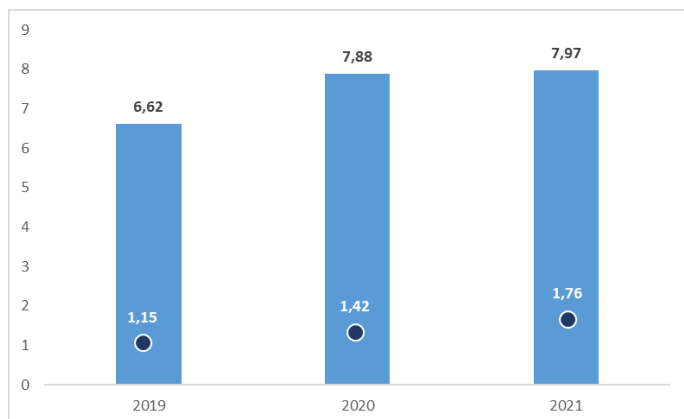
Figura 3 Evoluzione del peso medio assegnato alla componente ESG negli MBO



Da questo grafico è possibile notare la crescita media del peso delle metriche ESG nei piani di incentivazione breve termine è passata dal 13.6% al 17.9%.

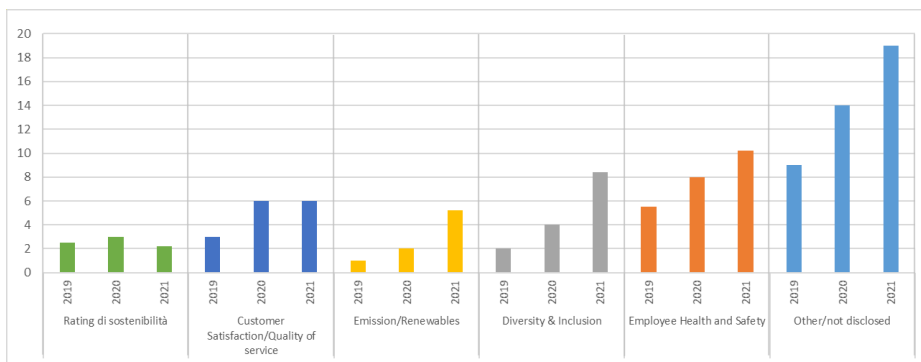
Si può altresì notare come il numero medio di indicatori di sostenibilità utilizzati dalle imprese del campione per ogni analizzato sia cresciuto da un solo indicatore nel 2019 a 1,7 nel 2021.

Figura 4 Evoluzione del numero di indicatori ESG nella componente MBO



Infine, viene descritta la ripartizione degli indicatori utilizzati per tipologia.

Figura 5 Evoluzione delle tipologie di metriche utilizzate per i piani MBO



Da tali dati emerge in primo luogo la significativa crescita di obiettivi sociali come quelli a *Diversity & Inclusion*³⁸ e il numero di metriche relative ad *Employee Health and Safety*.

Su entrambi gli aspetti il 2020 anno in cui è emersa la pandemia CoViD-19 sembra essere uno spartiacque, che segnala un incremento delle metriche social anche in considerazione della maggiore attenzione posta sul tema dalle società emittenti e dagli investitori istituzionali.

³⁸ In senso conforme Consob Rapporto 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane: Con riferimento alla remunerazione di breve periodo dell'amministratore delegato, i parametri considerati riguardano soprattutto fattori sociali (61 casi), seguiti da quelli ambientali e di governance (rispettivamente 29 e 13 casi).

In tal senso si evidenzia che l'ICGN nel pieno della pandemia 23 Aprile 2020 indirizzò una lettera alle società quotate³⁹ con la quale si evidenziavano i seguenti aspetti:

“Social responsibility – companies should treat the workforce equitably to ensure the health and well-being of all staff, both permanent employees and contractors. Where possible, redundancies should be avoided particularly in countries where social security provisions are weak or non-existent. Paid sick leave should be offered along with medical benefits for furloughed workers. We recommend sensitivity towards female workers, more of whom work part-time and in low income positions compared to male counterparts and who are often considered first for redundancy. In many cases, people serving in these positions have been on the front-line in the battle against Covid-19.

2. Executive remuneration – executive pay policy should reflect the experience of the overall workforce, particularly in relation to staff redundancies, furlough programmes, pay level reductions or bonus awards. Even for managers performing capably during this crisis, the priority to preserve a company's

³⁹ ICGN Statement of Shared Governance Responsibilities: https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-07/6.%20ICGN%20Letter%20to%20Corporate%20Leaders_23%20April%202020.pdf

long-term financial health must take precedence over bonus considerations. Remuneration policies should seek an equitable treatment of ordinary staff with that of senior executive management and financial sacrifice appropriately shared”

Come precedentemente accennato si può evidenziare la crescita di metriche legate alle sostenibilità ambientale ed una riduzione delle metriche relative all’inclusione in indici di sostenibilità che non è particolarmente gradita al mercato.

Entrando nel dettaglio delle metriche utilizzate:

- Per quanto riguarda le variabili collegate alla sostenibilità ambientali, quelle più utilizzate sono relative alle emissioni di gas a effetto serra (tipicamente CO₂ e raramente CO_{2-eq}⁴⁰), all’uso di fonti di energia rinnovabili rispetto a quelle non

⁴⁰ Per CO_{2-eq} (o CO_{2 equivalente}) si intende l’unità di misura che consente di comparare la contribuzione di un gas all’effetto serra; questo avviene considerando il potenziale di riscaldamento globale di un gas, confrontandolo con quello dell’anidride carbonica che è fissato ad 1 (quindi se il metano ha un potenziale climalterante 24 volte maggiore della CO₂, una tonnellata di metano può essere espressa come 24 tonnellate di CO_{2-eq})

Conti, M. E. (2018). *Il management ambientale: Teorie, metodi e strumenti in una prospettiva sostenibile* (Vol. 5). Edizioni Nuova Cultura.

rinnovabili e allo sviluppo di innovazioni *eco-friendly*;

