

# Politecnico di Torino

Collegio di Ingegneria Gestionale Classe L/31

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



## Politecnico di Torino

Tesi di Laurea Magistrale

# **Integrazione di parametri ESG nei KPI della remunerazione dei CEO: strategia retributiva per un successo sostenibile di lungo termine**

**Relatrice**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidata**

Arianna Torretta

Anno accademico 2022-2023



# SOMMARIO

<b>PREMESSA E SCOPO DEL LAVORO.....</b>	<b>5</b>
<b>1    <b>CAPITOLO – SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO NELL’IMPRESA.....</b></b>	<b>7</b>
1.1    Dalla Teoria Neoclassica alla Teoria Capitalistica Manageriale.....	7
1.2    Teoria Principale-Agente .....	11
1.3    Pay for Performance .....	18
1.3.1    Modello di Jensen e Murphy .....	21
<b>2    <b>CAPITOLO – RUOLO DEL CEO E FINALITÀ DELL’IMPRESA .....</b></b>	<b>27</b>
2.1    Ruolo del CEO e <i>CSR, Corporate Social Responsibility</i> .....	27
2.2    Parametri ESG: <i>Environmental, Social and Governance</i> .....	36
2.2.1    Investitori e parametri ESG .....	41
2.2.2    Rating ESG: definizioni e mercato.....	46
<b>3    <b>CAPITOLO - PARAMETRI ESG E REMUNERAZIONE DEL CEO .....</b></b>	<b>52</b>
3.1    Presenza di parametri ESG nella parte variabile della remunerazione del CEO.....	52
3.1.1    Conclusioni empiriche .....	67
3.2    Raccolta dei dati e creazione database .....	68
3.2.1    Regolamentazione Consob sulla Relazione sulla Remunerazione.....	70
<b>4    <b>CAPITOLO - DALLA CREAZIONE DEL DATABASE ALL’ANALISI DEI DATI.....</b></b>	<b>74</b>
4.1    Analisi dei dati raccolti .....	74
4.1.1    Analisi dei dati con STATA.....	84
<b>5    <b>CAPITOLO - CONCLUSIONI .....</b></b>	<b>90</b>
<b>6    <b>CAPITOLO - BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA .....</b></b>	<b>93</b>

## SOMMARIO DELLE FIGURE

<b>Figura 1.1</b> - Sensitività della componente monetaria .....	22
<b>Figura 1.2</b> - Sensitività pay-performance incluse stock option .....	24
<b>Figura 1.3</b> - Pay-performance sensitivity con minaccia di licenziamento .....	25
<b>Figura 2.1</b> - Tematiche affrontate in CSR, Nielsen 2022 .....	34
<b>Figura 2.2</b> - Le 5P dello Sviluppo Sostenibile, ONU .....	38
<b>Figura 2.3</b> - Sustainable Development Goals, Agenda 2030 .....	39
<b>Figura 2.4</b> - ESG sul total AUM a livello globale, Bloomberg.....	42
<b>Figura 2.5</b> - ESG Trend nel tempo .....	43
<b>Figura 2.6</b> - Quota di fondi indicizzati che menzionano ESG.....	43
<b>Figura 2.7</b> - Disponibilità a pagare per ESG dal 2019 al 2022.....	44
<b>Figura 2.8</b> - Catena di valore ESG, Sustainability 2017 .....	48
<b>Figura 3.1</b> - Priorità ESG per investitori e Senior Leader intervistati, da Paying for good for all.....	55
<b>Figura 3.2</b> - Integrazione ESG nella retribuzione dei CEO, Paying for good for all .....	56
<b>Figura 3.3</b> - Componente della retribuzione in cui è presente ESG, Paying for good for all .....	58
<b>Figura 3.4</b> - Allineamento fra strategia e incentivi retributivi dei CEO .....	60
<b>Figura 3.5</b> - Variazioni nell'uso di metriche retributive ESG in funzione di settore e Paese .....	62
<b>Figura 3.6</b> - Compensi corrisposti ai componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, nonché agli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche, da Regolamento Emittenti del Consob .....	73
<b>Figura 3.7</b> - Partecipazioni dei componenti del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e degli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche .....	73
<b>Figura 4.1</b> - Split aziende con e senza riferimenti ESG .....	76
<b>Figura 4.2</b> - Media aritmetica ESG vs NO ESG .....	77
<b>Figura 4.3</b> - Importi delle top 10 aziende ESG vs NO ESG .....	78
<b>Figura 4.4</b> - Top 10 aziende dettagli remunerazione .....	79
<b>Figura 4.5</b> - Quota di obiettivi non finanziari presenti nella parte variabile della remunerazione dell'amministratore delegato .....	80

**Figura 4.6** - Dettagli della quota variabile di remunerazione del CEO ..... 82

**Figura 4.7** - Scomposizione quota variabile della remunerazione del CEO ..... 83

**Figura 4.8** - Output 1, test sulla differenza delle medie per "emolumenti", STATA ..... 85

**Figura 4.9** - Output 2, test sulla differenza delle medie per "bonus", STATA ..... 86

**Figura 4.10** - Output 3, test sulla differenza delle medie per "tot", STATA ..... 86

**Figura 4.11** - Output 1 della Regressione, STATA..... 87

**Figura 4.12** - Output 2 della Regressione, STATA..... 88

## PREMESSA E SCOPO DEL LAVORO

Lo scopo di questo lavoro di tesi è quello di approfondire la tematica inerente al collegamento tra la *remunerazione dei CEO* e le *performance aziendali*, in particolare performance in contesto di sostenibilità. Scendendo nel dettaglio, si analizza come la presenza di obiettivi legati a **tematiche ESG (Environmental, Social and Governance)** nella quota di *retribuzione variabile* possa influenzare e guidare i comportamenti del CEO verso il raggiungimento di obiettivi aziendali legati alla sfera della sostenibilità, sociale ed ambientale, in linea con la strategia aziendale e con la creazione di valore per tutti gli stakeholder e sostenibile nel tempo. Per analizzare al meglio il tema, il seguente lavoro di tesi è stato strutturato in capitoli che seguissero un filo logico/temporale, trattando i principali aspetti sociali ed economici che hanno contribuito alla nascita del legame tra remunerazione, performance e parametri ESG.

Nel primo capitolo si affronta la letteratura relativa al rapporto tra manager e azionisti, ai problemi che si generano a causa dei conflitti di interesse dei due ruoli ed alle condizioni contrattuali di informazione imperfetta; la migliore soluzione al problema (definito “*di agenzia*”) si identifica nel meccanismo di *pay for performance*, collegare le performance aziendali alla remunerazione del CEO, attraverso una ripartizione di rischi.

Nel secondo capitolo si parte dal concetto di *pay for performance*, per collegarlo al tema della sostenibilità. Negli anni le aziende si sono trovate a far fronte ad importanti cambiamenti ambientali e alle esigenze di una società più attenta alle tematiche di sostenibilità e condizioni dei lavoratori, in tutta la catena del valore: da qui, l’esigenza di considerare obiettivi sostenibili (ESG) accanto a quelli finanziari e garantirne il raggiungimento attraverso il meccanismo di *pay for performance*, quindi collegare obiettivi

di sostenibilità alla remunerazione variabile del CEO, per spingerlo ad intraprendere azioni sostenibili, in tema di rispetto dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori e delle disparità di genere e salariali.

Si analizza poi l'importanza dei governi e della legislatura nel definire linee guida, standard, obiettivi, rendicontazioni obbligatorie al fine di guidare le aziende ad essere trasparenti e sostenibili, nel rispetto dei bisogni degli azionisti, dei proprietari, dei consumatori e dell'ambiente in generale.

Si analizzano poi nel dettaglio i parametri ESG, il loro funzionamento, il valore che negli anni questi parametri hanno avuto per azionisti e per il loro portafoglio di investimenti.

Nel terzo capitolo si affronta tutta la letteratura esistente sul legame tra retribuzione del CEO e parametri ESG, gli aspetti emersi dalle ricerche, i pro e i contro e tutte le evidenze empiriche venute fuori dalle analisi statistiche effettuate.

Si è voluto dare un contributo personale in tale senso, attraverso la creazione di un database; nel terzo capitolo tutti i dettagli relativi, nel quarto capitolo si affronteranno le analisi effettuate anche attraverso l'utilizzo del software STATA.

Il quinto capitolo conclude questo lavoro di tesi, riassumendo i concetti principali emersi arricchiti da considerazioni personali.

# 1 CAPITOLO – SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO NELL'IMPRESA

## 1.1 Dalla Teoria Neoclassica alla Teoria Capitalistica Manageriale

A partire dalla seconda metà del '900 inizia a svilupparsi quella che oggi è nota come **Teoria Capitalistica Manageriale**, la quale supera la concezione limitata dell'impresa e dei suoi obiettivi, propria della **Teoria Neoclassica dell'Impresa**.

Nella teoria neoclassica dell'impresa proprietario e manager coincidono, l'obiettivo di riferimento è la massimizzazione dei profitti in un quadro di perfetta razionalità, informazione perfetta e in assenza di conflitti; esiste un forte legame logico tra funzione di produzione, costi dell'impresa e obiettivo della massimizzazione del profitto.

L'impresa neoclassica appare senza spessore né dimensione, non esiste un'analisi interna sugli attori dell'impresa e su tutti gli agenti economici coinvolti, è una teoria pura in cui, di fatto, non vi è teoria d'impresa. Con il tempo iniziano a prender piede teorie che mettono in discussione quanto difeso dai neoclassici, in particolare la non coincidenza tra le figure di *proprietario* dell'impresa e *gestore* dell'impresa.

Un grande passo avanti in questo contesto va riconosciuto agli economisti **Berle e Means**<sup>1</sup>, che intrapresero un minuzioso lavoro di ricerca riguardo l'organizzazione e la struttura interna delle imprese.

La ricerca si è basata sulla raccolta di dati riguardanti la struttura proprietaria di circa 200 grandi imprese americane e, dalle analisi effettuate, i due evidenziarono la presenza di una caratteristica che le accumulava: il fenomeno della **separazione tra proprietà** (azionisti che

---

<sup>1</sup>Berle A. e Means G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Company

detengono il capitale dell'azienda) e **controllo** (esercitato da chi prende le decisioni) e il disallineamento tra i rispettivi obiettivi. I due economisti parlano per la prima volta della cosiddetta "discrezionalità manageriale" da parte di chi detiene il controllo (manager) poiché, controllando senza possedere, i manager gestiscono l'impresa "fuori controllo" e si trovano nella posizione di prendere decisioni senza ostacoli; tutto questo, evidenziano, porta alla creazione di un potenziale conflitto di interessi.

Racchiuso nella loro pubblicazione *The Modern Corporation and Private Property* del 1933, il lavoro di Berle e Means è certamente da considerarsi un punto di riferimento di tutte le moderne analisi di teoria dell'impresa, poiché frutto di una nuova concezione dell'impresa, di un nuovo approccio allo studio delle relazioni interne ed esterne all'impresa, un approccio critico e dinamico, lontano da quello neoclassico.

A cosa servono le imprese, quali sono i loro obiettivi, qual è il rapporto tra proprietari e manager, qual è il legame tra organizzazione dell'impresa e comportamenti di mercato, quali sono le parti interessate e coinvolte, quale il legame tra comportamento individuale e comportamento dell'impresa intesa come organizzazione: questi alcuni tra gli aspetti cruciali su cui si basa il lavoro di Berle e Means e anche tutti i successivi studi sulla teoria capitalistica manageriale, a partire dalla messa in discussione e dall'abbandono delle ipotesi delle teorie neoclassiche.

Sotto la denominazione di teoria manageriale dell'impresa sono raccolti una pluralità di lavori teorici che focalizzano l'attenzione sul fenomeno della **separazione tra proprietà e controllo** dell'impresa.

È doveroso ricordare il contributo a questa teoria di **Robert Marris**<sup>2</sup> (1964) che, associato al concetto della separazione, si focalizza sull'analizzare gli obiettivi dei due attori evidenziandone possibili differenze.

Egli dimostra la differenza di obiettivi tra proprietari e manager, obiettivo di massimizzazione del profitto per gli azionisti e obiettivo di massimizzazione della crescita dell'impresa per chi controlla, perché crescita impresa e reputazione manager sono strettamente collegate. Se in prima battuta si assiste ad un allineamento tra i due obiettivi che quindi si muovono nella stessa direzione, egli dimostra come, nel lungo termine, gli obiettivi di profitto e crescita entrino in conflitto e i processi di decisione e gestione si trovano davanti ad un trade-off: o si investe per massimizzare la crescita o si investe per massimizzare il profitto. Già nel 1776 l'economista inglese Adam Smith<sup>3</sup> aveva affrontato, nel suo trattato "Ricchezza delle Nazioni", il problema derivante dalla separazione tra proprietà e controllo di una impresa.

Di seguito un estratto:

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

(Adam Smith, 1776)

---

<sup>2</sup>Marris R. [1963], *A Model of the "Managerial" Enterprise*, in «The Quarterly Journal of Economics»

<sup>3</sup> Smith A. [1776], *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*

Le parole sopra citate ben spiegano il problema sollevato e affrontato da Smith, i manager gestiscono denaro non proprio ma di altre persone e, per questo motivo, non ci si può aspettare da loro la stessa vigilanza e scrupolosità nella gestione del denaro da parte di chi ne è invece il proprietario.

Ecco che si trova nuovamente nell'ideologia di Smith un forte disallineamento di interessi e una diversa visione dello "scopo" dell'impresa, da una parte trarre profitto, dall'altra trarre benefit e potere.

Il contesto in cui si muove il seguente lavoro di tesi è quello definito dalla **teoria del capitalismo manageriale**, sopra discussa, nella quale si considera l'azionariato diffuso con tanti piccoli azionisti contrapposti alla figura del manager. In particolare, verrà di seguito approfondito il come viene valutato e misurato l'operato dei manager per superare il disallineamento tra manager e azionisti, la divergenza di obiettivi e i cosiddetti "**problemi di agenzia**".

## 1.2 Teoria Principale-Agente

Il primo paragrafo è stato protagonista di un excursus storico attraverso il quale sono stati evidenziati i punti salienti di un complesso percorso intellettuale che ha portato alla formazione di una teoria che, ancora oggi, è alla base di tutti gli studi economici riguardanti l'impresa nella sua totalità, la teoria manageriale d'impresa.

Lo scenario all'interno del quale ci si muove è quello di una impresa dinamica, non più black-box, un'impresa vista come pluralità di persone diverse con obiettivi diversi.

Il profitto non è più l'unico obiettivo e non sarà più perseguibile solo tramite scelte puramente tecnologiche e/o di prodotto: si ha una visione più ampia in cui si guarda al settore, alla crescita, all'interno dell'impresa, all'organizzazione delle risorse, all'impresa come squadra.

Negli anni '70 si è fatto un ulteriore passo avanti: il fenomeno della separazione tra proprietà e controllo porta con sé numerosi aspetti e problematiche intrinseche che negli anni gli economisti hanno cercato di studiare e analizzare, uno fra questi è il cosiddetto *problema di agenzia*.

La *Teoria dell'Agenzia* o *Teoria del Principale-Agente* è stata elaborata nel 1976 da **Jensen** e **Meckling**<sup>4</sup>, nella loro pubblicazione nella famosa rivista "Journal of Financial Economics".

Jensen e Meckling spiegano come, a quei tempi, non esistesse ancora una teoria che spiegasse come gli obiettivi contrapposti degli individui che operano in una impresa raggiungano un punto di equilibrio<sup>5</sup>, quindi cercano di modellizzare gli aspetti relativi al

---

<sup>4</sup> Jensen M. C. e Meckling W. H. [1976], *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in «Journal of Financial Economics»

<sup>5</sup> Jensen M. C. e Meckling W. H. [1976] "*We have no theory which explain how the conflicting objectives of the individual participants are brought into equilibrium so as to yield this result*", opera citata

funzionamento interno dell'organizzazione dell'impresa identificando nell'*azionista* e nel *manager* la figura del **Principale** e dell'**Agente** rispettivamente e definendo, il loro, un rapporto di tipo contrattuale, in particolare un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente<sup>6</sup>.

In una situazione di questo genere è importante definire bene, oltre al ruolo, anche il diverso approccio che azionista e manager hanno nei confronti del contratto, in virtù della natura del contratto stesso.

Nel trattato il *principale* è definito "**neutrale al rischio**", poiché delega all'*agente* il potere decisionale su un'azione che genera un ritorno tale da renderlo disposto anche a subire eventualmente delle perdite. Discorso diverso vale per l'agente che è invece "**avverso al rischio**": l'azione che gli è stata delegata comporta per lui un costo, l'eventuale riuscita andrebbe a beneficio del principale, la mancanza di risultati ottenuti ricadrebbe anche su di lui; bisogna tener conto anche del fatto che, oltre che dal suo impegno, le azioni del manager sono influenzate anche da variabili esterne che sono imprevedibili.

Il problema principale evidenziato dalla teoria dell'agenzia, alla base della visione "contrattualistica" dell'impresa, riguarda il fatto che l'azionista non ha i mezzi per controllare in modo efficace l'operato del manager e lo sforzo impegnato, ma solo il risultato ottenuto: in questo senso si parla di **imperfect monitoring**, informazione asimmetrica ed imperfetta.

Un rapporto di tipo principale - agente si crea ogni qual volta è richiesta una specializzazione per lo svolgimento di una attività e diventa indispensabile una divisione

---

<sup>6</sup> Jensen M. C. e Meckling W. H. [1976] "*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent*", opera citata

razionale ed efficiente del lavoro basata sulla specializzazione settoriale, di conseguenza, nel nostro caso, l'azionista ritiene conveniente delegare il compito di amministrazione e gestione alla figura del manager, la più competente per tale ruolo.

Tale situazione contrattuale, però, porta con sé una serie di problemi legati alla cosiddetta **asimmetria informativa**: esistono due tipi di asimmetria informativa, quella che si verifica precontratto e quella che si verifica post-contratto.

L'asimmetria informativa precontrattuale è definita **informazione nascosta** o **selezione avversa**, quella che si verifica a valle della firma del contratto è definita **azione nascosta** o **moral hazard** (azzardo morale).

### **Informazione nascosta**

Il fenomeno dell'**informazione nascosta** si riferisce al fatto che ex-ante, in fase di discussione del contratto, il principale non ha accesso a tutte le informazioni riguardanti l'agente, in particolare non sa nulla circa la sua funzione di costo e di utilità e quindi non sa quanto effettivamente andrà a sforzarsi e la bontà delle azioni che intraprenderà; è un problema di fiducia che potrebbe portare il principale a prendere delle decisioni sub-ottimali in fase di scelta del manager.

Questo fenomeno è collegato al concetto di *lemon premium* che ritroviamo per la prima volta nell'opera di **George Akerlof**<sup>7</sup>.

L'economista statunitense affronta le inefficienze determinate, come conseguenza, dalla presenza dell'informazione nascosta analizzando nello specifico il mercato delle auto di seconda mano, un mercato complesso in cui si possono trovare sia auto in buone condizioni, sia auto in cattivo stato che potrebbero però essere vendute come auto di

---

<sup>7</sup> Akerlof G. A. [1970], *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, in «Quarterly Journal of Economics»

qualità superiore. La diffidenza da parte dei potenziali acquirenti di auto causa, agli imprenditori che vogliono vendere un prodotto in ottimo stato, il vedersi sottovalutare la propria auto e di conseguenza, non volendo certamente svendere, preferiscono non vendere. Il risultato è che sul mercato, in assenza di credibili strumenti di garanzia capaci di segnalare la qualità, si troveranno soltanto “*bidoni*” (auto di scarsa qualità che Akerlof definisce appunto “*limoni*”) e nessuna macchina in buono stato.

Tornando ora al discorso azionista-manager, l'azionista deve cercare di estrapolare a monte più informazioni possibili dal manager per cercare di ottenere da lui la massima utilità al minimo costo attraverso diversi meccanismi, quali assunzione in prova e/o colloqui molto selettivi.

### ***Azione nascosta***

Ex-post, dopo che gli azionisti hanno finanziato il progetto e delegato la gestione al manager, si possono osservare e giudicare solo i risultati ottenuti dall'agente, ma non i mezzi utilizzati. È difficile per il principale verificare l'effettivo impegno del manager, ecco che si parla di **azzardo morale**: il manager, conscio dell'impossibilità di mostrare il proprio sforzo, può intraprendere le azioni richieste con uno sforzo sub-ottimale, poiché i suoi obiettivi non sono allineati con quelli degli azionisti.

L'ipotesi alla base di questa teoria è, quindi, la seguente: *l'agente è avverso al rischio*. È l'ipotesi di base di tutte le teorie che modellano i rapporti tra azionista e manager, a partire dalla teoria del principale agente, è una ipotesi necessaria senza la quale la teoria dei contratti incentivanti non troverebbe applicazione. Se l'agente fosse infatti *neutrale* al rischio, si arriverebbe alla conclusione che agente e principale coincidono, sono la stessa

persona disposta a trovare la remunerazione nel residuo (accetta tutto il rischio per il raggiungimento di determinati obiettivi e sostiene dei costi derivanti dallo sforzo). Dalle assunzioni alla base della teoria, appare evidente come il principale vede ricadere su di sé tutti i rischi legati alla scelta del manager, al fatto di essere cieco sull'operato del manager, all'incertezza legata ai profitti che otterrà o non otterrà tramite l'operato del manager.

Il goal per il principale è far sì che l'agente si sforzi al punto da generare il risultato migliore possibile, al minor costo; deve fare in modo che il manager "si preoccupi" dei risultati che ottiene e del ritorno che genera per gli azionisti, deve fare propri i progetti che gestisce e deve impegnarsi al massimo affinché raggiunga determinati obiettivi: ecco che la soluzione al *problema di agenzia* gira intorno al creare un adeguato **meccanismo di incentivi** per spronare il manager a svolgere il lavoro al meglio: questo è possibile solo attraverso una **ripartizione dei rischi**, poiché l'agente è avverso al rischio. Il background teorico e quindi tutta la letteratura che gira intorno alla teoria principale-agente evidenzia che sono state formulate diverse soluzioni per risolvere il problema principale-agente, alcuni esempi sono Fama e Jensen 1983<sup>8</sup> con il sistema di controllo interno, Jensen e Murphy 1990<sup>9</sup> con il mercato del lavoro per i dirigenti, la remunerazione dei dirigenti secondo il modello pay-performance di Jensen e Murphy 1990, Fama 1980<sup>10</sup>. Questo lavoro di tesi si concentra sul modello pay-performance appena citato come soluzione al problema di agenzia: l'obiettivo è quello di collegare la **remunerazione del manager** al **risultato ottenuto** dalle azioni intraprese come CEO, questa relazione è definita **pay-performance**, può essere più o meno forte, in base a quanto rischio (e quindi profitto) l'azionista vuole far ricadere sul manager.

---

<sup>8</sup> Fama E. e Jensen M. [1983], *Separation of ownership and control*, in «Journal of Law and Economics»

<sup>9</sup> Jensen M.C e Murphy K.J. [1990], *CEO incentives: it's not how much you pay, but how*, in «Journal of Political Economic»

<sup>10</sup> Fama E., [1980], *Agency Problems and the theory of the firm*

Solo in questo modo il principale riesce a condividere parte del suo rischio con l'agente anche se questo gli comporta, inevitabilmente, un costo, definito **costo d'agenzia**, in quanto la condivisione dei rischi porta con sé la condivisione del profitto.

Condividendo il rischio, l'agente sente il peso delle sue scelte e la buona riuscita delle azioni che intraprende vanno anche a suo vantaggio, e non solo a vantaggio degli azionisti che lo hanno voluto come manager.

Di seguito una schematizzazione delle variabili tramite le quali si riesce a formalizzare il meccanismo di ripartizione del rischio tra principale e agente, è un modo per visualizzare in maniera chiara il problema e la relazione che intercorre tra le variabili.

- Si definisce l'output in funzione dello sforzo del manager e di una variabile casuale.
  - **Q**: output, prodotto osservato
  - **e**: effort dell'agente, sforzo del manager
  - **ε**: variabile casuale, incertezza legata al verificarsi di eventi non prevedibili

$$\rightarrow \quad Q = f(e, \varepsilon)$$

Si definisce Q in questo modo proprio in virtù del fatto che l'azionista non sa attribuire il merito di una buona riuscita del progetto completamente al manager o a eventi fortunati, la presenza della variabile casuale crea una nuvola di incertezza attorno all'azione del manager.

- Si lega poi la paga del manager all'output nel seguente modo:
  - **W**: remunerazione dell'agente

$$\rightarrow \quad W = P(Q)$$

- A questo punto bisogna decidere quanto rendere stretta la relazione tra remunerazione e output, ottenendo scenari dalle problematiche diverse.
  - Se  $W = P'(Q)$  è alto, il rischio attribuito al manager è alto, ma altrettanto alta è la remunerazione. Si trova in una situazione in cui se le cose andassero bene la paga sarebbe molto alta, ma se le cose andassero male la perdita sarebbe comunque alta.
  - Se  $W = P'(Q)$  è basso, l'incentivo è debole, il rischio del manager basso ma altrettanto basso sarà  $W$ .

Quindi sulla base delle assunzioni fatte di questo modello, si redige il contratto tra principale e agente, contratto attraverso il quale **parte del rischio slitta dal principale all'agente** tramite l'utilizzo del meccanismo **pay-performance**: si parla di *retribuzione incentivante*.

L'idea alla base della retribuzione incentivante è che il manager possiede parte della retribuzione fissa, e parte della retribuzione invece a rischio, basata su incentivi collegati alla performance dell'azienda. In questo modo si riesce a superare quell'indifferenza di fondo del manager che in questo modo è spronato a sforzarsi poiché riceve benefici dal farlo.

### 1.3 Pay for Performance

Il tema della retribuzione incentivante degli *amministratori delegati* delle aziende ha suscitato sempre grande interesse da parte degli studiosi di management; in letteratura si trovano molteplici lavori di analisi sul tema pay-performance con l'obiettivo di valutare l'impatto che ha, sulle performance, sulle decisioni prese, sul lavoro svolto, una retribuzione che ha una percentuale "a rischio"; viene analizzato anche quanto stretto dovrebbe essere il legame tra retribuzione e performance, quanto alta la percentuale di retribuzione a rischio, affinché si ottengano benefici per l'azienda e gli azionisti.

Parte della letteratura indica che non sempre un numero maggiore di incentivi (legati alla retribuzione) è una ottima soluzione: al contrario, se la parte rischiosa della retribuzione grava molto sul totale, questo influenza negativamente le decisioni del manager che può perseguire politiche a rischio inferiore che riducono le performance dell'azienda<sup>11</sup>.

Quindi se da un lato il legame tra retribuzione e performance aumenta l'output atteso, dall'altro bisogna tener conto della sensibilità paga/performance al fine di non ottenere un effetto opposto a quello atteso.

Al fine di fornire una visione generale a riguardo, vengono di seguito riportati i maggiori contributi alla teoria della sensibilità retribuzione/performance che si trovano in letteratura.

*Gerhart e Milkovich* [1990] hanno analizzato la retribuzione di 14.000 manager in 200 aziende suddividendone la retribuzione in tre componenti (stipendio base, incentivi a breve termine e incentivi a lungo termine) e hanno riscontrato che la parte di retribuzione incentivante fosse correlata alla performance finanziaria, ma non lo stipendio fisso.

---

<sup>11</sup> Holmstrom B. [1979], *Moral hazard and observability*, Swedish School of Economics and Business Administration

*Leonard* [1990] riscontrò che la presenza di piani di incentivi a lungo termine fosse associata ad un maggior aumento del *ROE* (*Return On Equity*, indice di redditività del capitale) rispetto alle imprese che non prevedevano piani di incentivazione nella retribuzione.

Anche *Abowd* [1990] analizzò la sensibilità tra retribuzione e performance a breve e lungo termine di 250 grandi società americane: notò come le imprese con una sensibilità alla retribuzione e performance superiore alla media, avessero maggiore probabilità di ottenere performance future più elevate.

*McConaughy e Mishra* [1996] con il loro lavoro di analisi hanno riscontrato che livelli più elevati di sensibilità alle retribuzioni e ai rendimenti azionari sono generalmente associati a performance future più elevate. Anche il lavoro di *Tosi e Gomez-Mejia* [1994] ha portato alla conclusione che il compenso dei manager è asintoticamente correlato ai risultati dell'azienda.

Un recente studio amplia la ricerca esaminando i fattori che influenzano la scelta della strategia retributiva: l'analisi in questione è "*Effectiveness of CEO pay-for-performance*<sup>12</sup>" di *McConaughy D., Gobeli D. e Mishra C.* in *Review of Financial Economics* del 2000.

Il paper fornisce evidenze che la sensibilità al rapporto retribuzione/performance presenta una relazione curvilinea con le prestazioni future, in linea con l'avversione al rischio retributivo degli amministratori delegati.

I risultati ottenuti indicano chiaramente che un aumento della sensibilità per livelli bassi è vantaggioso, ma diventa controproducente per livelli più alti; dimostrano inoltre che il rischio d'impresa può amplificare gli effetti negativi sulle prestazioni aziendali di una retribuzione eccessivamente basata sul rischio.

---

<sup>12</sup> *McConaughy D., Gobeli D. e Mishra C. [2000], Effectiveness of CEO pay-for-performance, in «Review of Financial Economics»*

Gli autori dei primi significativi studi in tema di pay-performance sono *Jensen e Murphy*<sup>13</sup>: pubblicano nel 1990 un articolo sul *Journal of Political Economic* dove discutono le evidenze empiriche della loro analisi statistica utilizzando un database in cui hanno raccolto le informazioni sulla remunerazione di 2213 CEO di 1295 Public Companies americane.

Il modello ha riscosso un notevole successo per via della sua completezza ed efficienza e viene utilizzato ancora oggi come base per ulteriori indagini statistiche.

Anche gli autori di *Effectiveness of CEO pay-for-performance*, McConaughy D., Gobel D. e Mishra C., partono dal modello di Jensen e Murphy per fare la loro analisi statistica, utilizzano il loro database di aziende e i dati sulla sensibilità ottenuti.

---

<sup>13</sup>Jensen M.C e Murphy K.J. [1990], *Performance pay and top-management incentives*, in «The Journal of Political Economic»

### 1.3.1 Modello di Jensen e Murphy

Come anticipato sopra, Jensen e Murphy analizzano la sensibilità pay-performance a partire dalla creazione di un database in cui hanno racchiuso le informazioni sulla remunerazione di 2213 CEO di 1295 Public Companies americane (dati pubblicati su Forbes dal 1974 al 1986); pubblicano la loro teoria sul "The Journal of Political Economic", dalla quale sono state prese le sottostanti figure rappresentanti gli output ottenuti.

Inizialmente analizzano la relazione tra la parte di compenso monetaria (CEO *salary* + *bonus*) e la performance in relazione al benessere degli azionisti (shareholder wealth), attraverso la seguente retta di regressione:

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

Dove:

- **a** = costante
- **b** = pay-performance sensitivity, ovvero la variazione in dollari della ricchezza del CEO associata ad una variazione in dollari del patrimonio degli azionisti<sup>14</sup>

Definiscono:  $\Delta(\text{shareholder wealth})_t = r_t * V_{t-1}$

- $r_t$  = tasso di rendimento degli azionisti nell'anno fiscale t
- $V_{t-1}$  = valore di mercato dell'azienda in t-1

L'output ottenuto è contenuto nella colonna (1) in figura 1.1 che segue; il valore della statistica – t è contenuto tra parentesi.

<sup>14</sup> Jensen M. C., Murphy K. J., [1990], "We define the pay-performance sensitivity, *b*, as the dollar change in the CEO's wealth associated with a dollar change in the wealth of shareholders", opera citata, p. 4

SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO NELL'IMPRESA

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

Figura 1.1 - Sensitività della componente monetaria

Con la retta di regressione sopra descritta siamo in colonna (1): il coefficiente  $b$  vale 0,0000135 è statisticamente diverso da 0 con una statistica  $t = 8,0$ , si può quindi rifiutare l'ipotesi nulla (definita  $H_0$ ) che  $b=0$ . Questo permette di affermare che la relazione pay-performance è positiva, anche se la significatività economica di  $b$  stimato risulta essere bassa: il valore di  $b$  suggerisce che un CEO ottiene 0,0135 dollari, ovvero 1,35¢, aggiuntivi per ogni aumento di 1000\$ della ricchezza degli azionisti.

In colonna (2) c'è l'output in relazione anche alla performance dell'anno precedente ( $t-1$ ) in modo da tenere in considerazione anche le azioni del CEO dell'anno precedente e la presenza di eventuali bonus differiti. La retta di regressione diventa:

$$\Delta(\text{CEO salary} + \text{bonus})_t =$$

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

Sia il  $b_1$  che il  $b_2$  sono positivi e statisticamente diversi da 0, questo significa che il periodo  $t-1$  è importante per definire il salario dell'anno successivo  $t$ .

La somma di  $b_1$  e  $b_2$  è statisticamente significativa (si guarda alla statistica F che vale  $F=93,0$ ) e uguale a  $b = b_1 + b_2 = 0,0000219$ : il CEO riceve 2,2¢ centesimi per ogni aumento di 1000\$ in shareholder wealth.

Nella colonna (3) il coefficiente  $b$  ( $b = b_1 + b_2$ ), statisticamente significativo con  $F=28,5$ , mostra che il CEO riceve un'aggiunta di 3,3¢ per ogni aumento di 1000\$ nella ricchezza degli azionisti. Rispetto alla colonna 2, questa retta di regressione considera nella remunerazione altre voci legate a contributi, piani pensione, altri benefici:

$$\begin{aligned} \Delta(\mathbf{CEO\ Total\ Pay})_t &= \\ &= \mathbf{a} + \mathbf{b}_1 * \Delta(\mathbf{shareholder\ wealth})_t + \mathbf{b}_2 * \Delta(\mathbf{shareholder\ wealth})_{t-1} \end{aligned}$$

Nella colonna (4) sono considerati, in aggiunta, anche i flussi futuri legati agli aumenti della paga, perché si suppone che l'aumento salariale abbia ripercussioni anche sugli anni successivi. Quindi si è aggiunto il *Present Value (PV)* dell'aumento scontato con un tasso di sconto del 3%, la retta di regressione diventa:

$$\begin{aligned} \Delta(\mathbf{CEO\ Total\ Pay})_t + \mathbf{PV}[\Delta(\mathbf{CEO\ Total\ Pay})_t] &= \\ &= \mathbf{a} + \mathbf{b}_1 * \Delta(\mathbf{shareholder\ wealth})_t + \mathbf{b}_2 * \Delta(\mathbf{shareholder\ wealth})_{t-1} \end{aligned}$$

In questa situazione, con le considerazioni fatte, il valore di  $b$  sale a 0,0003 con una significatività di  $F=117,7$ : per ogni aumento di 1000\$ in ricchezza azionisti, il CEO riceve 30¢ aggiuntivi.

A questo punto, Jensen e Murphy fanno delle considerazioni aggiuntive: non considerano più solo la componente monetaria della remunerazione, ma aggiungono anche la componente remunerativa legata all'utilizzo di *stock option*.

Utilizzano un nuovo database in cui racchiudono i dati di 73 aziende manifatturiere e i relativi CEO, 154 CEO, nel periodo compreso tra il 1969 e il 1983.

Ogni anno i CEO posseggono stock option che gli sono state concesse in anni diversi, a prezzi diversi, in date diverse e con valori diversi. Dunque, utilizzano la formula di *Black-Scholes* (1973) per calcolare il valore di tutte le stock option in possesso dell'amministratore delegato al tempo  $t$ .