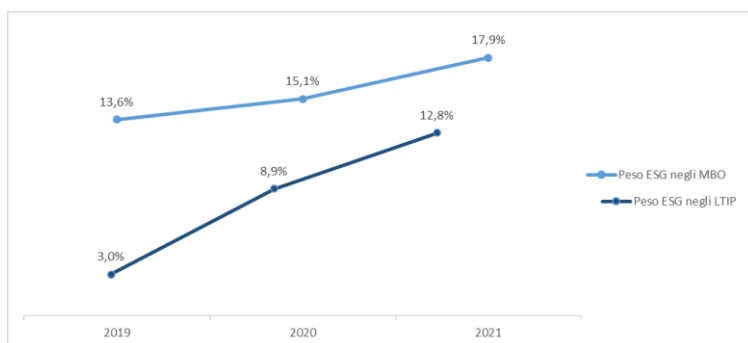
- Nell'ambito dei criteri che rientrano nella categoria *Diversity & Inclusion*, è prevalentemente collegata alla riduzione del *gender gap*, mentre a differenza di altri mercati non si fa ricorso a metriche relative alla rimozione di *gap* relativi a diversità etniche o razziali.
- Per quanto concerne le metriche relative all'inclusione in uno o più indici di sostenibilità, il più utilizzato è l'inclusione nel *Dow Jones Sustainability Index*.

Passando all'analisi della remunerazione di lungo periodo degli Amministratori delegati, anche in tal caso possiamo notare un incremento sostanziale dell'attenzione alla sostenibilità delle imprese del campione, nel corso dell'ultimo triennio. A livello assoluto le società che hanno inserito almeno una variabile relativa alla sostenibilità nel set di indicatori che definisco l'erogazione e l'ammontare dei piani LTI sono passate da 4 nel 2019, a 8 nel 2020 e 13 nel 2021. Tuttavia, come anticipato nel precedente capitolo, tali incentivi non sono modificati annualmente e in genere si riferiscono ad archi temporali di 3 o 5 anni; di conseguenza, il numero di

imprese che hanno presentato agli azionisti una proposta di voto sui piani di lungo termine sono 22 nel 2019, 24 nel 2020 e 20 nel 2021. Questo fa sì che, a livello relativo, la percentuale di imprese che non hanno adottato variabili ESG nella definizione della remunerazione di lungo termine degli amministratori sia passata dall'81,8% nel 2019, al 66,7% nel 2020 fino al 35% nel 2021; con una variazione complessiva del -57%. Nel 2021, tali emittenti operano principalmente nel settore bancario e dell'health care.

Da questo grafico è possibile notare la crescita media del peso delle metriche ESG nei piani di incentivazione a lungo termine che passa dal 3% al 12,8%

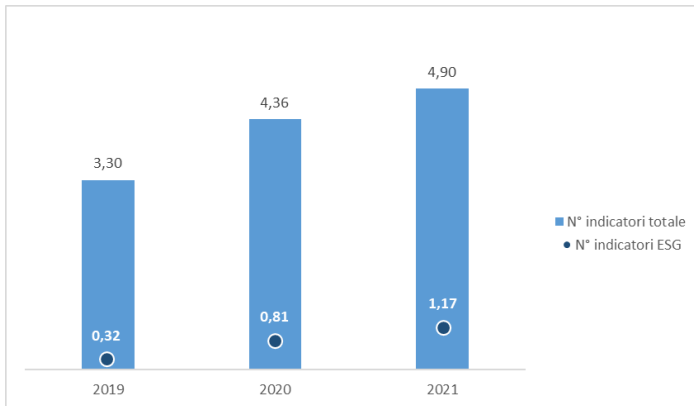
Figura 6 Evoluzione del peso medio assegnato alla componente ESG



Rispetto all'MBO si può notare come il peso medio delle metriche ESG nei piani di incentivazione lungo termine resta inferiore rispetto agli MBO ma ha subito una significativa crescita nel triennio considerato

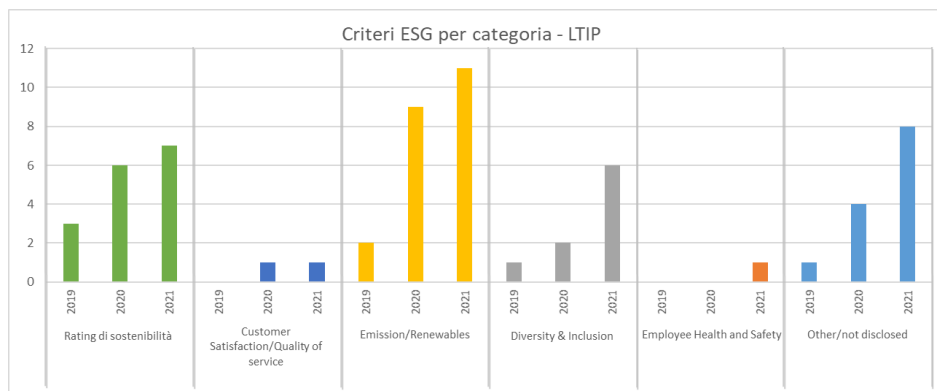
Si può altresì notare come il numero medio di indicatori di sostenibilità utilizzati dalle imprese del campione per ogni analizzato sia cresciuto da uno 0,32 del 2019 a 1,17 nel 2021.

Figura 7 Evoluzione del numero di indicatori ESG nella componente di Lungo Termine



Infine, viene descritta la ripartizione degli indicatori utilizzati secondo la metodologia indicata nel precedente paragrafo.

Figura 8 Evoluzione delle tipologie di metriche utilizzate per i piani di lungo termine



Con riferimento ai piani di incentivazione a lungo termine i fattori più utilizzati in tutto l'arco temporale sono le metriche ambientali, in quanto con un periodo di riferimento più esteso, risulta più agevole stabilire l'effetto delle strategie definite dagli amministratori. Assistiamo inoltre, ad un esponenziale aumento nella categoria *Diversity & Inclusion* e ad un aumento anche nella

categoria *Other* – quest’ultimo è riconducibile alle imprese che hanno adottato per la prima volta criteri di sostenibilità nell’anno di riferimento e quindi che si riferiscono ad obiettivi meno specifici.