In figura 1.2 sotto riportata, l'output della loro analisi.

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

Figura 1.2 - Sensitività pay-performance include stock option

Per ogni aumento di 1000\$ della ricchezza degli azionisti, il valore delle stock option aumenta in media di 14,5¢, con statistica-F = 58,3. Considerando invece il duplice effetto della presenza delle stock option più la remunerazione monetaria, il valore di  $b$  supera i 30¢. Nelle rette di regressione utilizzate in colonne (4) e (5) è inserito l'incentivo nella paga derivante dalle *inside stock ownership*: in colonna (5) si può vedere che l'interazione tra la sensibilità pay-performance e le stock ownership è statisticamente significativa ( $t = 145$ ); si ottiene un valore di  $b = 2\text{\$}$ .

Un terzo incentivo nella paga dei CEO analizzato da Jensen e Murphy è la minaccia di licenziamento che insorge nel momento in cui ci si trova davanti ad uno scarso rendimento del manager: studiano l'influenza di questo fenomeno sulla pay-performance sensitivity, poiché il licenziamento per scarso rendimento incide inevitabilmente sulla reputazione dei CEO e i suoi eventuali successivi lavori.

In figura 1.3 è mostrato l'output.

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

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

Figura 1.3 - Pay-performance sensitivity con minaccia di licenziamento

Valutano le probabilità di turnover dei CEO e le legano alle relative perdite di ricchezza scaturite; prendono in considerazione la variabile età, partendo dal logico presupposto che un licenziamento ha impatti diversi sulla vita di un amministratore delegato a seconda dell'età che possiede. Ecco che prendono come riferimento 4 fasce d'età, 46, 53, 58, 62 anni e ottengono, in media, un valore di circa 30¢ ogni 1000\$ di ricchezza degli azionisti. A conclusione del loro studio, prendendo in considerazione i valori di tutti i contributi analizzati, Jensen e Murphy stimano che la sensibilità totale tra la remunerazione e la performance aziendale è pari in media a 3,25\$ ogni 1000 dollari di incremento di ricchezza degli azionisti.

I risultati ottenuti sono altamente significativi, come si è potuto vedere dagli output riportati sopra, ma l'impatto effettivo sulla paga ricevuta risulta essere molto piccolo.

Si tratta comunque di un importantissimo passo avanti nello studio di questo argomento, e il loro lavoro è ancora oggi apprezzato ed utilizzato: viene utilizzata la metodologia di analisi di Jensen e Murphy poiché considerata rigorosa, i risultati sono statisticamente significativi e quindi il loro modello può fungere perfettamente da benchmark per ulteriori analisi.

In questo lavoro di tesi si parte proprio da qui, considerando la presenza determinante di una relazione tra remunerazione del CEO e performance; verrà approfondito il concetto di performance aziendale e quindi quali temi rientrano nella sfera dell'interesse degli azionisti e le tematiche di cui si fanno portatori. Scendendo nel dettaglio, verrà approfondito il tema della *sostenibilità* e dei parametri *ESG* (nei capitoli che seguono) come parte integrante degli obiettivi che gli azionisti prevedono di raggiungere ogni anno attraverso l'impresa.

## 2 CAPITOLO – RUOLO DEL CEO E FINALITÀ DELL'IMPRESA

### 2.1 Ruolo del CEO e *CSR, Corporate Social Responsibility*

Nel corso degli anni è stato oggetto di studio e approfondimenti il tema della remunerazione dei manager (**CEO**), con l'obiettivo di valutare se la struttura a incentivi si allineasse effettivamente con gli interessi degli azionisti. Gli studi e le ricerche degli economisti che analizzano la relazione **pay-performance** hanno condotto spesso a risultati contrastanti generando differenti correnti di pensiero; nonostante i numerosi lavori di ricerca in merito, questo tema risulta ancora oggi molto delicato e fortemente discusso; qui si considera determinante la relazione tra remunerazione del CEO e performance aziendali.

È utile fare un passo indietro e soffermarsi sul perché sia così importante il tema della remunerazione del manager: la risposta a questo quesito si trova nella figura stessa del CEO, nel suo ruolo, nelle responsabilità che ha in quanto tale, nelle finalità del suo lavoro.

Il CEO, termine di origine anglosassone che è l'acronimo di **Chief Executive Officer**, assume un'importanza fondamentale per lo svolgimento delle attività aziendali, è il punto di riferimento dell'intero management. Ha il compito di prendere le decisioni finali, stabilire le linee guida dei percorsi che l'azienda intraprende, ha la responsabilità di capire gli input che provengono dal mondo esterno e sfruttarli per creare un business per l'impresa che sia sostenibile nel tempo.

È quindi responsabile delle performance aziendali, dei risultati ottenuti e, inevitabilmente, della valutazione che viene fatta all'impresa sia internamente dagli azionisti, che sono coloro che in prima persona investono sull'azienda, sia esternamente dagli stakeholder esterni che fanno le loro valutazioni anche attraverso il confronto con i competitor.

**Peter F. Drucker**<sup>15</sup>, economista a cui viene attribuito il titolo di fondatore della scienza del management, scrive nel 2004 sul “*Wall Street Journal*” un articolo intitolato “*The American CEO*” in cui evidenzia la sua visione sul ruolo del CEO, e racchiude in maniera sintetica e chiara le responsabilità collegate alla sua figura e che sono state appena introdotte:

*“Il CEO è il collegamento tra l'interno, cioè "l'organizzazione", e l'esterno - la società, l'economia, la tecnologia, i mercati, i clienti, i media, l'opinione pubblica. All'interno ci sono solo i costi. I risultati [e i ricavi] sono solo all'esterno.”*<sup>16</sup>

Il CEO, sfruttando le sue abilità e conoscenza, deve essere in grado di creare basi solide per sostenere l'azienda sotto tutti i punti di vista, renderla competitiva e, all'occorrenza, sufficientemente flessibile per rispondere al meglio ai cambiamenti provenienti dall'esterno; in sostanza, il CEO ricopre la sua carica per perseguire tutti quegli obiettivi prestabiliti e legati al benessere dell'impresa, degli azionisti, dei consumatori e, in generale, a tutti gli stakeholder in qualche modo collegati all'impresa e che hanno interessi ad essa collegati.

A questo punto ci si addentra in un discorso delicato al centro di moltissimi studi tutt'oggi e centrale in questo lavoro di tesi, discorso che riguarda le *finalità dell'impresa* e, in particolare, come il tema della **sostenibilità** (vista a 360°) possa collocarsi nel mix di obiettivi previsti per l'impresa, come questo tema è oggi visto e affrontato dalle imprese e se, e in che modo, viene preso in considerazione come *parte integrante degli obiettivi legati alla remunerazione variabile del CEO di una azienda*.

---

<sup>15</sup> Peter F. Drucker [2004], *The American CEO*, in «Wall Street Journal»

<sup>16</sup> Peter F. Drucker [2004], “*The CEO is the link between the Inside, i.e., 'the organization' and the Outside – society, the economy, technology, markets, customers, the media, public opinion. Inside, there are only costs. Results [and revenues] are only on the outside*”, articolo citato

Premio Nobel per l'economia nel 1976, **Milton Friedman** pubblicò nel 1970 un saggio sul New York Times intitolato *"A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits"*<sup>17</sup> in cui affrontava il tema della finalità di una impresa; la sua dottrina considera come unico scopo aziendale quello di creare profitto, tutte le scelte devono essere fatte in funzione di un incremento di profitti per il benessere degli azionisti:

*"There is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits"*

Friedman parlava anche di efficienza produttiva e ottimizzazione del lavoro, del fare in modo che ci fosse lavoro per tutti: non nega quindi l'impegno sociale, semplicemente sottolinea la necessità assoluta di prendere decisioni in funzione di unico scopo; quindi, si potevano intraprendere anche attività a sfondo sociale, purché avessero un ritorno concreto per l'impresa.

Appare evidente come nel corso degli anni ci sia distaccati da questa visione cruda e limitata dell'impresa sostenuta dalla teoria di Friedman, le finalità dell'impresa sono state arricchite e ampliate grazie ad una visione più aperta da parte dei consumatori e della società in generale che va oltre le sole, sebbene fondamentali e necessarie, performance di tipo finanziario. Negli ultimi anni, l'importanza delle questioni ambientali e sociali è cresciuta rapidamente: una serie di eventi di carattere storico/economico ha cambiato progressivamente e radicalmente il contesto competitivo internazionale con l'emergere di nuove problematiche a livello sociale, ambientale ed economico. A partire dalle crisi petrolifere del 1973 e 1979, passando per la tragedia nucleare di Chernobyl del 1986 per

---

<sup>17</sup> Friedman M [1970], *A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*, in «New York Times»

finire a tutti gli sconvolgenti eventi che si stanno susseguendo dal 2020 (con lo scoppio della pandemia da Covid-19 all'attuale conflitto bellico) e che, stravolgendo gli equilibri a livello mondiale, hanno portato ad una profonda crisi economica e sociale, le imprese sono state chiamate a rispondere delle loro responsabilità in merito a diverse tematiche poiché, inevitabilmente, sono tra gli attori che più impattano sulla società e i mercati: responsabilità in merito agli squilibri sociali, alle emissioni incontrollate, disparità di trattamento di minoranze e genere femminile, esasperante sfruttamento degli ecosistemi. L'opinione pubblica, l'avvento di nuovi strumenti legislativi, l'inizio di un processo di consapevolezza collettivo sul tema lavoro, diritti dei lavoratori, attenzione verso le risorse utilizzate, il pianeta e tematiche di sostenibilità in generale, hanno contribuito alla nascita di un *nuovo tipo di consumatore* e allo sviluppo di un *nuovo modo di fare impresa*.

Il modo in cui le persone fanno acquisti è stato influenzato dal consumismo etico, poiché cercano di evitare prodotti che abbiano un impatto negativo sull'ambiente, sui lavoratori lungo tutta la supply chain e sulle comunità locali. I dipendenti, inoltre, desiderano lavorare per aziende che dimostrino concretamente di dare priorità alle persone e al pianeta, offrendo equità e uguaglianza sul luogo di lavoro. Le aziende che comprendono e anticipano queste tendenze nel comportamento dei consumatori e dei dipendenti si aprono a nuove opportunità commerciali; al contrario, quelle che ignorano queste sfide rischiano una perdita di reputazione sempre maggiore.

Il consumatore oggi non è più un soggetto passivo nel mercato, prima di acquistare un prodotto o un servizio si pone domande non solo di natura economica, ma anche di tipo sociale, etico e ambientale<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Fabris G. [2010], *La società post-crescita. Consumi e stili di vita*

È oggi più sensibile a tematiche ambientali e diventa dunque estremamente selettivo nel suo processo di acquisto.

Anche le aziende si sono mosse in questa direzione e hanno rivisto, e continuano a farlo, il loro modo di fare business, considerando il rapporto di fiducia con il consumatore un punto fondamentale tra i vari fattori chiave di successo: nuovi metodi di produzione più efficienti che abbiano rispetto dell'ambiente attraverso un minor utilizzo di risorse, minori sprechi e emissioni, maggior rispetto del lavoratore in quanto tale, rispetto di principi etici, sono tutti punti chiave di questa rivoluzione in atto già da anni che vuole portare i mercati verso business socialmente sostenibili.

I principi per la creazione di una impresa attenta alle tematiche ambientali hanno un fondamento teorico nella **Corporate Social Responsibility (CSR)** o **Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI)**, termine coniato dall'Unione Europea nel 2001 che definisce CSR come «*integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate, [...] responsabilità delle imprese per l'impatto che esse producono sulla società*<sup>19</sup>».

La **CSR** o **RSI** affronta il tema della sostenibilità sotto i 3 diversi punti di vista di seguito elencati:

- **Economico**
- **Sociale**
- **Ambientale**

La CSR, quindi, è il modo delle imprese di coniugare il business con l'attenzione all'ambiente e al sociale, intraprendendo politiche rispettose dell'ambiente e della società, utilizzando

---

<sup>19</sup> Commissione delle Comunità Europee [10.07.2001], *Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles

*trasparenza* nella comunicazione e accessibilità ai dati e alle informazioni aziendali, facendosi volontariamente carico delle proprie responsabilità sociali con la consapevolezza che questo porta inevitabilmente a benefici all'immagine dell'impresa, alla reputazione e quindi al fatturato; l'interesse verso queste tematiche è mostrato dal fatto che un numero sempre maggiore di imprese vede nel sostegno alle comunità locali, nel rispetto del capitale umano e dell'ambiente una fonte di investimento sostenibile.

Riflettendo gli atteggiamenti mutevoli sociali degli ultimi anni, la pressione politica in tutto il mondo ha portato il *panorama normativo* a cambiare rapidamente e alle aziende viene chiesto di essere trasparenti più che mai: è inevitabile che in questo contesto svolgano un ruolo fondamentale le istituzioni e la legislazione, perché sono le prime a porre vincoli e obiettivi per lo sviluppo di una società socialmente innovativa.

La RSI ha ricevuto una standardizzazione internazionale con la norma **ISO 26000**, pubblicata nella sua prima edizione nel 2010 e, nel 2014, è stata emanata la Direttiva europea del Parlamento Europeo e del Consiglio numero 95 che introduce, dal 2017, la *Dichiarazione di carattere non finanziario* obbligatoria; l'articolo 1 cita quanto segue:

*“Le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500 includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività [...]”<sup>20</sup>*

---

<sup>20</sup> Parlamento Europeo e del Consiglio [22.10.2014], *Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio*, in «Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea»

La nuova direttiva UE sulla **rendicontazione non finanziaria (DNF)** dimostra come le questioni ESG hanno iniziato ad incorporarsi nelle normative del ventunesimo secolo, è di fatto la fotografia della Responsabilità Sociale d'Impresa, e quindi dell'insieme delle azioni realizzate per affrontare attivamente le problematiche di impatto etico e sociale.

La **Corporate Social Performance (CSP)** è una scienza che si propone di affrontare la questione di come le imprese possano contribuire allo sviluppo di una società cosiddetta "*buona*" ed è stata concepita con l'obiettivo di valutare in modo empirico e quantitativo le azioni che rientrano nei fondamenti di *Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI)*, includendo sia gli aspetti sociali sia la gestione degli stakeholder e delle loro richieste. L'implementazione di azioni a sfondo sociale da parte delle imprese, includendo quindi considerazioni sociali ed ambientali nelle *decisioni gestionali*, genera conseguenze benefiche a livello di competizione sul mercato, benefici che si riassumono come segue:

- Benefici sulla reputazione dell'impresa (che si collega al discorso di consumatore attivo e selettivo e non passivo) e conseguente incremento del fatturato.
- Capacità di anticipare le tendenze ambientali (una volta dentro questi meccanismi, si riesce a capire sempre di più in che direzione si muovono i bisogni e gli interessi della società e dell'ambiente, diventando *first mover* in contesti innovativi).
- Aumento della qualità del lavoro dei dipendenti (fidelizzazione dei dipendenti creando un ambiente di lavoro motivante e sicuro).
- Rafforzare il legame con gli stakeholder (ed in particolari con gli azionisti ed i potenziali azionisti, grazie alla *trasparenza* comunicativa e alla reputazione).

Si allega in figura 2.1 una rappresentazione riassuntiva delle principali tematiche affrontate dalla *Responsabilità Sociale d'Impresa* presa dal *2022 ESG Report*<sup>21</sup>, un report pubblicato ogni due anni e annualmente a partire dal 2021 (a sottolineare la crescente importanza e attenzione al tema) da **Nielsen**.



Figura 2.1 - Tematiche affrontate in CSR, Nielsen 2022

**Nielsen** è leader globale nella misurazione dell'audience e nello studio dei bisogni del pubblico, analizza i dati raccolti e le performance riguardanti l'utilizzo di parametri **ESG** (*Environmental, Social and Governance*).

Si analizzerà nel dettaglio il termine **ESG**, come si collega a **CSR**, come l'utilizzo di parametri ESG possa fondersi perfettamente con gli obiettivi prettamente economici e le performance finanziarie dell'impresa, come vengono utilizzati questi parametri per valutare le aziende, come gli investitori valutano investimenti in tema di sostenibilità.

Le aziende stanno cercando di bilanciare le esigenze delle diverse parti interessate creando allo stesso tempo valore per gli azionisti, integrando rischi e opportunità ESG nella strategia aziendale.

<sup>21</sup> Nielsen [2022], *2022 ESG Report*

Riflettendo questo riposizionamento strategico, le aziende si interrogano sul come intraprendere questo processo di integrazione di obiettivi sostenibili e, per stabilire il giusto tono per la creazione di valore sostenibile, è necessario considerare il ruolo della *retribuzione* per rafforzare questa priorità.

Per le ragioni spiegate sopra riguardanti il ruolo del CEO all'interno di una impresa e il suo rapporto con gli azionisti, il modo più efficiente di valutare come l'impresa opera in contesto di sostenibilità e quali programmi e azioni intraprende ai fini di perseguire obiettivi in questi termini, è *quella di collegare i parametri di sostenibilità alla remunerazione dei CEO*, perché è lui colui cui spettano le decisioni finali, colui che sceglie quale strada intraprende l'impresa, colui che valuta i vantaggi e gli svantaggi dietro ogni scelta, tutto in funzione di un ritorno sostanzioso per sé stesso, gli azionisti e l'impresa nella sua totalità.

Verrà quindi affrontata e analizzata la letteratura a disposizione sulla presenza di obiettivi **ESG** nella parte variabile della retribuzione dei CEO, come e quanto sono sensibili alla presenza di questa tipologia di obiettivi, se la presenza nella struttura retributiva influenza e sprona i CEO a intraprende scelte a sfondo sociale; prima di intraprendere questo discorso si scenderà nel dettaglio ad analizzare i parametri ESG, le aziende fornitrici di rating ESG, come gli stakeholder valutano proficui gli investimenti in questo ambito.

## 2.2 Parametri ESG: *Environmental, Social and Governance*

Quando si fa riferimento alle responsabilità di una azienda nei confronti di tematiche sociali e/o ambientali, ci si imbatte sempre nei due acronimi CSR (termine discusso sopra) e **ESG**, termini che indicano il modo di osservare, e valutare, l'impatto di un'azienda sulla società; sebbene rappresentino due facce della stessa medaglia, CSR e ESG non vanno confusi: sono due approcci e “visioni” diversi di osservare lo stesso fenomeno.

La CSR nasce come una impostazione interna e spontanea, è un insieme di *valori* sui quali l'azienda decide di porre le basi, si sviluppano internamente e sono intrinseci alla cultura e alla politica interna, vengono dichiarati all'interno dello scopo aziendale e non sono imposti dall'esterno (per citare nuovamente le parole della Commissione Europea “integrazione volontaria”); **ESG** invece si concentra proprio sull'esterno e nasce come **strumento per la valutazione** dell'impatto che una impresa ha su ciò che la circonda, dall'ambiente alla società, ecco perché si parla di *ESG* come *parametri* e punteggio.

La storia dietro la nascita del termine ESG risale al 2005, quando l'allora Segretario Generale delle Nazioni Unite Kofi Annan, riunì un numeroso gruppo di CEO e importanti investitori da tutto il mondo per discutere dell'integrazione nei mercati dei capitali, di investimenti sostenibili.

Si iniziò a parlare per la prima volta di investimenti ESG nel 2006, quando le Nazioni Unite diffondono i principi per l'investimento responsabile dell'ONU, (**Principle for Responsible Investment, PRI**<sup>22</sup>); i firmatari dei PRI erano inizialmente solo un centinaio, ora gli investimenti sostenibili non solo sono largamente diffusi, ma sono diventati una priorità.

---

<sup>22</sup> UNEP FI e UNGC, “I principi per l'investimento responsabile”, *unpri.org*

*“Un numero crescente di investitori istituzionali, da tutte le regioni del mondo, sta considerando i fattori **ESG** nelle proprie **decisioni d’investimento** e nel proprio azionariato attivo al fine di ridurre i rischi, migliorare i rendimenti finanziari e soddisfare le aspettative dei propri beneficiari e clienti. Nel loro agire, questi investitori stanno inoltre influenzando direttamente le aziende, i decisori politici e altri soggetti attivi nel mercato affinché migliorino le proprie attività in queste aree. Tutto ciò sta apportando benefici tangibili all’ambiente e alla società”*: questo il messaggio del Segretario Generale delle Nazioni Unite nel 2019 in *“I principi per l’investimento responsabile”*.

L’**Agenda 2030** delle Nazioni Unite è una ulteriore dimostrazione dell’impegno collettivo in questa direzione.

L’**Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile**<sup>23</sup>, sottoscritto nel 2015 dai governi dei 193 Paesi appartenenti all’**ONU**, è un piano d’azione promotore dello sviluppo sostenibile. *“Lo sviluppo sostenibile è definito come uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle future generazioni di soddisfare i propri bisogni.*

*Per raggiungere uno sviluppo sostenibile è importante armonizzare tre elementi fondamentali:*

- *la crescita **economica***
- *l’inclusione **sociale***
- *la tutela dell’**ambiente***

*[...] Un altro modo di vedere lo sviluppo sostenibile sono le 5P<sup>24</sup>”*.

---

<sup>23</sup> Organizzazione delle Nazioni Unite [21.10.2015], *Trasformare il nostro mondo: l’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*

<sup>24</sup> Organizzazione delle Nazioni Unite [21.10.2015], *“Le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile”*, opera citata

Vedasi schema preso dalla relazione dell'ONU in figura 2.2 sottostante, relativamente alle 5P sopra citate: *People, Prosperity, Peace, Partnership, Planet*.



Figura 2.2 - Le 5P dello Sviluppo Sostenibile, ONU

L'Agenda nel suo ampio programma d'azione comprende **17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals, SDGs)**, ufficialmente avviati all'inizio del 2016, con l'obiettivo di sradicare la povertà, abbattere ogni forma di emarginazione, realizzare pienamente i diritti umani di tutti, raggiungere l'uguaglianza di genere e salvaguardare il pianeta. I Paesi membri si sono impegnati a raggiungere tali obiettivi entro il 2030.

Di seguito in figura 2.3 lo schema preso dal documento ufficiale dell'Agenda in cui sono schematizzati i 17 obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, si può notare che tra gli obiettivi si parla anche, ovviamente, di crescita economica a sottolineare l'importanza di saper fondere il lato economico al lato sociale/ambientale, e che le due cose non devono escludersi ma anzi essere l'una dipendente dell'altra.



Figura 2.3 - Sustainable Development Goals, Agenda 2030

L'incremento dell'attenzione, soprattutto da parte delle istituzioni pubbliche, nei confronti dei temi legati alla sostenibilità (che trovano uno dei principali riferimenti nei 17 **SDGs** dell'Agenda 2030) ha portato con sé la necessità di ottenere informazioni sul contributo che danno le aziende per il raggiungimento degli obiettivi globali in ambito climatico, sociale e di sostenibilità. Ed ecco che entrano ufficialmente in gioco i parametri **ESG** e il bagaglio di informazione che portano dietro.

L'attenzione alla sostenibilità e all'etica è diventata una priorità per un numero sempre maggiore di aziende e investitori in tutto il mondo, questa evoluzione delle preferenze degli investitori si riflette inevitabilmente nelle dinamiche del mercato: secondo quanto emerso da un recente studio di *Deloitte* e *l'ESG European Institute*, solo nell'ultimo trimestre del 2021 ci sono state contribuzioni pari a *143 miliardi di dollari* nel settore degli *investimenti sostenibili*. Un'indagine condotta nel 2020 da *Sustainability* ha infatti rivelato che per diverse tipologie di investitori le principali fonti di informazione sulle performance delle

aziende in tema sostenibilità (in tutti i settori) sono i **rating ESG** e i report legati alla sostenibilità, oltre a ricerche personali effettuate dagli investitori stessi.

Ecco la definizione: *“il **rating ESG** è un quadro di valutazione attraverso il quale sono analizzati e misurati in modo sistemico gli aspetti legati a questioni ambientali, sociali e di governance di una azienda [...] attribuendo un punteggio in base al grado di compliance con le direttive internazionali in materia di sostenibilità, all’impatto ambientale generato dall’attività economica, al rispetto dei valori sociali e agli aspetti legati alla governance societaria, o al grado di rischio cui una società è sottoposta in relazione a tali fattori.”*<sup>25</sup>

I parametri ESG sono diventati una priorità per i consigli di amministrazione delle aziende grazie al continuo aumento di interesse manifestato dagli azionisti.

Nel paragrafo che segue verrà esaminata la letteratura esistente sulla percezione che hanno gli investitori nei confronti dei parametri ESG e, più precisamente, nei confronti degli investimenti indicizzati ESG e delle aziende in cui si ritrova in qualche modo la presenza di parametri ESG nel business; si passerà poi ad analizzare nel dettaglio i parametri ESG, come vengono calcolati, quali sono le società più importanti che ne analizzano i dati e elaborano statistiche che poi si rivelano fondamentali per capirne la diffusione, la percezione da parte di investitori, l’utilizzo che le aziende ne fanno.

---

<sup>25</sup> Esg News [06/04/2022], *Cos’è il Rating ESG e come si calcola*, [esgnews.it](https://www.esgnews.it)

## 2.2.1 Investitori e parametri ESG

La letteratura si è arricchita negli ultimi anni di studi sul legame tra aziende e sostenibilità; in particolare vengono ora riportati risultati derivanti da analisi empiriche sulla percezione degli investitori nei confronti dei parametri ESG, e quindi degli investimenti ad essi correlati.

Il **BlackRock Investment Institute**, il primo fornitore al mondo di servizi di gestione degli investimenti, afferma che ci si trova ancora all'inizio di una riallocazione del capitale investito poiché l'interesse degli investitori per gli obiettivi ambientali, sociali e di governance dei loro investimenti si sta intensificando; sostiene che i prezzi odierni non riflettono ancora i vantaggi finanziari dell'ESG in ambito aziendale e il vantaggio della "transizione verso preferenze sostenibili" dell'investitore. Evidenzia che mettere la relazione con gli stakeholder al centro dello scopo di un'azienda è fondamentale per avere successo nel lungo periodo e, legare la sostenibilità ai rendimenti finanziari, sicuramente aiuta gli azionisti a perseguire il successo a lungo termine del loro portafoglio<sup>26</sup>.

**Bloomberg**<sup>27</sup>, azienda americana che offre software finanziari dati e notizie in tempo reale sulle economie del mondo, prevede che ESG riuscirà ad accaparrare fino a un terzo dell'AUM globale entro il 2025 (AUM sta per *Asset Under Management*, valore di mercato dell'insieme di tutti i fondi gestiti da una determinata istituzione finanziaria per conto dei propri clienti o investitori): gli asset ESG globali sono destinati a superare i 53.000 miliardi di dollari entro il 2025, rappresentando più di un terzo dei 140.500 miliardi di dollari di asset totali previsti. Fornisce il suo contributo con una ulteriore analisi di previsione anche a

<sup>26</sup> BlackRock [2023], *Investimenti sostenibili in BlackRock*, [blackrock.it/investimenti-sostenibili](https://blackrock.it/investimenti-sostenibili)

<sup>27</sup> Bloomberg [2021], *ESG assets may hit \$53 trillion by 2025*, [Bloomberg.com – Research and analysis](https://www.bloomberg.com/research/analysis)

livello geografico in cui si denota come l'Europa rappresenti circa la metà degli asset ESG globali; considerando una crescita del 15% (la metà rispetto a quanto rilevato tra il 2016 e il 2021), stimano una crescita in asset ESG al 2024, rispetto all'AUM totale, come mostrato in figura 2.4 che segue, distinguendo tra fase "bear" (prima fase, ricca di incertezza) e "bull" (raggiungimento fase di picco).

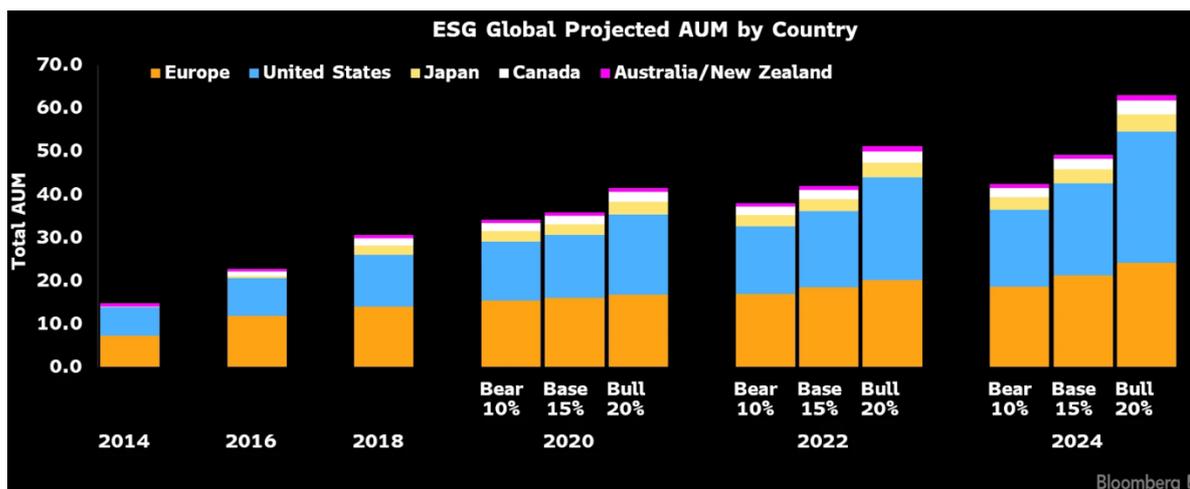


Figura 2.4 - ESG sul total AUM a livello globale, Bloomberg

A dicembre 2022 è stato redatto un paper di notevole importanza sia per l'analisi effettuata che contribuisce alla letteratura in tema ESG e investitori, sia per la quantità di statistiche descrittive contenute: "How do Investors value ESG?" di Baker, Egan e Sarkar<sup>28</sup>.

Di seguito, in figure 2.5 e 2.6, sono riportati i grafici a partire dai quali gli autori hanno fatto la loro analisi, grafici che mostrano come l'aumento dell'interesse generale della società verso i parametri ESG abbia avuto le sue ripercussioni anche sui mercati, influenzando anche la quota di fondi indicizzati ESG che è stata protagonista di una notevole crescita negli anni (per la raccolta di dati si sono affidati a **Refinitiv** e **Morningstar**, i quali sono i principali fornitori di dati per i parametri ESG al mondo).

<sup>28</sup> Baker M, Egan M. L., Sarkar S. K. [12.2022], *How do Investors value ESG*, working paper 303708, Cambridge

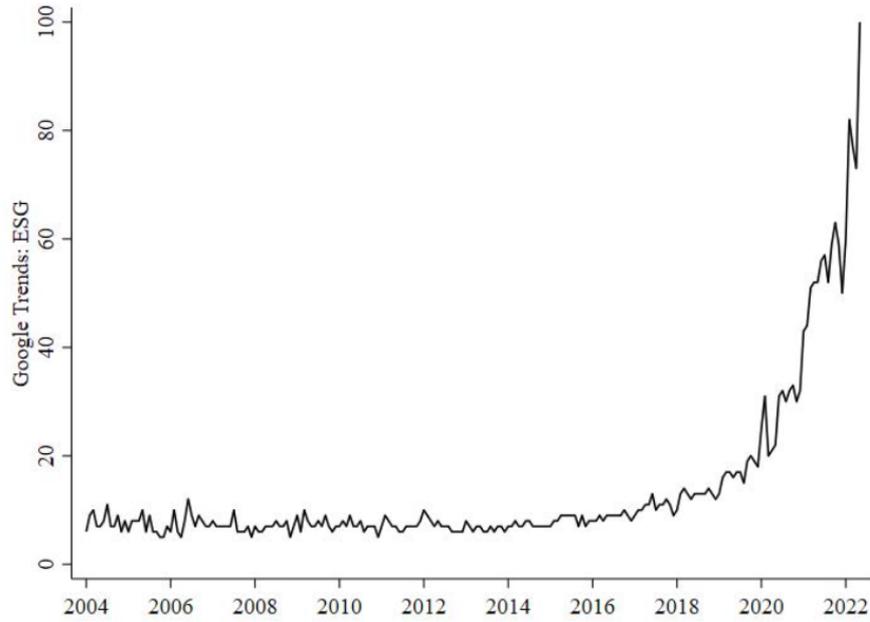


Figura 2.5 - ESG Trend nel tempo

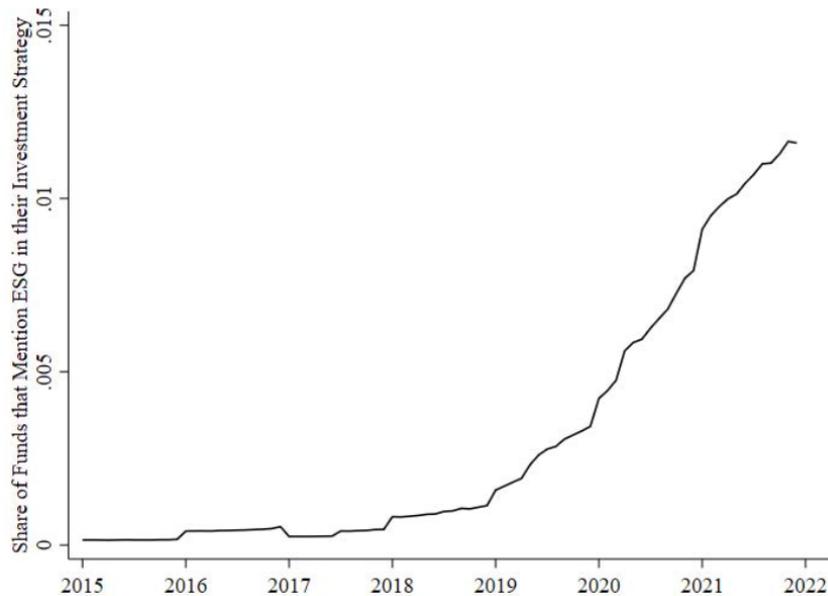


Figura 2.6 - Quota di fondi indicizzati che menzionano ESG

A partire dai dati raccolti, gli autori analizzano due aspetti cruciali attraverso due rette di regressione: *da un lato analizzano la variazione della disponibilità a pagare degli investitori per fondi indicizzati ESG nel tempo; dall'altra analizzano se il valore attribuito dagli investitori a ESG è correlato ai rendimenti futuri.*

Il grafico che segue in figura 2.7 mostra in maniera non equivoca che, durante il periodo campione preso in considerazione per l'analisi, il valore che gli investitori attribuiscono a ESG è aumentato costantemente dal 2019 fino a marzo 2022.