Anche con riferimento ai piani di incentivazione lungo termine il periodo dal 2020 in poi segna un aumento delle metriche Social nei piani di incentivazione del management.

Nell’ultimo anno, gli indicatori di sostenibilità più utilizzati per la definizione dei bonus di lungo termine rispecchiano quelli utilizzati nell’incentivazione di breve termine:

- Per la tipologia ambientale⁴¹ le variabili più utilizzate riguardano le emissioni di gas a effetto serra⁴², la percentuale di energia utilizzata

⁴¹ In senso conforme Consob Rapporto 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane: Anche nel lungo periodo, tra i fattori ambientali è frequente il collegamento tra i compensi e le emissioni di CO₂ (19 imprese)

⁴² Anche in tal caso non si fa riferimento a CO_{2-eq}, ma molte imprese specificano che la riduzione deve riguardare gli *scope 1* e *2*. Con queste espressioni ci si riferisce alle emissioni dirette (*scope 1*), ossia derivanti dall’organizzazione stessa, e alle emissioni indirette (*scope 2*) derivanti dalla generazione di elettricità, calore e vapore importati e consumati dalla società. Queste due categorie sono controllabili dalle imprese,

proveniente da fonti rinnovabili e l'impronta di carbonio della società;

- Per la categoria *Diversity & Inclusion* troviamo più comunemente metriche relative alla riduzione del *gap* di genere in termini retributivi e/o di presenza nella popolazione dei dipendenti o della popolazione manageriale;

In contro tendenza rispetto a quanto riscontrato con riferimento ai piani di incentivazione a breve termine riscontriamo nel triennio un aumento di società che utilizzano un KPI che fa riferimento all'inclusione in indici di sostenibilità. Anche in tale ipotesi il più diffuso è l'inclusione nell'indice *Dow Jones*.

Tale aspetto non è allineato con le aspettative dei principali investitori istituzionali che tendono a privilegiare l'utilizzo di metriche maggiormente collegate al business dell'emittente⁴³.

mentre le emissioni *scope 3* comprendono tutte quelle indirette ed imputabili alle attività svolte che non rientrano nelle prime due e non sono quindi controllabili dall'impresa.

⁴³ *Blackrock EMEA Voting Policy: Where companies elect to use ESG-related criteria in plans, the metrics should be aligned with a company's strategy and business model, and targets should be as rigorous as other financial or operational targets. BIS believes ESG-performance metrics should reflect material business factors and be aligned with a company's long-term*

Al fine di verificare l'ipotesi 3 sono stati analizzati i risultati assembleari delle società menzionate, attraverso un'indagine sul supporto assembleare alla Politica di Remunerazione sul risultato complessivo e sulle minoranze azionarie.

Quest'ultimo dato è stato ricavato attraverso una dettagliata analisi del verbale assembleare che porta a considerare come base di calcolo esclusivamente il flottante, escludendo gli azionisti strategici, i patti di sindacato e le azioni detenute dal CEO e dagli altri amministratori esecutivi.

Nel grafico sottostante sono riportati i dati relativi alla connessione tra metriche ESG e supporto del free float

Figura 9 Metriche ESG e Consenso Assembleare medio per anno

strategy. It is important that companies using sustainability performance metrics in their executive compensation plans carefully explain the connection between what is being measured and rewarded alongside business goals and long-term performance. It is important that sustainability-related performance metrics are stretching and well tested, just as would be the case for financial metrics. Failure to do so may leave companies vulnerable to reputational risks and undermine their sustainability efforts

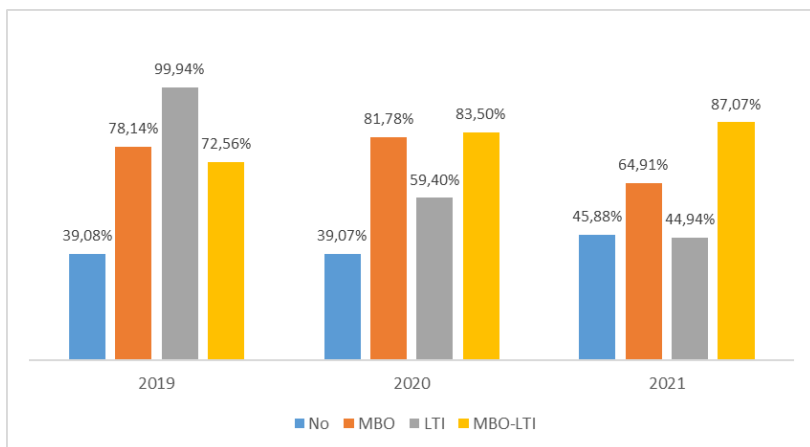
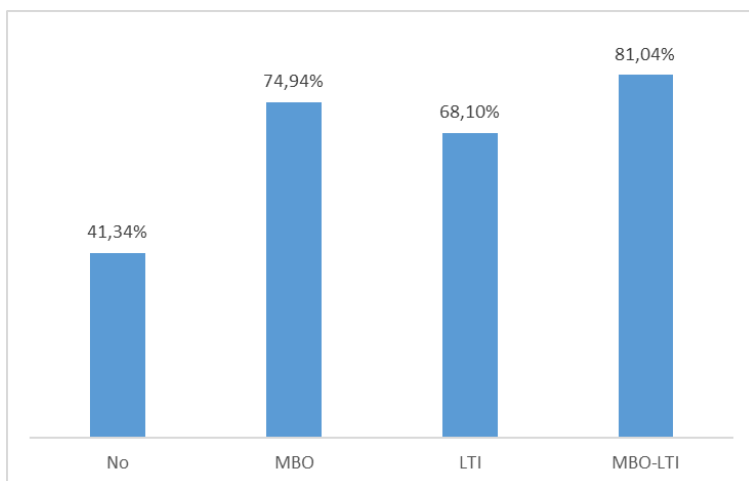


Figura 10 Metriche ESG e Consenso Assembleare medio nel triennio



Dall'analisi delle tabelle non emerge un'univoca chiave di lettura, in quanto il dato aggregato evidenzia un maggiore supporto assembleare medio nel triennio per le società che includono metriche ESG nella componente di breve e lungo periodo, ma tale dato è altalenante nella figura 9.

Il dato che si può sostenere sia da una lettura aggregata che da una lettura su base annuale e che le società che non includono alcuna metrica ESG nei piani di incentivazione hanno il livello di approvazione più basso delle Politiche di Remunerazione.

Nei grafici sottostanti sono stati inseriti i dati sul supporto assembleare alla Politica di Remunerazione e consenso complessivo, incluso il voto dell'azionista strategico, patti di sindacato e azioni detenute dal management

Figura 11 Metriche ESG e Consenso Assembleare medio per anno

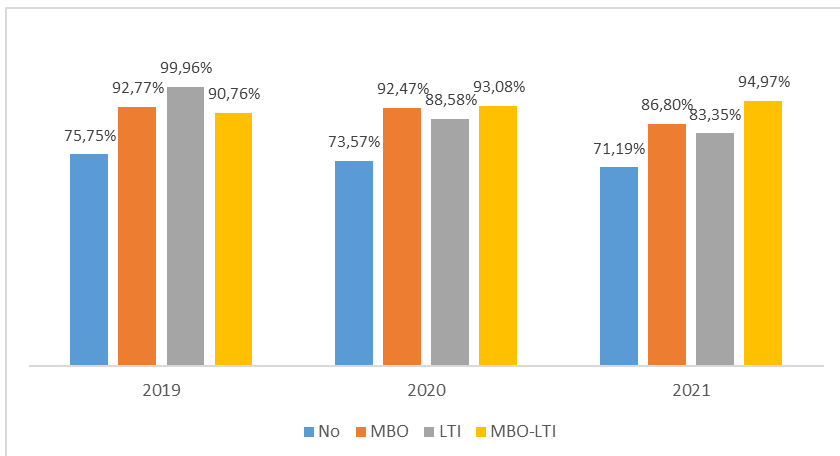
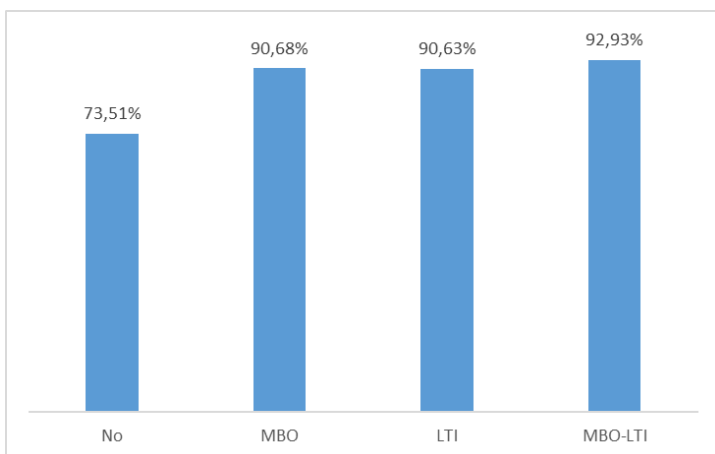


Figura 12 Metriche ESG e Consenso Assembleare medio nel triennio



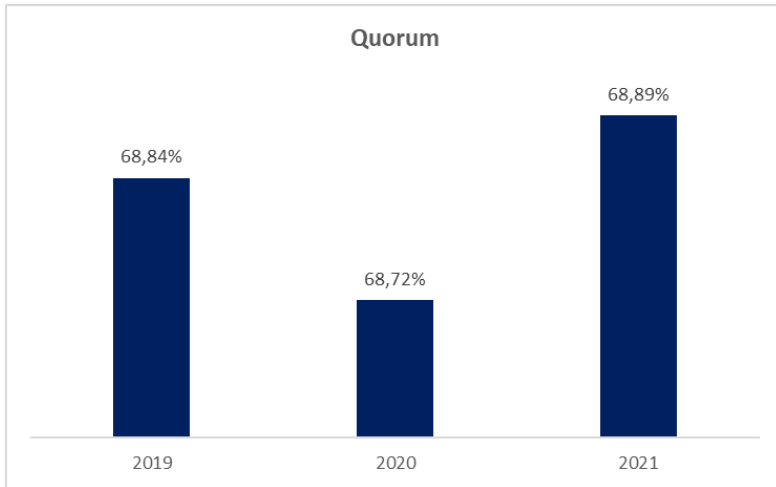
Anche dalla lettura dei dati complessivi non emerge una chiave di lettura univoca e pertanto è soltanto possibile sostenere che le società che non inseriscono metriche ESG nei piani di incentivazione hanno un livello di approvazione delle Politiche di Remunerazione inferiore.

Con riferimento all'ipotesi 4 occorre preliminarmente osservare che l'azionariato delle società appartenenti all'indice FTSE MIB ha subito una profonda evoluzione nel corso del tempo con una progressiva riduzione del peso dell'azionista di riferimento e di patti parasociali ed a vantaggio del flottante.

Questo ha reso le società sempre maggiormente esposte ai desiderata degli investitori istituzionali.

Nella figura sottostante è rappresentata l'evoluzione del quorum assembleari nelle stagioni dal 2019 al 2021.