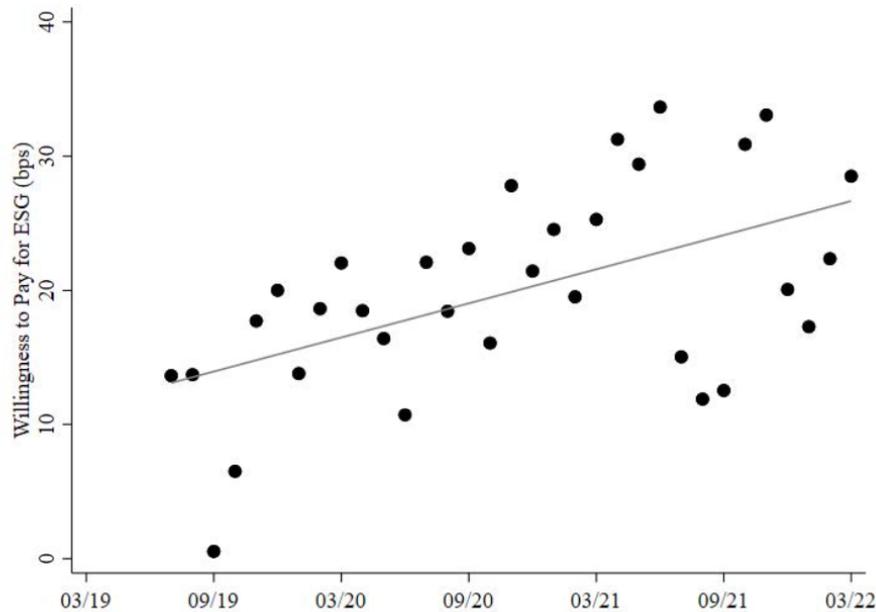


Figura 2.7 - Disponibilità a pagare per ESG dal 2019 al 2022

Assodata la crescente attenzione degli investitori verso investimenti più sostenibili e quindi una maggiore willingness to pay per investimenti indicizzati ESG, proseguono analizzando la correlazione con i rendimenti futuri: per farlo, stimano il valore di ESG in *unità di deviazione standard* e analizzano i *punti base dei rendimenti futuri*.

Dai risultati ottenuti affermano che un aumento di una deviazione standard (di 11 punti base circa) nelle aspettative di un investitore sui rendimenti annuali di ESG è correlato a un calo di 25 punti base nel rendimento futuro.

Questa però è una correlazione esclusivamente basata sul valore economico/finanziario, allora a supporto di questi primi risultati e per conferire maggiore robustezza all'analisi, integrano questi risultati con una ulteriore analisi che considera un valore più ampio attribuito a ESG, quindi non solo il valore economico.

Il risultato a cui arrivano è che le preferenze degli investitori per ESG sono guidate da vantaggi anche *non pecuniari* dalla detenzione di fondi ESG e, per questo motivo, gli investitori sono disposti ad accettare anche un rendimento inferiore.

Arricchiscono il risultato precedente (diminuzione di 25 punti base per un aumento di 11 punti base nella deviazione standard nel valore che gli investitori attribuiscono a ESG) con la seguente stima: i benefici non pecuniari che gli investitori ricevono dall'investimento in fondi indicizzati ESG equivalgono a 66 punti base di rendimento aggiuntivo (aggiustato con il rischio). In altre parole, mantenendo fissi i rendimenti attesi e il rischio, gli investitori sono disposti a pagare altri 66 punti base per un fondo ESG; in questo senso, il valore diretto dell'investimento ESG, rivelato dalla tolleranza per commissioni più elevate, è solo una piccola parte del valore totale che l'investitore attribuisce a ESG.

I risultati qui riportati, molto recenti, insieme a tante altre analisi che qui non vengono citate, rassicurano e danno molta speranza in tema di raggiungimento obiettivi ESG da parte delle imprese, perché mostrano una convinzione sempre più forte da parte degli stakeholder relativamente ai vantaggi che contano di ottenere attraverso la presenza di questi parametri all'interno dei loro investimenti.

A questo punto, dopo aver approfondito il legame tra investitori e parametri ESG attraverso la letteratura e, fatto conto la forte espansione degli investimenti in sostenibilità e la crescente attività in tale senso delle imprese, ci si soffermerà ora soltanto sui parametri ESG e sul loro funzionamento poiché, come anticipato in precedenza, la principale fonte di informazione sulle performance delle aziende in tema sostenibilità, per gli investitori, sono proprio i **rating ESG**, e sono quindi il modo in cui le aziende vengono valutate dal punto di vista della sostenibilità e danno evidenza pratica del loro impegno in tale direzione.

## 2.2.2 Rating ESG: definizioni e mercato

I rating e gli indici ESG sono una componente cruciale del modo di fare business nel ventunesimo secolo, perché **assicurano che i punti chiave del business si riflettano nelle valutazioni delle aziende**, monitorabili dagli investitori e dagli altri utenti finali.

Valutare una azienda attraverso rating ESG, come si può facilmente intuire, non è un lavoro semplice, data la natura stessa del parametro. Guardare un'azienda attraverso la lente finanziaria è più semplice, ci sono parametri e valori facilmente misurabili, osservabili e comunemente riconosciuti. I rating ESG si calcolano attraverso l'osservazione di molteplici grandezze e caratteristiche, e queste risultano essere sia di natura qualitativa che di natura quantitativa; da qui, la difficoltà di creare rating "universali" e facilmente misurabili e quantificabili da tutti.

Prima di affrontare la letteratura in merito, è indispensabile fornire la definizione di *rating ESG* e *indice ESG*.

Si utilizza il termine **rating ESG** per descrivere un quadro di valutazione attraverso il quale la performance di una società, quotata in borsa o privata, di un settore o di un Paese, viene valutata sui fattori ESG e misurata in modo sistematico per ottenere un punteggio ESG combinato.

Si utilizza il termine **indice ESG** per descrivere un indice investibile, di solito un valore dell'indice ponderato per la capitalizzazione di mercato, calcolato aggregando i punteggi delle singole società valutate per la performance ESG di ogni componente della coorte di società che formano l'indice<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Sinclair G., Yang T., Pagano M. S. [2018], *Understanding ESG Ratings and ESG Indexes*, Research Handbook of Finance and Sustainability

Esistono diverse società che sono fornitrici di rating ESG, le principali sono **MSCI, S&P Dow Jones, FTSE Russell, FTSE, Oekom, Sustainalytics e Thomson Reuters.**

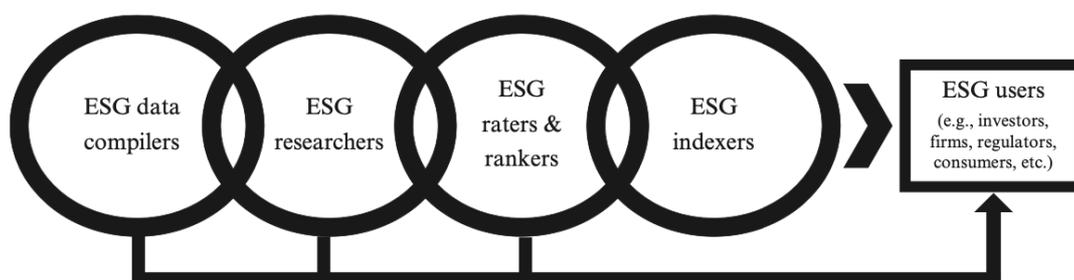
Una società di rating ESG può calcolare e concedere in licenza i propri indici o collaborare con fornitori di indici di investimento per commercializzare, calcolare o vendere il proprio indice ESG.

L'ideatore di un indice ESG ha una grande libertà nel progettare l'architettura. Fondamentalmente, gli indici azionari (anche detti *benchmark azionari*) ESG sono costruiti come quelli tradizionali, salvo nell'individuazione del campione di partenza. Un indice azionario ha come obiettivo quello di rappresentare, con un dato di sintesi, l'andamento del mercato di riferimento, è quindi costruito nel modo seguente:

- Viene selezionato un campione di società quotate (un *paniere* di società) che rispettino determinati parametri affinché siano rappresentative della composizione settoriale di quel mercato.
- A ciascuna delle società selezionate viene attribuito un peso in base a specifici criteri.
- A partire dalle quotazioni dei singoli titoli del paniere e considerando i vari pesi attribuiti, è possibile calcolare il valore dell'indice.

Inserendo in questo processo un filtro legato alla sostenibilità (ESG), il procedimento resta invariato, se non che l'universo di società da cui scegliere i componenti dell'indice non sarà composto da tutte le società quotate su quel mercato, ma solo da quelle con determinate caratteristiche e che soddisfano determinati requisiti di idoneità in materia di difesa dell'ambiente, della società, del rispetto dei lavoratori, del luogo geografico in cui si opera e delle leggi in vigore. In questo genere di indici nessun settore, quindi, viene escluso a priori, ma in tutti i settori sono selezionate solo le società con uno standard minimo ESG, questa risulta essere una importante novità in ambito di indici.

Quindi un indice ESG può essere generato esaminando un solo aspetto ESG o un insieme di aspetti ESG e assegnando un punteggio alle società su tale aspetto per generare un unico indice ponderato, oppure può essere progettato prendendo un gruppo di società e classificando o ponderando nuovamente l'indice in base all'aggiunta di una valutazione dei fattori ESG nel calcolo del confronto tra le società. Per un indice ESG, i requisiti di idoneità si basano tipicamente sulle ricerche ESG effettuate dalle società che producono rating ESG. La Figura 2.8 descrive la catena del valore degli investimenti ESG per illustrare la relazione tra ricerca ESG, rating ESG, indici ESG e utenti finali.



Note: Value increases through the value chain.

Figura 2.8 - Catena di valore ESG, Sustainability 2017

L'immagine è presa dal report *Rate the Rates* del 2017 di *Sustainability* che, dal 2013, pubblica report annuali che esplorano l'ecosistema ESG.

*Etica News*, prima testata giornalistica dedicata al mondo ESG per la finanza, rende pubblici dei dati<sup>30</sup> che mostrano come, al 2019, gli indici ESG abbiano in media performato meglio in termini di rapporto rischio/rendimento rispetto ai non ESG, abbiano cioè generato un maggior rendimento a parità di rischio o un rendimento uguale con minor rischio: quest'ultima è una ulteriore dimostrazione empirica, concreta, del valore dei fattori ESG nella valutazione degli investimenti.

<sup>30</sup> Etica New [2019], *Come nasce un indice azionario ESG*, [eticanews.it](http://eticanews.it)

Il consolidamento del mercato dei rating ESG è stato guidato da fattori sia demand-pull che supply-push: se da un lato si trova l'evoluzione di una domanda diversificata degli stakeholder, la globalizzazione della copertura dei dati ESG, l'evoluzione della tecnologia che ha portato a una maggiore disponibilità di dati, dall'altra si trovano anche esigenze di redditività e di scala.

Si analizzano ora, per completezza, gli indici offerti dai principali fornitori di indici ESG che forniscono la copertura più ampia sia in termini di numero di imprese che di numero di Paesi (area geografica) coinvolti.

- Lanciati nel 2017, i “**MSCI Global Sustainability Indexes**” sono un gruppo di indici concepiti per fornire una esposizione agli investimenti in società con elevate performance ESG: attraverso metodologie specifiche “*best-in-class*”<sup>31</sup> selezionano le società con i rating ESG più elevati. I rating MSCI ESG incorporano 37 specifici aspetti ESG del settore, attraverso una combinazione di punteggi e ponderazioni riescono poi a fornire una valutazione complessiva dell'azienda su una scala di 7 punti da “AAA” a “CCC”; i termini di rating MSCI ESG prevedono che i componenti attualmente esistenti degli indici MSCI devono avere un rating MSCI ESG superiore a CCC per rimanere all'interno dell'indice, mentre le società che attualmente non sono componenti degli indici MSCI devono avere un rating MSCI ESG superiore a B per essere considerato idoneo all'aggiunta.
- Lanciati nel 2019, i “**DJSI index**” (Dow Jones) rappresentano una famiglia di indici, i quali valutano la performance di sostenibilità delle 2500 maggiori società quotate nel *Dow Jones Market Index* attraverso un approccio *best-in-class*, nessun settore è escluso dal

---

<sup>31</sup> Sinclair G., Yang T., Pagano M. S. [2018], opera citata

processo di selezione. Per catturare i 3 aspetti (environmental, social, governance) delle aziende, utilizzano un questionario che va da 80 a 120 domande (in base al settore di appartenenza); viene assegnato un punteggio alle domande ed un peso percentuale al questionario totale. Le aziende ricevono un punteggio di sostenibilità totale *TSS (Total Sustainability Score)* compreso tra 0 e 100 e sono classificate rispetto alle altre aziende del loro settore: le aziende top performer (in base a TSS), vengono selezionate per l'inclusione nel DJSI.

- Lanciato nel 2001, il gruppo di indici "**FTSE4Good**" è stato progettato per misurare in modo oggettivo la performance delle società che soddisfano gli standard ESG riconosciuti a livello globale e per facilitare gli investimenti in tali società. FTSE4Good utilizza una metodologia che applica un approccio *a soglia assoluta* per selezionare le società da inserire nell'indice: il rating ESG suddivide i tre pilastri environmental, social, governance in circa ulteriori 14 punteggi ciascuno; ogni azienda viene generalmente valutata sulla base di 10-35 (in base al settore) indicatori, attraverso un rating FTSE ESG compreso tra 0 e 5. Le società con un rating FTSE ESG pari o superiore a 3,2 verranno incluse.
- Lanciato nel 2013, il "**TRCRI**" è una famiglia di indici di **Thomson Reuters** progettati per misurare le prestazioni delle aziende con elevate prestazioni ESG superiori applicando un rating ESG che mira a essere obiettivo, trasparente e basato su regole. Si utilizza un approccio "*best-in-class*" per selezionare il 50% delle top aziende del TRCRI che, a giugno 2016, copriva un universo di oltre 4600 aziende in tutto il mondo. Il TRCRI rating è composto da un rating ESG che si suddivide nelle tre macroaree (environmental, social, governance) che sono ulteriormente suddivise in 15 categorie che coprono oltre 250 indicatori chiave di prestazione (*KPI*). Ogni *KPI* viene valutato attraverso un

punteggio contenuto tra zero e uno. I punteggi sono successivamente aggregati a un numero compreso tra 0 e 100 che viene assegnato all'azienda.

L'aumento notevole dei rating e degli indici ESG si traduce in sia sfide sia opportunità per gli investitori e per i CEO. La questione gira attorno al fatto che gli investitori possono trarre vantaggio dall'utilizzo di tali rating (e indici) ESG se sono in grado di analizzare e comprendere come le aziende stanno attuando e modificando le loro politiche ESG.

Come evidenziato da Slager<sup>32</sup> in una sua analisi pubblicata nel 2012, un numero elevato di CEO prende in considerazione le valutazioni ESG e adegua le politiche aziendali in base a tali valutazioni, inoltre è stato dimostrato che le azioni intraprese dai CEO in relazione a temi ESG possono portare vantaggi sia per la società stessa che per gli azionisti, aumentando la fedeltà al marchio per tutti i prodotti e i servizi aziendali.

Inoltre, secondo una analisi condotta da Clark, Feiner e Viehs<sup>33</sup> che hanno analizzato diversi precedenti studi, la stragrande maggioranza (ovvero l'88% di questi) indica che le imprese con un alto punteggio ESG presentano una migliore performance operativa e, l'80% di questi studi, riporta anche un impatto positivo sulla performance degli investimenti. Questo studio suggerisce che i manager stanno prendendo sul serio le questioni ESG, e tali azioni aziendali legate a ESG stanno attirando una maggiore attenzione da parte degli investitori istituzionali, dei regolatori ma anche dei consumatori.

I rating ESG e gli indici ESG rivestono un ruolo essenziale negli investimenti aziendali nel ventunesimo secolo perché consentono a stakeholder e utenti di comprendere appieno il valore generato dall'azienda, tenendo conto non solo dei risultati finanziari.

---

<sup>32</sup> Slager et al [2012], *Standardization as Institutional Work: The Regulatory Power of a Responsible Investment Standard*, paper

<sup>33</sup> Clark G., Feiner A., Viehs M [2015], *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*, paper

## 3 CAPITOLO - PARAMETRI ESG E REMUNERAZIONE DEL CEO

### 3.1 Presenza di parametri ESG nella parte variabile della remunerazione del CEO

In questo capitolo si affronta nel dettaglio il tema dell'utilizzo di metriche di performance ESG nei contratti di retribuzione dei CEO.

Secondo il database globale *ISS Executive Compensation Analytics*, la percentuale di aziende che indicano che i loro sistemi di retribuzione dei CEO sono legati a parametri ESG, sta crescendo notevolmente: al 2021 il 30% delle aziende nel database considera come indicatori chiavi di performance (**KPI**) le metriche ESG (nel 2010 era solo il 3%). La politica di inclusione delle metriche ESG nel sistema di retribuzione dei CEO porta con sé una serie di domande che sono state al centro di moltissimi studi che compongono oggi tutta la letteratura disponibile a riguardo: quali sono i risultati economici associati all'inclusione delle metriche ESG nei sistemi di retribuzione? Quali sono le caratteristiche, come la posizione geografica, il settore, le dimensioni o la struttura proprietaria, che spingono le aziende a adottare la pratica della “retribuzione ESG”? Inoltre, quali sono i risultati economici che osserva chi adotta la “retribuzione ESG”?

Come anticipato pocanzi ci sono in letteratura diversi studi che affrontano il tema sotto diversi aspetti, gli studiosi cercano di approfondire il tema e risolvere i punti in sospeso, cercando di restare al passo del mondo ESG, un mondo dinamico ed anche incerto in continua evoluzione e diffusione, che abbraccia i più disparati temi e settori. In questo capitolo si vuole dare spazio alla letteratura esistente, per dare una visione d'insieme dei

risultati a cui si è giunti finora, per dare dimostrazione empirica degli effetti della retribuzione ESG sul CEO, sull'azienda in generale, sugli azionisti.

L'idea è che ci si aspetta di vedere che i proprietari e il Consiglio di Amministrazione dell'azienda in cui si trova l'utilizzo di metriche ESG nei pacchetti retributivi dei dirigenti, abbiano intrinsecamente a cuore i risultati ESG, o comunque ne vedano un ritorno concreto che incontra i loro ideali e le loro esigenze.