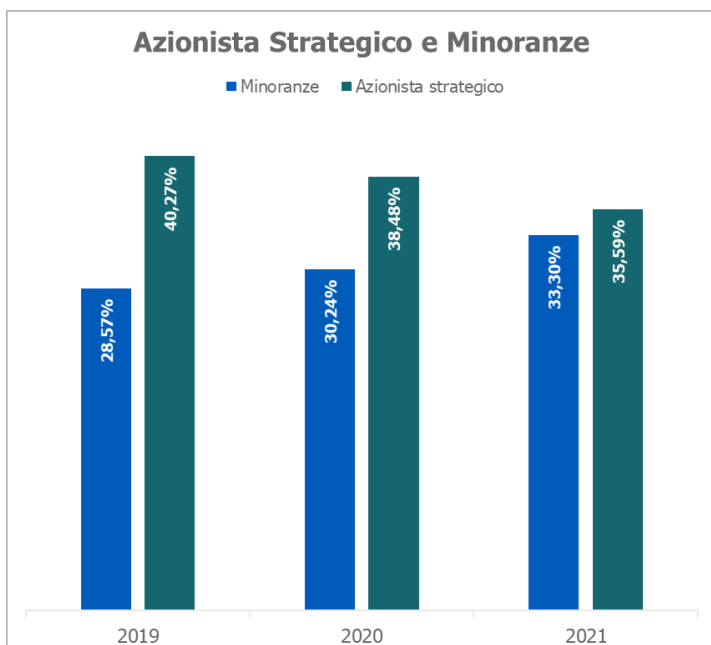
Figura 13 Evoluzione partecipazione media in assemblea



Nella figura sottostante sono invece riportati i dati relativi al rapporto azionisti di riferimento e minoranze assembleari.

Quest'ultime sono state identificate sottraendo dal totale la quota riconducibile al principale azionista, al management, ai patti di sindacato e consultazione.

Figura 14 Evoluzione partecipazione assembleare maggioranze vs minoranze



Come anticipato in premessa si assiste ad una costante riduzione del peso del principale azionista con il conseguente maggiore impatto delle scelte di voto del free float nell'approvazione delle delibere assembleari.

Tale dato, si riflette anche nelle analisi di Consob⁴⁴ che ha evidenziato, seppur con un campione più ampio che comprende tutte le società quotate in Italia, come la concentrazione proprietaria delle società quotate italiane è lievemente calata nel tempo, come emerge dal dato

⁴⁴ Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate 2021

relativo alla quota del primo azionista passata in media dal 48,7% nel 1998 al 47,6% nel 2020.

Sulla base di tali considerazioni si è ipotizzato che le società con un maggiore livello di flottante siano maggiormente inclini a recepire le richieste provenienti dal mercato e recepirne le relative istanze incluso l'introduzione di metriche ESG nei piani di incentivazione del management.

In considerazione dell'evoluzione dell'azionariato delle società italiane è stato preso come riferimento esclusivamente il 2021.

Nella successiva figura sono riportati i dati relativi al peso MBO e LTI di ciascun emittente analizzata in relazione al peso del flottante e nella figura tale dato è stato accorpato e separato in tre cluster:

- Sotto il 25% soglia che impone la necessità di un intenso dialogo con il mercato in quanto la società è contendibile (10 emittenti)
- Tra il 25% ed il 50% soglia che consente al principale azionista di bloccare eventuali proposte provenienti da altro azionista (14 emittenti)

- Sopra il 50%, ovvero quando si detengono la maggioranza dei diritti di voto della società (9 emittenti)

Figura 15 Peso aggregato degli azionisti strategici vs peso della componente ESG negli MBO e LTIP

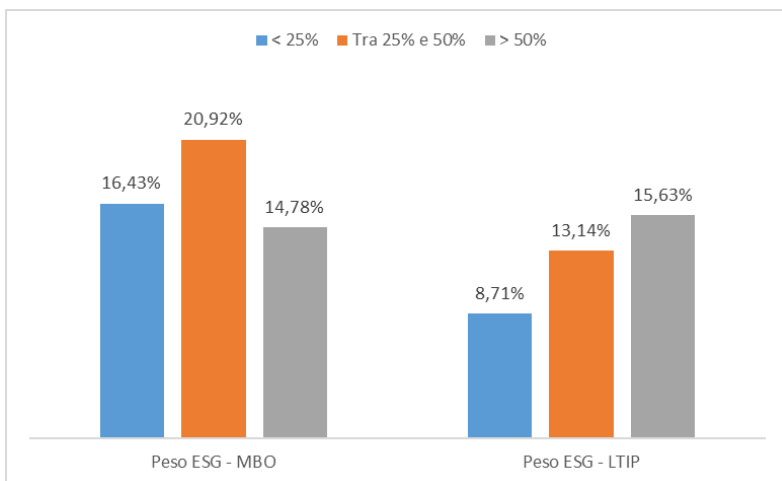


Figura _16_ Peso degli azionisti strategici vs peso della componente ESG nei piani di incentivazione variabile per ciascuna società nel 2021



Dai dati sembra non emerge una chiara correlazione tra l'utilizzo di metriche ESG nei piani di incentivazione e l'esposizione della società al mercato.

4.2. Discussione dei risultati e validazione delle ipotesi

Alla luce dei dati ottenuti, possiamo notare come vi sia stato un significativo aumento negli ultimi tre anni dell'attenzione che le imprese dei campioni rivolgono ai temi relativi allo sviluppo sostenibile.

In relazione alla remunerazione del management, si sono verificati aumenti nella percentuale di imprese che adottano criteri ESG in essa, nonché del numero di indici utilizzati e del peso ad essi attribuiti, per entrambe le componenti legate al breve e al lungo periodo. Questo fa sì che gli amministratori svolgano un ruolo attivo nella riduzione degli impatti che l'impresa opera sull'ambiente e sulla società civile.

Nello specifico è interessante notare come il numero ed il peso di variabili ESG nella remunerazione dell'amministratore delegato sia in media maggiore nei piani di incentivazione a breve termine piuttosto che in

quelli di lungo periodo. Questo dato è in linea con i risultati ottenuti da *PwC* e dal *Centre for Corporate Governance* della *London Business School* (2021). Nella citata ricerca gli autori hanno verificato come il peso degli indici di sostenibilità risulti essere maggiore negli STPI rispetto agli LTPI. Tuttavia, c'è da sottolineare che il campione in tal caso è costituito da imprese quotate nel FTSE 100 della Borsa di Londra, che quindi hanno delle strutture – e sono sottoposte ad una normativa – significativamente diversa da quella italiana.

Tale dato è altresì in linea con il già citato Rapporto 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane, il quale seppur con un campione più ampio rappresentato da tutte le società quotate Italiane rileva:

- La quota della remunerazione di breve periodo legata a fattori ESG è pari in media al 20%, in lieve aumento rispetto al 2020, quando era il 17%
- Con riferimento alla remunerazione variabile di lungo periodo, la porzione legata a fattori ESG è pari in media al 18%.

Con riferimento a quanto affermato in *Executive Compensation and ESG* (Koors, J., 2019), i risultati della ricerca effettuata sembrano confermare quanto affermato dall'autrice rispetto al maggiore legame che intercorre tra le strategie e le politiche definite dalle imprese e le teorizzazioni sulla sostenibilità. Le stesse osservazioni possono essere effettuate relativamente ai dati riportati nell'indagine svolta dall'Osservatorio Ambrosetti⁴⁵, in quanto le percentuali di imprese che hanno introdotto variabili ESG nella remunerazione del management e il peso ad esse riservato, sono in linea con i risultati dell'analisi condotta nei precedenti paragrafi – seppur con una tolleranza di pochi punti percentuali, dovuta all'inclusione nel primo delle imprese appartenenti anche ad altri indici di Borsa Italiana.

Infine, in virtù di quanto appena esposto e dei risultati della ricerca presentata nei paragrafi precedenti, sembra corretto poter affermare che vi sia stato un cambiamento palese nella strategia delle imprese analizzate, le quali hanno dimostrato come i cambiamenti in atto circa il tema della sostenibilità abbiano influenzato l'operato quotidiano delle società. Possiamo quindi

⁴⁵ The European House – Ambrosetti (2021). *L'osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo in italia. Diciassettesima edizione.*

confermare la prima ipotesi ed affermare che le imprese quotate italiane di maggior rilevanza adottano strategie coerenti con la teoria dello sviluppo sostenibile, attraverso l'inclusione dei fattori ESG nella remunerazione degli amministratori.

Con riferimento all'ipotesi 2 possibile riscontrare un significativo aumento delle metriche ESG nei piani di incentivazione di breve e lungo periodo nel 2020 e nel 2021 anni fortemente influenzati dalla pandemia Covid 19.

Difatti nei piani di incentivazione a breve termine il peso medio delle metriche ESG è cresciuto passando dal 13,6% al 17,9%.

Con riferimento invece ai piani di incentivazione di lungo termine la crescita delle metriche ESG nei piani di incentivazione è stata molto significativa con un passaggio dal 3% al 12.8%

Con riferimento ad entrambe le tipologie di piani è riscontrabile un aumento delle metriche "sociali" è nello specifico *Diversity & Inclusion ed Employee Health and Safety* segnale di una maggiore attenzione a tali aspetti da parte degli emittenti.

Tale dato è in linea con quanto richiesto nel giugno 2020 da parte dell'ICGN⁴⁶ in un viewpoint su Covid19 ed Executive Remuneration nel quale si sosteneva:

“Environmental, social and governance (ESG) factors are not the only long-term metrics, but they have a key role to play. ICGN’s Guidance on Executive Remuneration emphasises the use of ESG metrics to guide both board and investor assessment of long-term performance and sustainable value creation. Similarly, Principle 6 of ICGN’s Global Stewardship Principles call for investors to promote long-term value creation and integration of ESG factors. It is important to incorporate sustainability-related performance factors that the executive team can be held accountable for and directly influence-- and to look beyond the current crisis and also anticipate its aftermath when non-COVID related ESG factors, climate risk in particular, will also require urgent attention. These factors have the potential to impact the bottom line of the business in the mid and long term. This can be through reputational damage, other

⁴⁶ Established in 1995 and led by investors responsible for assets under management of around US\$70 trillion, ICGN advances the highest standards of corporate governance and investor stewardship worldwide in pursuit of long-term value creation, contributing to sustainable economies, societies, and the environment.

risk-laden decision-making, or the actual interruption of business continuity⁴⁷.”

Con riferimento all’ipotesi 3 i dati sembrano dimostrare che le società che non hanno inserito metriche ESG nei piani di incentivazione del management hanno mediamente ottenuto un supporto assembleare inferiore da parte del free float sulla delibera di Remunerazione.

In tal senso un forte indizio sulle aspettative dal mercato può essere anche offerto da una lettura dei dati del triennio che mostrano un progressivo aumento del consenso complessivo e del consenso delle minoranze per le società che hanno inserito metriche ESG nei piani di incentivazione del management di breve e lungo termine.

Relativamente all’Ipotesi 4 dai dati non emerge un collegamento tra peso delle metriche ESG nei piani di incentivazione del management e free float.

Tale dato non sembra pertanto in linea con quanto affermato da_(Cohen et al. 2022) dalle cui analisi con un campione significativamente maggiore emergeva che le società che adottano metriche ESG nei piani lo facciano in

⁴⁷

<https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-06/ICGN%20Viewpoint%20COVID-19%20and%20Executive%20Remuneration.pdf>

risposta ad una pressione esterna riscontrando pertanto un forte collegamento tra la presenza di metriche ESG nei piani e proprietà istituzionale e free float.

Dalle analisi condotte ai fini della presente tesi è soltanto possibile riscontrare che tutte le società controllate dallo stato e le società senza un azionista di riferimento adottano almeno una metrica ESG nei piani di incentivazione del management.

In tal senso anche Consob che nel già citato Rapporto 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate Italiane ha evidenziato: Le imprese controllate dallo Stato o da enti pubblici e le imprese per le quali non è possibile individuare un *ultimate controlling agent* sono quelle in cui i compensi sostenibili sono previsti più di frequente (rispettivamente nell'80% e nel 62% dei casi).

Da tali dati non può certo discendere un automatismo in merito alle performance ESG delle emittenti.