**BlackRock Investment Institute** (citato nel capitolo precedente) e altri fornitori di servizi di gestione degli investimenti, esortano le aziende ad articolare e ampliare il loro programma di sostenibilità a causa degli imminenti rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, che riguarda tutti da vicino e coinvolge tutti in prima persona. Di conseguenza le metriche ambientali, come le emissioni di anidride carbonica, sono viste come indicatori del futuro rischio finanziario, gli stakeholder dell'impresa sono perciò intrinsecamente interessati a queste metriche. Ciò deriva dal fatto che alcune attività dell'impresa (in alcuni casi si può dire la maggior parte delle attività) comportano effetti esterni, i cui costi non sono completamente internalizzati dall'impresa: le emissioni o altri tipi di inquinamento ambientale di un'azienda sono gli esempi principali in questo contesto, si possono quindi definire *costi esterni*. Includendo le metriche ESG per le attività soggette a *costi esterni* nei sistemi di remunerazione dei dirigenti, i proprietari possono comunicare in modo credibile agli stakeholder dell'azienda che l'attenzione del management sarà rivolta a questi effetti esterni. Inoltre, la possibilità per gli azionisti di votare sulla politica retributiva e sulla sua attuazione tramite il meccanismo del "*say-on-pay vote*" viene vista come un'opportunità per interagire con le aziende e rendere conto loro del loro percorso verso gli obiettivi a lungo termine. Importanti investitori come *Cevian* e *Allianz* insistono affinché gli obiettivi

ESG siano inclusi nei piani di retribuzione<sup>34</sup>: questi investitori considerano il processo di voto say-on-pay come un modo tangibile e pratico per richiedere ai consigli di amministrazione un rendiconto sull'efficacia dei loro obiettivi ESG.

In ogni caso, non si nega che sia difficile individuare una strategia da seguire nel contesto delle retribuzioni ESG, perché la misurazione di queste variabili è spesso soggettiva a livello aziendale; inoltre, gli osservatori esterni non hanno generalmente accesso ai pesi relativi attribuiti ai diversi indicatori di performance, all'uso di obiettivi e soglie e alla forma esatta della funzione di retribuzione.

È stato intrapreso un lungo percorso di ricerca frutto di una collaborazione tra *PwC UK* e *London Business School*, con lo scopo di studiare nel dettaglio le motivazioni e le considerazioni per l'inclusione di obiettivi ESG nelle retribuzioni ed analizzare le tendenze in atto nel mercato. Questa ricerca, i cui risultati sono contenuti nel report ***Paying for good for all***<sup>35</sup> pubblicato nel 2022, mostra come l'integrazione degli ESG nella strategia retributiva all'interno dell'azienda è considerata importante almeno quanto, se non di più, gli altri parametri che compongono il modo in cui vengono pagati i CEO, e solleva una serie di sfide e opportunità. Punto di partenza della ricerca è stato quello di intervistare più di 600 senior leader a livello globale, includendo 9 Paesi e 28 settori, provenienti dalle più disparate tipologie di società, società quotate in borsa, società a conduzione familiare, partnership, società gestite dai proprietari.

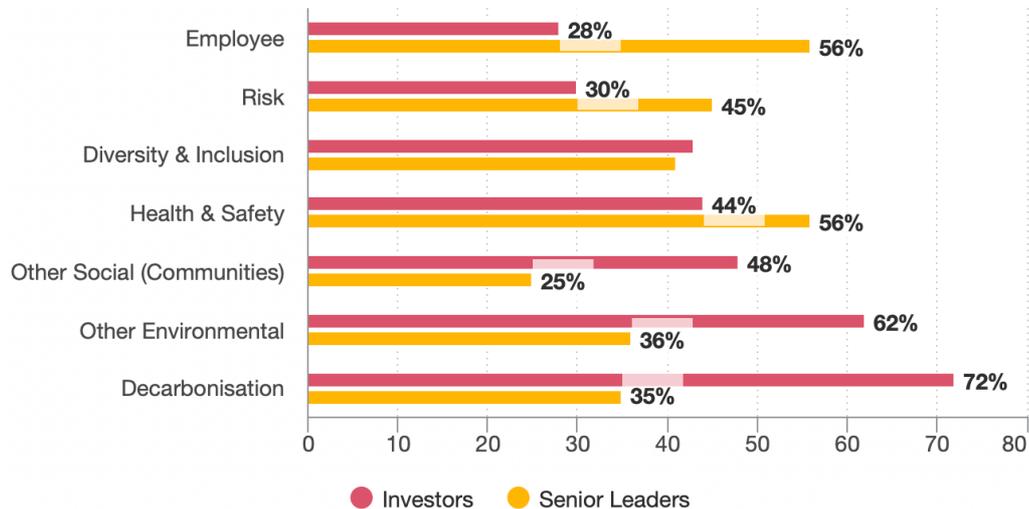
I senior leader intervistati ritengono che gli obiettivi ESG più importanti da includere nella retribuzione siano quelli più direttamente correlati alla strategia propria aziendale e al processo di creazione di valore, in particolare relativi ad aree interne come la soddisfazione

---

<sup>34</sup> PwC UK e London Business School [2021], *Paying well by paying for good*, paper

<sup>35</sup> PwC UK e London Business School [2022], *Paying for good for all*, paper

dei dipendenti (56%), salute e sicurezza (56%), obiettivi di diversità (41%), decarbonizzazione (35%) o altri obiettivi ambientali (36%), come viene mostrato in figura 3.1 sottostante.



**Figura 3.1** - Priorità ESG per investitori e Senior Leader intervistati, da *Paying for good for all*

Due terzi dei senior leader intervistati hanno sottolineato la forte accelerazione dell'interesse per ESG negli ultimi due anni da parte dei consigli di amministrazione, dei dirigenti, dei dipendenti, dei proprietari e di tutte le parti interessate, e hanno notato come ciò abbia portato a strategie aziendali rinnovate in questo senso che comprendevano, tra le altre, una nuova strategia retributiva per i dirigenti, incorporando le metriche ESG.

In ciascuno dei Paesi esaminati, la maggior parte delle aziende utilizza ESG, in qualche forma, nei propri accordi retributivi.

Oltre due terzi degli investitori (68%) sono favorevoli a collegare le retribuzioni agli obiettivi ESG, i senior leader sono invece più cauti: poco più della metà (55%) dei dirigenti ritiene che le retribuzioni debbano essere collegate agli obiettivi ESG nella maggior parte delle aziende, un terzo ritiene che questo collegamento debba essere fatto solo nella minoranza di aziende che affrontano i problemi ESG in maniera più rilevante, come mostrato in figura 3.2 sottostante.

3.2 sottostante.

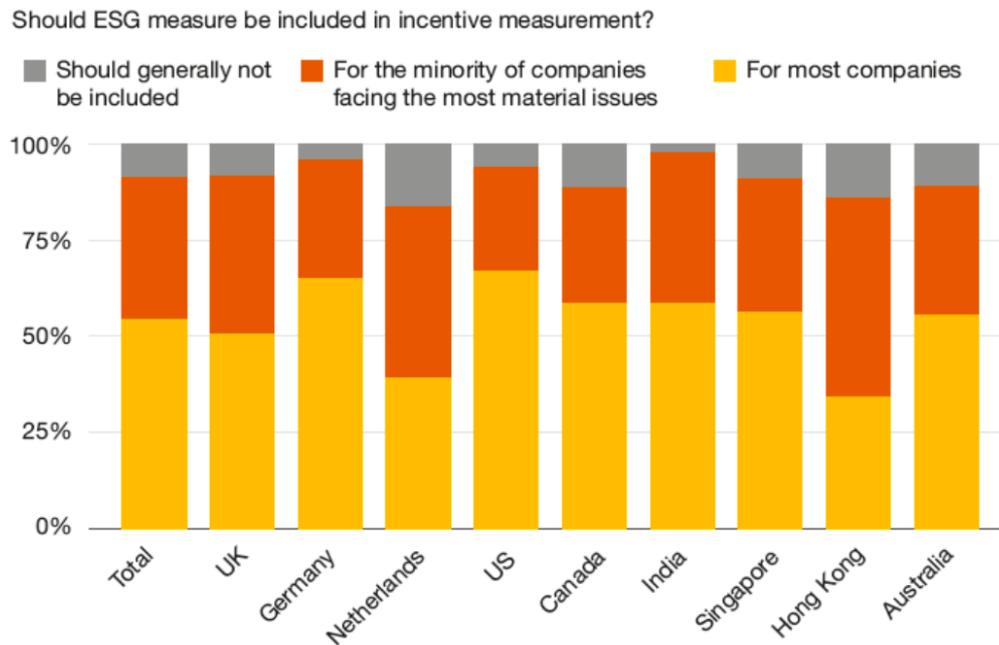


Figura 3.2 - Integrazione ESG nella retribuzione dei CEO, *Paying for good for all*

Il fatto che un terzo degli intervistati ritenga che il collegamento tra ESG e retribuzione debba avere luogo solo nella minoranza di aziende che affrontano i problemi ESG in maniera più rilevante, è confermato da una ulteriore analisi fatta, presente sempre nello stesso report *Paying for good for all*.

Sebbene l'ESG sia considerato importante, non tutti gli investitori lo considerano l'aspetto centrale per la creazione di valore: il 42% degli investitori ritiene che i fattori ESG abbiano solo un impatto minimo sulle revenue e il 37% ritiene che abbiano un impatto minimo sul margine. Questo dato è coerente con l'insieme della ricerca accademica, che trova un quadro contrastante sul legame tra ESG e valore, con pochi risultati univoci: effettivamente, il legame tra ESG e valore aziendale è oggetto di dibattito nella ricerca accademica e, mentre alcuni studi suggeriscono una correlazione positiva tra l'adozione di pratiche ESG nella retribuzione e il valore aziendale a lungo termine, altri studi hanno trovato risultati contrastanti o inconcludenti. Ciò può essere attribuito a diversi fattori, tra cui la mancanza di standardizzazione nelle misure ESG, la difficoltà nel quantificare

l'impatto finanziario diretto delle pratiche ESG, il fatto che il valore derivante da queste pratiche potrebbe manifestarsi nel lungo periodo e, quindi, potrebbe non essere immediatamente evidente attraverso le metriche finanziarie tradizionali utilizzate per valutare le performance aziendali a breve termine.

Alcuni investitori potrebbero considerare i fattori ESG più legati al rischio e alla reputazione che alla performance finanziaria di base quindi, sebbene i fattori ESG siano valutati come importanti, potrebbero non essere considerati come i più importanti. Con questo non si vuole sminuire il ruolo dell'integrazione ESG nella retribuzione per una strategia resiliente ed efficace, ma serve a ricordare che ci sono altre dimensioni importanti che competono con l'ESG per l'inclusione nelle metriche retributive. Un esempio può essere il fatto che il 54% degli amministratori delegati include obiettivi di automazione e digitalizzazione nella propria strategia aziendale a lungo termine (un numero significativamente maggiore rispetto agli obiettivi di decarbonizzazione (37%) o di rappresentanza di genere (38%)<sup>36</sup>) che potrebbero comunque integrarsi bene nel contesto di attenzione all'ambiente, alla sicurezza, ai dipendenti, sebbene l'obiettivo di automazione in sé non sia sufficiente ad essere classificato come ESG.

L'utilizzo dei *bonus* è diventato uno strumento comune per integrare le misure ESG all'interno delle aziende; tuttavia, alcune misure ESG riguardano cambiamenti a lungo termine, come la riduzione delle emissioni di carbonio, rendendo difficile ottenere un impatto significativo attraverso incentivi a breve termine; quindi, si ritrovano spesso parametri ESG non solo nei bonus ma anche nella componente degli incentivi a lungo termine (*LTIP*), come mostrato in figura 3.3 che segue.

---

<sup>36</sup> PwC [2022], *25th Annual Global CEO Survey*, pwc.com

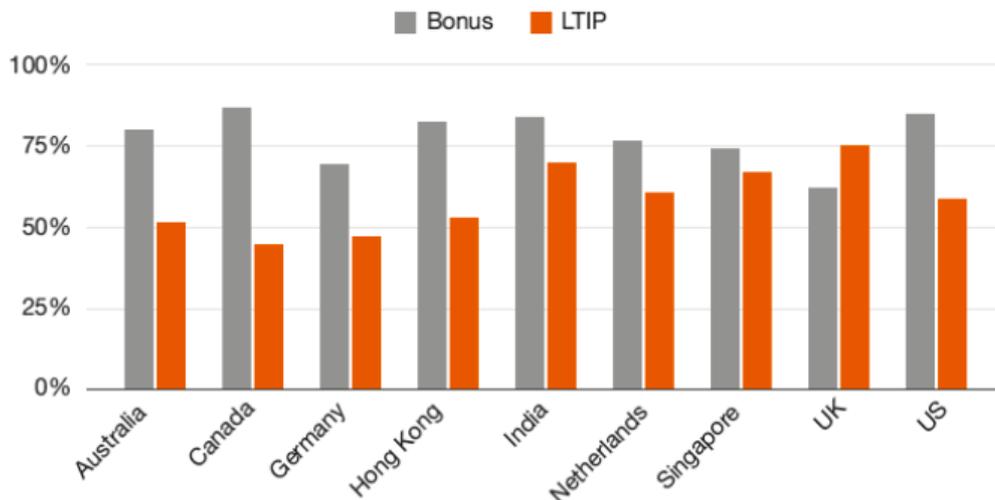


Figura 3.3 - Componente della retribuzione in cui è presente ESG, *Paying for good for all*

Per trasferire le misure ESG nell'ambito di incentivi a lungo termine, le aziende devono avere una chiara comprensione di come tradurre i piani a lungo termine, come ad esempio il raggiungimento dello *zero netto di emissioni*, in obiettivi definiti a breve termine, ma questo può rivelarsi abbastanza complicato da mettere in pratica.

Nel novembre 2021 è stato reso noto che circa il 30% delle 2.000 maggiori aziende a livello globale si è impegnato a raggiungere emissioni zero<sup>37</sup>. Tuttavia, solo una piccola percentuale di queste aziende ha stabilito obiettivi specifici a breve termine, basati su criteri scientifici, per guidare il progresso verso gli obiettivi a lungo termine. Attualmente, c'è un crescente interesse nel comprendere come tradurre gli obiettivi di lungo periodo in obiettivi misurabili a breve termine. L'84% degli investitori ritiene che l'integrazione degli obiettivi ESG nei piani retributivi dei CEO spinga le aziende a definire obiettivi a breve termine per raggiungere quelli a lungo termine. Anche i leader senior sono d'accordo, infatti l'85% di essi ha dichiarato che l'inclusione degli obiettivi ESG nei piani retributivi aiuta a definire gli obiettivi a breve termine per raggiungere quelli a lungo termine.

<sup>37</sup> *As More Companies Make Net-Zero Pledges, Some Aren't as Good as They Sound* [2021], Time.com

Si è toccato ora un importante concetto che riguarda il legame tra aspetti *tangibili* e aspetti *intangibili*: dalla ricerca viene fuori come i senior leader enfatizzino l'importanza di avere una stretta relazione non solo tra obiettivi teorici e criteri scientifici e misurabili, ma anche tra obiettivi e strategia. Infatti, i senior leader hanno sottolineato l'importanza di selezionare metriche che supportino la strategia dell'azienda, ponendo l'accento su queste componenti che si possono definire *intangibili*, oltre che sulla progettazione tecnica degli incentivi (componente *tangibile*). Questo concetto appare più evidente nel contesto di inquinamento e cambiamento climatico e strategia aziendale.

A tal proposito, è utile citare il sondaggio annuale sui CEO pubblicato da PwC: la ricerca mostra come la retribuzione dei CEO **segua** la strategia piuttosto che **guidarla**: *è molto più probabile che le misure ESG compaiano negli incentivi di un CEO se queste figurano come una metrica specifica nella strategia aziendale*<sup>38</sup>.

Per comprendere meglio il contesto in cui i CEO cercano di affrontare il problema delle emissioni è stato analizzato l'allineamento tra gli impegni per il clima e le loro priorità strategiche, gli incentivi personali, le risorse aziendali, le tendenze del settore e i fattori normativi. Si mostrano ora i risultati relativi all'analisi dell'allineamento tra strategia-incentivi-impegno.

Sono state suddivise le aziende analizzate nella ricerca in quattro diversi gruppi, in base ai rispettivi impegni di decarbonizzazione, dall'impegno più serio ("Gruppo 1", che rappresenta le aziende con impegni netti o impegni in corso allineati e supportati da parametri scientifici) all'impegno meno serio ("Gruppo 4", che comprende le aziende che non hanno ancora assunto un impegno chiaro in termini di emissioni di carbonio).

---

<sup>38</sup> PwC [2022], *25th Annual Global CEO Survey*, pwc.com

Attraverso questa analisi è stato riscontrato che quanto più significativo è l'impegno di decarbonizzazione, tanto più probabile è che l'azienda abbia obiettivi che riguardano le emissioni nella sua strategia aziendale. Ciò risulta essere vero per il 70% delle aziende del Gruppo 1, per il 44% delle aziende il cui impegno non è allineato alla scienza e solo per il 9% delle aziende che non hanno assunto alcun tipo di impegno.

La stessa tendenza vale anche per gli incentivi: il 34% delle aziende che presentano impegni di azzeramento delle emissioni allineati alla scienza ha legato le emissioni al compenso del CEO, rispetto a solo l'1% delle aziende che non hanno assunto alcun impegno. La figura sottostante 3.4 riassume sinteticamente i dati.