In tal senso a fronte di autori che ritengono esiste un collegamento tra metriche ESG nei piani e miglioramento della performance esg (Cohen et Al 2022) non mancano autori che ritengono che l'utilizzo di metriche ESG nei piani di incentivazione del management presentano problemi strutturali e si presta pertanto a facili manipolazione aumentando i pericoli e riducendo i

benefici dall'utilizzo delle stesse metriche (Bebcuck et Al, 2022).

CONCLUSIONE

L'obiettivo della ricerca condotta nella tesi era quello di esaminare in che misura le società italiane perseguono il successo sostenibile indicato nel codice di autodisciplina delle società quotate stimolando il management a perseguire una strategia aziendale di lungo termine attraverso l'utilizzo di metriche ESG nei piani di incentivazione.

I risultati delle analisi condotte evidenziano un significativo aumento della percentuale di imprese che adottano criteri ESG nei piani di incentivazione del management, nonché del numero di indici utilizzati e del peso ad essi attribuiti, per entrambe le componenti legate al breve e al lungo periodo

Per quanto concerne in particolare i piani di incentivazione di breve termine, la percentuale di imprese che adotta criteri ESG nella computazione della remunerazione degli amministratori è aumentata nel corso del triennio, si è passati dal 68% del 2019 al 79% del 2021

Per quanto riguarda invece i piani di incentivazione di lungo termine del management si è passato dal 19.2% nel 2019, al 65% nel 2021.

Ad analoghi risultati ha condotto la verifica in merito all'evoluzione delle metriche "S" a seguito dell'impatto della pandemia in quanto i dati evidenziano una crescita dal 3 al 12.8%.

Mancano invece evidenze sufficienti a sostenere le ipotesi 3 e 4 ovvero la correlazione tra diffusione di metriche ESG e supporto assembleare degli azionisti e correlazione tra metriche ESG e struttura azionaria.

Con particolare riferimento alla terza ipotesi in considerazione della recente diffusione di *statement* da parte di importanti investitori come Allianz Global Investors che hanno dichiarato che non supporteranno gli item di remunerazione in assenza di metriche ESG nei piani di incentivazione del management sarà con molta probabilità possibile a distanza di qualche anno ottenere risultati maggiormente probanti.

L'analisi ha dimostrato quindi come vi sia stato un impatto chiaro della sostenibilità sulle imprese italiane. Per questo motivo si è visto come sia stato possibile accettare le prime due ipotesi formulate. Da questo punto di vista, il lavoro svolto può rappresentare un sostanziale contributo alla letteratura scientifica in tema, oltre che ad uno strumento utile al management delle società per comprendere gli sviluppi recenti ed i possibili trend futuri. La ricerca è inoltre di ausilio ai policy maker, nazionali e

comunitari, nella definizione delle politiche volte a mitigare gli impatti negativi delle imprese sull'ambiente e sulla società.

I principali limiti del lavoro svolto possono essere ricercati nell'orizzonte temporale e nella numerosità campionaria. Difatti, possibili studi futuri, potrebbero svolgere ricerche analoghe, includendo società di minori dimensioni e quindi quotate in altri indici di borsa, oltre che estendere l'arco temporale di riferimento, in modo da ottenere dei risultati maggiormente rappresentativi del mercato o di specifici segmenti o settori. Inoltre, i temi della sostenibilità hanno un carattere tipicamente globale ed interessano tutti gli Stati; da questo punto di vista, potrebbe essere utile ampliare la ricerca a livello europeo per avere un quadro maggiormente definito.

BIBLIOGRAFIA

Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability* 10: 494.

Arjaliès, D.L., Mundy, J. (2013). The use of management control systems to manage CSR strategy: a levers of control perspective. *Management Accounting Research* 24: 284–300.

Balcilar, M., Demirer, R. & Gupta, R. (2017). Do Sustainable Stocks Offer Diversification Benefits for Conventional Portfolios? An Empirical Analysis of Risk Spillovers and Dynamic Correlations. *Sustainability* 9: 1799

Balluchi, F., Furlotti, K., Pulejo, L., Kocollari, U., Rusconi, G., Tarquinio, L., ... & Puglisi, A. (2017). *La responsabilità sociale delle imprese: un percorso verso lo sviluppo sostenibile: Profili di governance e di accountability*. G Giappichelli Editore.

Baraibar-Diez, E., Odriozola, M. D., & Fernandez Sanchez, J. L. (2019). Sustainable compensation policies and its effect on environmental, social, and governance

scores. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6), 1457-1472.

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97(1), 71-86.

Baron, D. P. (2009). A positive theory of moral management, social pressure, and corporate social performance. *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 7-43.

Basu, S. (2017). *Corporate purpose: Why it matters more than strategy* (Vol. 1). Taylor & Francis.

Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation* (March 1, 2022). Forthcoming, *Journal of Corporation Law* (2022).

Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2019). *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. Forthcoming *Review of Finance*.

Berrone, P. (2008). *Pros and Cons of Rewarding Social Responsibility at the Top*. IESE Occasional Paper 153, IESE Business School, University of Navarra.

Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. (2009). *Environmental performance and executive compensation*:

An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103–126

Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279

Brundtland, G. H., Khalid, M., Agnelli, S., Al-Athel, S., & Chidzero, B. J. N. Y. (1987). *Our common future*. New York, 8.

Callan, S.J., Thomas, J.M. (2011). Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 18: 332–351.

Calton, J. M., & Payne, S. L. (2003). Coping with paradox: Multistakeholder learning dialogue as a pluralist sensemaking process for addressing messy problems. *Business & Society*, 42(1), 7-42.

Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.

Coase, R. H. (1960). The problem of social cost. In *Classic papers in natural resource economics* (pp. 87-137). Palgrave Macmillan, London

Cohen, Shira and Kadach, Igor and Ormazabal, Gaizka and Reichelstein, Stefan, *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence* (April 1, 2022). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 825/2022

Commissione Europea (2020). *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*

Conti, M. E. (2018). *Il management ambientale: Teorie, metodi e strumenti in una prospettiva sostenibile* (Vol. 5). Edizioni Nuova Cultura.

Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). *Valuing ESG: Doing good or sounding good?*. NYU Stern School of Business.

Criscione, A. (2021). *Il “Say on sustainability” piace agli investitori*. Il Sole24Ore.

Cucari, N. (2018). *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance: un'analisi empirica mediante la Qualitative Comparative Analysis*. *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance*, 1-150.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (2018). Toward a stewardship theory of management. In *Business Ethics and Strategy* (pp. 473-500). Routledge.

De Falco, S. E. (2014). *Corporate governance per il governo dell'impresa*. McGraw-Hill education

De Falco, S. E., Cucari, N., & Sorrentino, E. (2016). Voting dissent and corporate governance structures: The role of say on pay in a comparative analysis. *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 188-196.

Díaz, V., Ibrushi, D., & Zhao, J. (2021). Reconsidering systematic factors during the COVID-19 pandemic—The rising importance of ESG. *Finance Research Letters*, 38, 101870.

ESMA (2022). *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU*

Esposito De Falco, S. E. (2012). *Genesi ed evoluzione dell'impresa. Principi e casi esplicativi*. Wolters Kluwer.

Farooq, O., Rupp, D. E., & Farooq, M. (2017). The multiple pathways through which internal and external corporate social responsibility influence organizational identification and multifoci outcomes: The moderating

role of cultural and social orientations. *Academy of management journal*, 60(3), 954-985.

Flammer C., Hong B., Minor D. (2019), Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes, *Strategic Management Journal*, vol. 40, n. 7.

Flammer, C., Hong, B., & Minor, D. (2019). Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes. *Strategic Management Journal*, 40(7), 1097-1122.

Fowler, S. J. & Hope, C. A. (2007). Critical Review of Sustainable Business Indices and their Impact. *Journal of Business Ethics* 76: 243–52.

Friedman, M. (1970). *Capitalism and freedom*. Chicago, University of Chicago press.

Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management learning & education*, 4(1), 75-91.

Global Sustainable Investment Alliance (2019). *Global sustainable investment review 2018*.

Gosling, T., Guymer, H., O'Connor, P., Harris, L., & Savage, A. (2021). Paying well by paying for good.

Gosling, T., Guymer, H., O'Connor, P., Harris, L., & Savage, A. (2021). Paying well by paying for good.

Harrison, J. S., Phillips, R. A., & Freeman, R. E. (2020). On the 2019 business roundtable “statement on the purpose of a corporation”. *Journal of Management*, 46(7), 1223-1237.

Hong, B., Li, Z., & Minor, D. (2016). Corporate governance and executive compensation for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 136(1), 199-213.

Hussain, N., Rigoni, U., & Oriji, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411–432.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kim, H. R., Lee, M., Lee, H. T., & Kim, N. M. (2010). Corporate social responsibility and employee–company identification. *Journal of Business Ethics*, 95(4), 557-569.

Koors, J. (2019). Executive Compensation and ESG. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

Krishnamoorthy, R. (2021). Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: Doing Good to Do Well. *Open Journal of Social Sciences*, 9(7), 189-197.

Lacy, P., Cooper, T., Hayward, R., Neuberger, L. (2010). *A New Era of Sustainability: UN Global Compact–Accenture CEO Study 2010*. Routledge: London.

Lacy, P., Hayward, R. (2013). *The UN Global Compact–Accenture CEO Study on Sustainability 2013, Architects of a Better World*. Routledge: London.

Linciano, N., Ciavarella, A., Di Stefano, G., Signoretti, R., Pierantoni, L., Della Libera, E. & Frasca, E. (a cura di), (2020). *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Consob.

Maas, K., & Rosendaal, S. (2016). Sustainability targets in executive remuneration: Targets, time frame, country and sector specification. *Business Strategy and the Environment*, 25(6), 390-401

Mario Stella Richter jr. in *Diritto Bancario*

Matthews, M. R. (1993). *Socially Responsible Accounting*. Chapman Hall, London.

McWilliams, A. and Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, Vol. 26 No. 1, pp. 117-128.

Minciullo, M., Pedrini, M., & Zaccone, M. C. (2021). *L'integrazione della sostenibilità nella governance: quando la forma diventa sostanza?*. EGEA, Milano

Molteni, M. M., Minciullo, M., Pedrini, M., Bertolini, S., Dal Maso, D. & Rossi, F. (2018). *CdA e politiche di sostenibilità (II ed.)*. La governance della sostenibilità nelle imprese quotate italiane. CSR Manager Network

Ni, A. Y., Van Wart, M., & Suino, P. (2018). Corporate social responsibility: Doing well and doing good. In *Building Business–Government Relations* (pp. 175-196). Routledge.

OECD (2022). *ESG ratings and climate transition: An assessment of the alignment of E pillar scores and metrics*. OECD Business and Finance Policy Papers, OECD Publishing, Paris

Rodrigue, M., Magnan, M., & Cho, C. H. (2013). Is environmental governance substantive or symbolic? An

empirical investigation. *Journal of Business Ethics*, 114(1), 107–129.

Schwab, K. (2019). *Davos Manifesto 2020: The universal purpose of a company in the fourth industrial revolution*. In *World economic forum* (Vol. 2).

Stern H.J. (2020). *Better executive bonus plans for environmental, social and corporate governance (ESG)*. Ph.D. *The Journal of Total Rewards*.

The European House – Ambrosetti (2021). *L'osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo in italia*. Diciassettesima edizione.

Ventoruzzo (2020). *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*. In *Società* n.4 440-441

Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). *ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice*. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2), 127.

SITOGRAFIA

borsaitaliana.it

britannica.com

businessroundtable.org

chapterzero.org.uk

corpgov.law.harvard.edu

ec.europa.eu

edc.nyc

georgeson.com

globalreporting.org

ilsole24ore.com

integratedreporting.org

oecd.com

mef.gov.it

normattiva.it

osservatoriosocialis.it

pdc.minambiente.it

princes-trust.org.uk

sasb.org

sdgs.un.org

stewardship.it

strategiecontenuti.it

theatlantic.com

theiirc.org