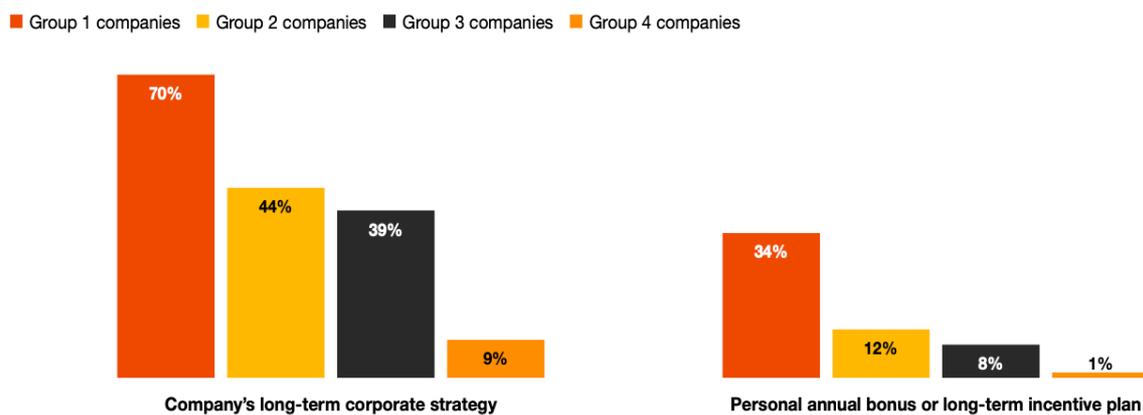


Figura 3.4 - Allineamento fra strategia e incentivi retributivi dei CEO

Questo a conferma di un effettivo riscontro positivo nel collegare i parametri ESG alla retribuzione dei CEO, sotto le ipotesi ovviamente di un obiettivo e trasparente impegno aziendale verso le tematiche riassunte dall'ESG, una chiara definizione di obiettivi e la creazione di una strategia aziendale che si allinei perfettamente con gli obiettivi che si vogliono perseguire e gli interessi di tutte le parti interessate.

Un altro importante contributo alla letteratura che affronta pro e contro della relazione tra retribuzione dei CEO e parametri ESG è quello di Shira Cohen, Igor Kadach, Gaizka Ormazabal e Stefan Reichelstein: viene affrontato il tema analizzando tutti quei fattori, interni ed esterni all'azienda, che possono in qualche modo influenzare la presenza di ESG nello schema retributivo e, in caso affermativo, in che modo ne influenzano la presenza ed eventuali futuri risultati; i risultati sono contenuti nel paper *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, i loro test empirici si basano sul database *ISS Executive Compensation Analytics*, che copre un campione di 4.395 aziende pubbliche di 21 Paesi tra il 2011 e il 2020. L'analisi condotta mette in relazione l'adozione di metriche ESG nella retribuzione degli amministratori delegati con i fondamentali della retribuzione ESG che, secondo i ricercatori, si distribuiscono su diversi livelli: le determinanti sono legate a caratteristiche aziendali, del Paese (la localizzazione geografica), del settore di appartenenza e all'influenza degli azionisti<sup>39</sup>. In figura 3.5 è contenuto il panel A in cui si mostrano i risultati della regressione della remunerazione ESG (variabile dipendente) su *anno*, *settore*, *Paese*, *anno-settore* e *anno-Paese*; le prime tre variabili indipendenti indicano, rispettivamente, un indicatore per aziende di trasporti acciaierie e petrolifere, un indicatore per le aziende in Paesi con rendicontazione ESG obbligatoria, e l'indicatore per la sensibilità ESG del Paese. Come illustrato nella tabella, gli effetti di tempo, settore e Paese spiegano da soli rispettivamente il 4%, il 16% e il 6% della variazione della retribuzione ESG; invece, gli effetti di anno-settore e anno-Paese spiegano quasi il 30% della variazione della retribuzione ESG. Ciò suggerisce che una parte sostanziale della variazione della retribuzione ESG è specifica dell'azienda.

---

<sup>39</sup> Cohen S., Kadach I., Ormazabal G. e Reichelstein S. [2022], *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, ECGI Working Paper Series in Finance n°825

## Panel A. Industry- and country-level variation

	Dependent Variable: <i>ESG Pay</i>						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Environmentally controversial Industry</i>						0.265*** (13.548)	
<i>ESG Disclosure Mandate</i>						0.098*** (6.725)	0.065*** (6.516)
<i>Country ESG sensitivity</i>						0.008*** (6.520)	0.002*** (2.896)
<i>Year FE</i>	YES			YES		YES	YES
<i>Industry FE</i>		YES		YES			YES
<i>Country FE</i>			YES	YES		YES	
<i>Industry-year FE</i>					YES		
<i>Country-year FE</i>					YES		
R <sup>2</sup>	0.04	0.16	0.06	0.25	0.31	0.17	0.23
# Obs.	22,603	22,603	22,603	22,603	22,593	22,603	22,603

Figura 3.5 - Variazioni nell'uso di metriche retributive ESG in funzione di settore e Paese

Le prime tre variabili risultano fortemente associate all'utilizzo di metriche ESG nei contratti di retribuzione.

Proseguono poi ad analizzare le determinanti a livello di caratteristiche aziendali, in particolare definiscono, come variabili impattanti legate a caratteristiche aziendali:

- *I fondamentali dell'impresa*, ovvero tutte quelle variabili misurabili che potenzialmente sono correlate ai compensi basati su ESG, quindi emissioni di CO<sub>2</sub>, volatilità dei rendimenti azionari, dimensione dell'impresa, ROA, etc
- *Impegni verso tematiche ESG*, ovvero tutte quelle variabili che dimostrano la possibilità dell'impresa di beneficiare della presenza dei parametri ESG nella remunerazione (ad esempio punteggio ESG dato da Refinitiv)
- *Pressione degli azionisti*, ovvero le variabili associate alla probabilità che una impresa sia sottoposta a pressioni esterne (degli azionisti) per l'attuazione di pratiche ESG.
- *Preferenze interne degli amministratori*, variabili che indicano le preferenze del consiglio di amministrazione sul tema ESG (percentuale di amministratori e percentuale di amministratori donne in consiglio di amministrazione)

I risultati mostrano che le imprese più grandi hanno maggiori probabilità di collegare la retribuzione ai criteri ESG; controllando il settore, il Paese, l'anno e i fondamentali dell'azienda, le imprese che emettono maggiori quantità di CO2 tendono ad avere maggiori probabilità di basare i compensi sulla performance ESG; le imprese con impegni ambientali e rating ESG più elevati hanno maggiori probabilità di basare i contratti di retribuzione su criteri ESG; allo stesso modo, le imprese hanno maggiore probabilità di utilizzare una retribuzione basata su ESG in risposta a pressioni esterne degli azionisti; si dimostra una maggiore probabilità di collegare la retribuzione a ESG su aziende il cui numero di amministratori è in generale più elevato ed anche il cui numero di donne è più elevato.

I risultati a cui sono giunti sono molto confortanti.

Successivamente si concentrano sull'analisi del come le performance ESG si colleghino alla retribuzione variabile dei CEO. La regressione viene effettuata separatamente per considerare i due casi in cui il contratto di retribuzione prevede i parametri ESG (ESG pay=1) e il secondo caso in cui tali parametri non siano previsti (ESG pay=0).

Nel caso di ESG pay=1 è dimostrato empiricamente che i CEO sono ricompensanti a fronte di una riduzione delle emissioni di CO2 e, in generale, il livello di retribuzione è più elevato nel caso in cui ci siano i parametri ESG nel contratto di retribuzione.

Dimostrano anche che i contratti nel caso di ESG=0, non forniscano alcun tipo di incentivo a fronte di un miglioramento delle performance ESG aziendali.

La ricerca portata avanti da Caroline Flammer, Bryan Hong e Dylan Minor del 2016, pubblicata solo nel 2019, sulle implicazioni derivanti dall'integrazione di parametri ESG nella retribuzione dei CEO, ha contribuito ad arricchire la letteratura esistente con ulteriori prove empiriche del successo riscontrato attraverso questa pratica.

Attraverso la creazione di un database che raccogliesse le informazioni sui contratti basati sui parametri ESG di tutte le aziende *S&P 500* dal 2004 al 2013, hanno dato evidenza empirica di alcuni fenomeni: il numero di contratti con inclusione di ESG è aumentato notevolmente nel tempo, e sono più diffusi nelle aziende dei settori con elevate emissioni<sup>40</sup>. L'adozione di contratti di questo tipo influisce sui risultati aziendali, portando ad un aumento di valore dell'impresa, un aumento delle prestazioni aziendali in ambito sociale ed ambientale e riduzione delle emissioni.

Questa ricerca è stata tra le prime che ha esplorato il crescente fenomeno dell'integrazione dei criteri ESG nella remunerazione dei CEO, attraverso una lunga ricerca di dati gli studiosi sono riusciti a dare prove empiriche e risultati significativi dell'effettivo successo nell'utilizzo di ESG nelle metriche di retribuzione.

Assodata l'importanza di tali parametri ed anche lo scopo dietro il collegamento tra ESG e retribuzione dei CEO, in letteratura ci sono diversi studi che evidenziamo come spesso sia difficile quantificare non solo la quota di retribuzione affidata a ESG, ma anche gli obiettivi sostenibili poiché spesso le aziende non li definiscono in maniera oggettiva e quantificabile. Lo studioso Walker David I. affronta questo problema analizzando il modo in cui l'ESG è stato legato ai bonus annuali dei CEO in quattro grandi società, *General Motors*, *Dow*, *Eastman Chemical* e *IBM*, evidenziando come nella maggior parte dei casi i bonus si basavano su misure qualitative legate al mondo ESG, che ne rendevano difficile l'individuazione e quantificazione<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> Flammer C., Hong B. e Minor D. [2019], *Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes*, paper in «Strategic Management Journal, Wiley»

<sup>41</sup> Walker D. I. [2022], *The Economic (In) Significance of Executive Pay ESG Incentives*, in «Stanford Journal of Law, Business & Finance»

Afferma che solo per GM e Dow era quantificabile il legame tra ESG e retribuzione, prende quindi GM come esempio per provare a quantificarlo ed evidenzia quanto segue.

GM fissa degli obiettivi di bonus annuali per i suoi dirigenti, nel 2020 i bonus per i dirigenti senior di GM si basavano per il 75% su misure finanziarie e per il 25% su obiettivi strategici.

La performance finanziaria è stata determinata a livello di azienda quindi, i risultati finanziari sono stati gli stessi per tutti i dirigenti. I risultati relativi agli obiettivi strategici sono stati determinati invece a livello individuale. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, GM impiega un sistema di punti, che il consiglio di amministrazione o il comitato di retribuzione utilizza per valutare le prestazioni rispetto a obiettivi prestabiliti. GM non ha reso noti i risultati specifici della scorecard, ma gli obiettivi strategici sono stati divisi in tre categorie, due delle quali erano fortemente incentrate sui risultati ESG, come l'adesione a un'iniziativa sull'equità e la diversità e l'aumento degli investimenti in veicoli elettrici a 27 miliardi di dollari entro il 2025. Pertanto, decide di stimare approssimativamente che due terzi del 25% dei bonus annuali 2020 di GM erano legati alle prestazioni ESG.

Per GM, quindi, è risultato abbastanza facile stimare la percentuale di retribuzione dedicata a ESG (considerando con cautela i valori poiché stimati in base a considerazioni proprie), ma non sempre è così, un esempio calzante risulta essere IBM. I bonus di IBM sono determinati dai risultati finanziari, ma, è segnalato, il comitato per le remunerazioni "ha la facoltà di adeguare i pagamenti in base a fattori che vanno oltre i risultati finanziari di IBM (compresi i miglioramenti nella diversità e nell'inclusione della forza lavoro di IBM)". Per il 2020, il comitato per le retribuzioni di IBM ha riconosciuto i risultati ottenuti dall'amministratore delegato in temi che riguardano l'ESG, oltre ai risultati aziendali, decidendo comunque di non modificare il bonus dell'amministratore delegato rispetto all'importo della retribuzione di base.

Data quindi la discrezionalità dei consigli di amministrazione, ci si ritrova spesso a dare “approssimazioni approssimative” dell’importanza economica relativa alle metriche retributive ESG a livello aziendale ed anche della quota monetaria di retribuzione legata all’ESG in una impresa in cui non sono stati definiti in maniera chiara ed oggettiva parametri a cui fare riferimento.

Lo studioso quindi, che riconosce e dimostra l’importanza di questa pratica, sostiene che date le difficoltà appena citate, sarebbe vincente attuare la pratica della retribuzione ESG per quelle aziende che hanno un numero limitato di questioni ESG da portare avanti ma di forte impatto, in modo che la misurabilità risulti più facile e il suo utilizzo risulti più efficiente, con risultati notevoli e quantificabili per tutti i portatori d’interesse.

In sintesi, anche se il tema delle retribuzioni ESG è in una fase di forte diffusione, il suo valore viene sempre più apprezzato dagli stakeholder e nonostante la presenza di una ricca quota di letteratura a sostegno empirico dei successi che questa pratica porta con sé, si deve lavorare ancora molto affinché tutte le aziende riescano a sfruttare al meglio le potenzialità date da queste metriche di retribuzione, la legislatura sicuramente aiuterebbe in tale verso.

### 3.1.1 Conclusioni empiriche

Per concludere le analisi empiriche contenute in questo capitolo, si riassumono ora i principali dati ricavati e le principali considerazioni che si possono fare in merito alla retribuzione legata all'ESG.

Oltre tre quarti dei CEO che hanno partecipato all'indagine di PwC e London Business School hanno dichiarato che la loro retribuzione è già legata in qualche modo agli obiettivi ESG, e la maggior parte degli investitori e dei CEO ritiene che così dovrebbe essere per tutti: la retribuzione dovrebbe essere legata all'ESG nella maggior parte delle aziende. Ci sono ragioni per non collegare le retribuzioni all'ESG, tanti punti in sospeso che rendono investitori e CEO scettici all'idea o in contrasto fra loro, ma la diffusione crescente della pratica e le idee degli stakeholder in merito avvalorano il fatto che sembra che la questione rilevante si stia spostando *dall'opportunità di farlo al come farlo bene*. In ogni caso, anche i punti in sospeso o che vanno contro l'utilizzo di questa pratica sono fondamentali per le future analisi in merito, saranno lo spunto per cercare soluzioni, approfondire sempre di più il tema e arricchire le analisi con aspetti che finora sono stati presi in considerazione in modo marginale. *Un numero in rapida crescita di aziende in tutto il mondo ha iniziato a includere le metriche ESG nei sistemi di remunerazione dei CEO.*

I risultati mostrano che le aziende che adottano la retribuzione ESG tendono a ottenere emissioni di carbonio inferiori e migliori valutazioni ESG; inoltre, i CEO delle imprese che presentano valutazioni ESG più elevate e minori emissioni di CO2 ricevono una retribuzione variabile più elevata; questo risultato non si applica alle imprese che non condizionano i loro accordi retributivi alle variabili ESG.

Lo slancio verso questa pratica sembra inarrestabile.

### 3.2 Raccolta dei dati e creazione database

Con questo lavoro di tesi si vuole dare un contributo personale, seppur in maniera meno impattante rispetto alle analisi riportate nei precedenti paragrafi, sulla letteratura che affronta il tema della presenza dei parametri ESG nello schema di retribuzione dei CEO.

A tale scopo, il lavoro si è sviluppato in una prima fase di ricerca di dati per la creazione di un database, punto di partenza per le successive analisi.

Il panel di partenza (che mi è stato gentilmente fornito dalla Professoressa Laura Rondi) racchiudeva aziende quotate in mercati italiani o in Unione Europea, i cui riferimenti erano presenti sul sito di Borsa Italiana; per poter essere inserita nel panel, però, l'azienda doveva soddisfare un requisito: sono state considerate ed incluse nel panel tutte quelle aziende per le quali era stata evidenziata la presenza di dati ESG nel business, in qualunque forma.

A partire da questo elenco, è iniziata la fase di analisi personale vera e propria utile ai fini degli argomenti discussi nel presente lavoro di tesi: non si era più interessati a sapere se ci fossero riferimenti a ESG nel business in generale, ma l'idea era di trovare riferimenti ai **parametri ESG** relativamente alla **retribuzione dei CEO**.

Il lavoro di ricerca è iniziato nel 2022 quindi, come prima azione, è stata fatta una scrematura e sono state tenute solo le aziende che risultavano ancora quotate al 2021 (poiché risultavano essere i dati più recenti a disposizione).

Per tutte le aziende rimaste nel database è stata analizzata la retribuzione del CEO e, con una dummy, evidenziata la presenza di parametri ESG nella *parte variabile della retribuzione* del CEO; nel database si troverà quindi il valore "1" in corrispondenza della dummy se fossero stati trovati, nella totalità di obiettivi previsti per la remunerazione variabile del CEO, anche obiettivi legati a parametri ESG.

I dati relativi alla remunerazione dei CEO delle aziende sono accessibili a tutti, sono contenuti in un documento che le imprese sono tenute a stilare e rendere pubblico ogni anno, la **Relazione sulla remunerazione** (per questo lavoro di ricerca si è utilizzato il più recente documento, quindi quello del 2022, relativo ai compensi corrisposti del 2022): questo documento si può reperire dal sito web ufficiale di *Borsa Italiana* o nella sezione *Governance* sui siti web ufficiali delle imprese. Ogni anno le imprese italiane e dell'Unione Europea quotate hanno l'obbligo di pubblicare una relazione sulla remunerazione rispettando la direttiva del **CONSOB** in cui è illustrato, tra gli altri, l'importo della remunerazione del CEO con evidenza della parte variabile, fissa, e tutte le componenti in cui è frammentata.

È utile fare un inciso per scendere nel dettaglio della legislazione cui le aziende fanno riferimento per la stesura di tale documento: si tratta dell'articolo **123-ter** del **TUF**<sup>42</sup>, **Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria**, detto anche **Testo Unico della Finanza** (TUF appunto), è il Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998.

Nel paragrafo che segue si scenderà nel dettaglio degli articoli citati e degli organi di competenza; è importante sottolineare come questi ultimi, insieme al legislatore, svolgano un ruolo importante in questo tema: rispettando le esigenze della società, del mercato e dell'ambiente in tema di sostenibilità, riescono ad imporre alle aziende "vincoli" dall'alto per ottenere determinati obiettivi in modo più agile e certo.

Nei paragrafi successivi vengono spiegate le analisi personali effettuate (qualitative e quantitative) a partire dai dati raccolti, tramite l'utilizzo di grafici costruiti attraverso il tool excel, e output statistici (analisi econometrica) ottenuti attraverso il software STATA.

---

<sup>42</sup> TUF-Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria, sito web [acf.consob.it](http://acf.consob.it)

### 3.2.1 Regolamentazione Consob sulla Relazione sulla Remunerazione

La *Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti* viene definita in osservanza e applicazione del quadro normativo generale di riferimento in materia di politiche di remunerazione a livello nazionale e dell'Unione Europea, ed in particolare di quanto previsto da:

- **Direttiva UE 2017/828<sup>43</sup>**, detta anche **Direttiva Shareholder Rights || 2017/828/UE** (che ha modificato la Direttiva 2007/36/CE) relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; la revisione indica un nuovo approccio dell'Unione Europea alla governance delle aziende quotate, con l'obiettivo di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti, e di obbligare alla trasparenza e alla divulgazione sulle modalità con cui le società si allineno rispetto ai temi ESG. In particolare, gli azionisti voteranno sulla politica aziendale di remunerazione attraverso il meccanismo di "say-on-pay".
- **Articolo 123-ter del TUF**, modificato dal Decreto Legislativo n° 49 del 10 maggio 2019, articolo n° 3. Il decreto legislativo mira all'attuazione della Direttiva Europea 2017/828, e stabilisce come deve essere articolata la Relazione sulla Remunerazione e sui Compensi Corrisposti, rispettando quanto stabilito dal regolamento del CONSOB.
- **Delibera n° 21623 del 10 dicembre 2020 e n° 21639 del 15 dicembre 2020**, che ha modificato il Regolamento Emittenti emanato dalla **CONSOB<sup>44</sup>** in attuazione del TUF. Contiene le indicazioni per la politica di remunerazione.

<sup>43</sup> Direttiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017, per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti [20/05/2017], in «Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea»

<sup>44</sup> Regolamento emittenti, Adottato con delibera n° 11971 del 14/05/1999, Aggiornato con le modifiche apportate dalle delibere n° 21625 del 10 dicembre 2020 e n° 21639 del 15 dicembre 2020, in vigore dal 1° gennaio 2020

Il **TUF** costituisce la principale fonte normativa vigente in Italia in materia di finanza, di intermediazione finanziaria e di prestazione dei servizi di investimento. Il TUF è frequentemente modificato dal legislatore con lo scopo di recepire al proprio interno gli atti normativi provenienti dall'Unione Europea, anch'essi in continuo aggiornamento. Il TUF contiene espliciti rinvii agli atti della Consob per una disciplina di maggiore dettaglio di aspetti specificamente individuati dalla legge, TUF e Consob si muovono di pari passo.

La **CONSOB**, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, è l'autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, verifica la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria. Vigila per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti<sup>45</sup>.

La Regolamentazione Consob a cui le imprese fanno riferimento per la stesura della relazione sulla remunerazione è in continuo aggiornamento, questo rispetta la dinamicità e il continuo evolversi della società e dei mercati e, di conseguenza, anche della legislazione. L'ultima versione resa disponibile dal CONSOB è il "*Regolamento emittenti Adottato*" aggiornato con le modifiche apportate dalla *delibera n° 22551 del 22 dicembre 2022*, in vigore dal 1° gennaio 2023.

Come stabilito dalla regolamentazione del CONSOB, ai sensi dell'art. 123-ter del TUF, la Relazione sulla remunerazione deve essere strutturata in due *Sezioni*:

- **Sezione I**, politica in materia di remunerazione
- **Sezione II**, compensi corrisposti

---

<sup>45</sup> Consob, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, sito web consob.it

In particolare, la **Sezione I** deve contenere, in modo chiaro e comprensibile, informazioni relative agli organi coinvolti nella predisposizione della politica delle remunerazioni; condizioni di lavoro dei dipendenti; finalità perseguite con la politica delle remunerazioni, come la stessa contribuisca allo sviluppo della strategia aziendale, al perseguimento degli obiettivi di breve e lungo termine e, più in generale, alla sostenibilità aziendale sotto il profilo economico, ambientale e sociale; descrizione delle componenti fisse e variabili della remunerazione del *Top Management*; se sono previsti meccanismi di correzione ex-post della componente variabile (*claw-back*); durata di contratti di lavoro ed eventuali cessazioni del rapporto di lavoro con relative conseguenze.

La **Sezione II** è divisa a sua volta in due parti, la prima parte è una informativa dettagliata circa le voci e i compensi che compongono la remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e di altri dirigenti con responsabilità strategiche; la seconda parte contiene le tabelle dettagliate in cui sono riportati analiticamente i compensi corrisposti, sia cash che basati su strumenti finanziari, di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società di riferimento e da società eventualmente controllate o collegate.

Per la raccolta dei dati del database sono state utilizzate la **Tabella 1**, della Parte I delle tabelle per i dettagli sui compensi corrisposti e la **Tabella 1**, della Parte II delle tabelle per le partecipazioni detenute.

Si riportano di seguito, in figura 3.6 e in figura 3.7 rispettivamente gli schemi delle due tabelle appena citate così come richieste dalla Consob e così come vengono compilate dalle società, in riferimento ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, ai direttori generali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

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

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

Figura 3.6 - Compensi corrisposti ai componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, nonché agli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche, da Regolamento Emittenti del Consob

**Tabella 1**

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

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

Figura 3.7 - Partecipazioni dei componenti del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e degli altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche

Questo è stato dunque il punto di partenza per la raccolta di tutte le informazioni necessarie alla creazione del database e alle successive analisi che verranno discusse nel prossimo paragrafo.

## 4 CAPITOLO - DALLA CREAZIONE DEL DATABASE ALL'ANALISI DEI DATI

### 4.1 Analisi dei dati raccolti

Il numero totale di aziende nel panel iniziale è di 157; dopo una prima scrematura, si è ottenuto un numero di aziende ancora quotate al 2021 pari a 91. Per questo gruppo di aziende, è stata effettuata la ricerca dei dati relativi al CEO, alla paga del CEO e a riferimenti ai parametri ESG.

Il database finale in cui sono stati raccolti i dati è stato strutturato in quattro parti, dividendo i dati di interesse in quattro gruppi che riguardassero, nell'ordine, le informazioni sull'azienda, le informazioni sul CEO, le informazioni sulla remunerazione del CEO e le informazioni su azioni e altri strumenti finanziari. Di seguito è riassunta la struttura del database con le variabili utilizzate e i relativi valori assunti in seguito alle ricerche.

#### *1° Parte*

**Nome:** nome azienda

**Rif\_ESG:** è una dummy, 1 se in "Relazione sulla remunerazione" si fa riferimento a obiettivi ESG in remunerazione del CEO, 0 altrimenti

**Quotata-2021:** SI se quotata al 2021, NO se non quotata al 2021.

#### *2° Parte*

**Office\_Expiration:** data prevista della scadenza della carica del CEO

**CEO:** cognome e nome del CEO

**CEO\_gender:** M se uomo, F se donna

**CDA\_chair:** è una dummy, 1 se CEO è anche presidente del CDA, 0 altrimenti

**Claw-back:** è una dummy, 1 se sono previste clausole di claw back sulle componenti variabili della remunerazione del CEO, 0 altrimenti

### 3° Parte

**Emolumenti:** quota compenso fissa

**part\_a\_comitati:** quota compenso che deriva da partecipazione a comitati

**Bnf\_non\_mnt:** quota di benefici non monetari

**Bonus:** quota di bonus

**Altri\_compensi:** quota di altri compensi

**Tot:** somma di emolumenti, part\_a\_comitati, bnf\_non\_mnt, bonus, altri compensi

**Fairvalue:** è il fair value dell'equity compensation attribuito al CEO nell'anno di riferimento

**Indennità\_fine\_carica/contributi\_pensionistici:** quota per cessazione di rapporto di lavoro o accantonamenti pensionistici

### 4° Parte

**Stock\_options:** è una dummy, 1 se ci sono piani di stock option, 0 altrimenti

**Share\_owned:** è una dummy, 1 se possiede azioni, 0 altrimenti

**Number\_share\_owned:** numero azioni possedute alla *fine* dell'esercizio

**Number\_share\_sold:** numero azioni vendute durante l'esercizio

**Number\_share\_purchased:** numero azioni comprate durante l'esercizio

Del totale delle 91 aziende ancora quotato al 2021, 58 presentano la dummy **rif\_ESG** pari al valore **1** (grafico in figura 4.1), ovvero 58 di queste hanno incluso nella quota della retribuzione variabile del CEO parametri legati alla sostenibilità in qualunque sua forma, impegnandosi a raggiungere nel breve o nel lungo periodo obiettivi a sfondo sostenibile e sociale. Ciascuna azienda attribuisce un peso diverso della quota di retribuzione variabile

rispetto al totale della paga e, nel dettaglio, un diverso peso ai parametri ESG sul totale della quota variabile.

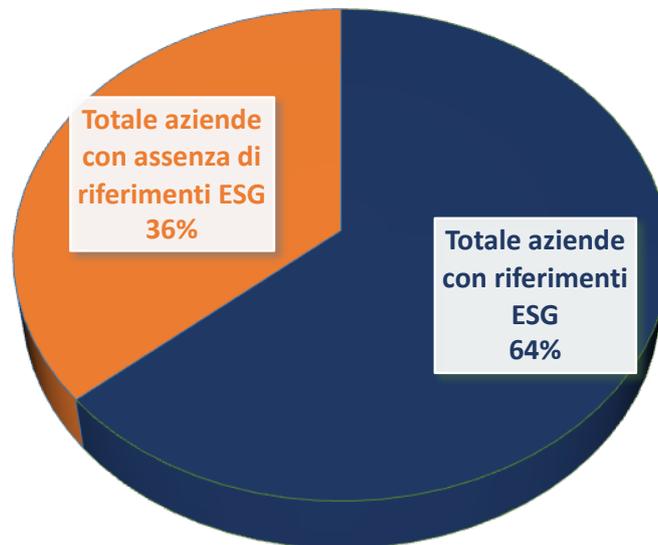


Figura 4.1 - Split aziende con e senza riferimenti ESG

Il valore di questi pesi, in questo lavoro di tesi, passa in secondo piano, ci si ferma a considerare la dummy **rif\_ESG** per analizzare se l'azienda considera oppure non considera i parametri ESG nella politica di remunerazione. Si passerà più avanti ad analizzare alcune aziende nel dettaglio del come hanno previsto di includere i parametri nella loro strategia e in relazione alla paga del CEO.

I dati ricavati sono molto confortanti, soprattutto considerando che ci si riferisce ai dati del 2021 e si prevede che dal 2021 al 2023 i dati siano aumentati.

Una volta identificate le aziende con riferimenti ESG nella paga del CEO, sono state fatte delle analisi che confrontassero le aziende con **rif\_ESG = 1** e quelle con **rif\_ESG = 0**, per evidenziare eventuali differenze e analizzare se la presenza di parametri sostenibili possa in qualche modo impattare sul totale della retribuzione del CEO.

Sono state effettuate delle medie aritmetiche sui valori di *emolumenti*, *bonus* e *totale* per entrambi i gruppi di aziende (**rif\_ESG = 1** e **rif\_ESG = 0**): i dati mostrano che le aziende

etichettate con **rif\_ESG = 1** presentano in media valori più elevati, come riassunto nella tabella che segue in figura 4.2.

	Quota	Media aritmetica
<b>rif_ESG=1</b>	Emolumenti	813.510,29 €
	Bonus	989.316,84 €
	Totale	1.863.529,55 €
<b>rif_ESG=0</b>	Emolumenti	536.498,85 €
	Bonus	466.531,91 €
	Totale	1.055.912,76 €

Figura 4.2 - Media aritmetica ESG vs NO ESG

I dati mostrano che i CEO delle aziende la cui remunerazione è collegata a parametri ESG hanno una remunerazione totale in media superiore di circa 600.000 €; il valore più impattante risulta essere la quota del *bonus*.

Nel primo gruppo di aziende la quota di *bonus* rispetto al totale risulta essere del 53%, la quota di *bonus* sul totale per le aziende in cui non figurano parametri ESG risulta essere del 44%, un 10% in meno circa, ma soprattutto è interessante notare come la quota di bonus del primo gruppo è maggiore di più del doppio del secondo gruppo. Questo è un chiaro segnale di come le società credono nel valore della quota variabile della retribuzione dei CEO e nell'importanza che ha il collegamento tra paga e performance ai fini del raggiungimento degli obiettivi al livello aziendale e per il soddisfacimento degli azionisti, in linea con i principi della teoria dell'agente affrontata nel primo capitolo, sono disposte a pagare di più il CEO poiché credono in future performance finanziarie elevate. Le analisi su questo database permettono di concretizzare diversi concetti che sono stati riportati nei capitoli precedenti e attualizzarli, a partire dalla teoria del principale-agente, alla letteratura su parametri ESG e retribuzione dei CEO, alla letteratura sull'aumento dell'importanza che gli azionisti hanno dato ai parametri ESG negli anni, alla legislazione in

materia di retribuzione dei CEO, diritti degli azionisti e trasparenza delle aziende, con la pratica del (*say on pay vote*) grazie alla quale gli azionisti intervengono in prima persona sulla politica di retribuzione aziendale.

È stata stilata una classifica delle top 10 aziende in ordine di *retribuzione totale* dei CEO per entrambi i gruppi di aziende, il grafico che segue in figura 4.3 mostra con chiarezza una forte disparità negli importi, il che potrebbe dimostrare il valore che le aziende attribuiscono ai parametri ESG (considerando che anche la quota variabile della retribuzione risulta essere notevolmente maggiore) sia internamente dall'azienda sia esternamente dagli stakeholders.

Il grafico mostra in blu, le top 10 aziende con **rif\_ESG = 1**, il massimo importo è pari a 11.912.929,00 €, il minimo è pari a 2.969.999,00 €; in arancione le top 10 aziende con **rif\_ESG = 0**, il valore dell'importo massimo è di 10.409.180,00 € e il valore del minimo è 1.029.375,00 €.

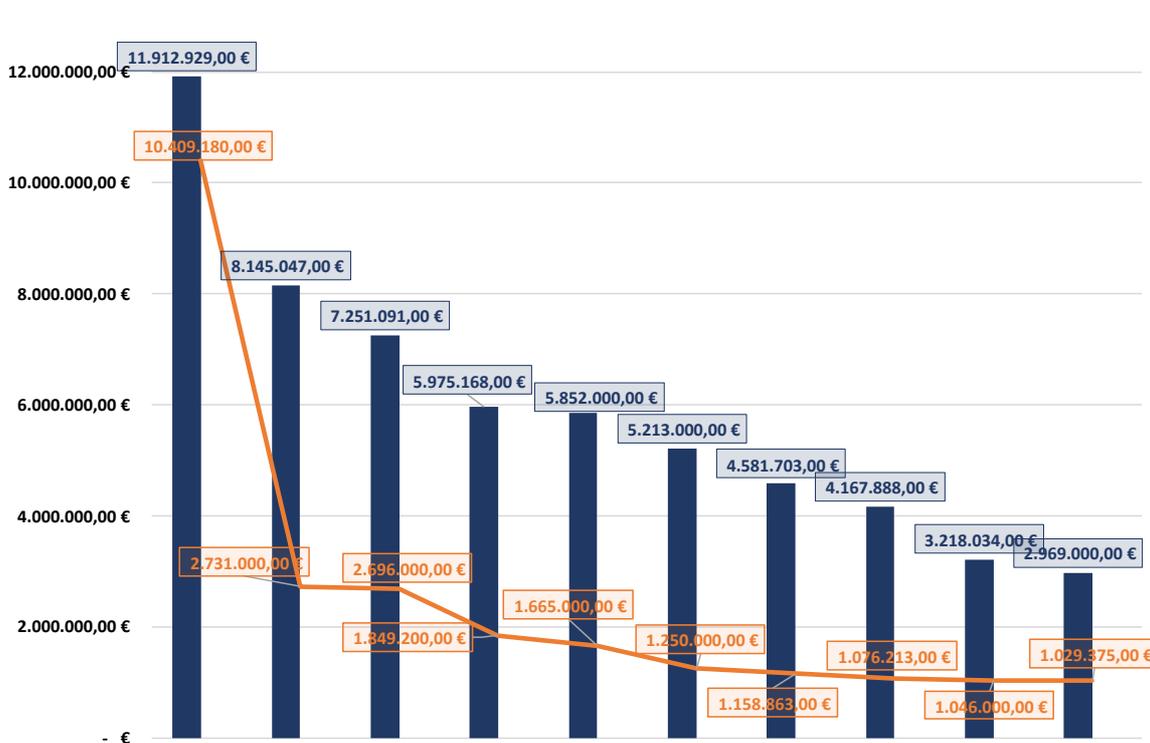


Figura 4.3 - Importi delle top 10 aziende ESG vs NO ESG

Nelle tabelle che seguono in figura 4.4 si trovano nel dettaglio i dati relativi alla retribuzione dei CEO delle top 10 aziende per entrambi i gruppi, a partire dai quali si è stilato il grafico di cui sopra in figura 4.3.

TOP 10 ESG	Emolumenti	Bonus	Totale
<b>SALVATORE FERRAGAMO</b>	2.300.000,00 €	9.512.527,00 €	11.912.929,00 €
<b>PIRELLI</b>	2.465.000,00 €	4.909.184,00 €	8.145.047,00 €
<b>BREMBO-FRENI BREMBO</b>	1.400.000,00 €	5.657.300,00 €	7.251.091,00 €
<b>DELONGHI</b>	1.800.000,00 €	4.155.000,00 €	5.975.168,00 €
<b>ENI</b>	1.600.000,00 €	4.208.000,00 €	5.852.000,00 €
<b>CEMENTIR</b>	1.891.000,00 €	3.315.000,00 €	5.213.000,00 €
<b>WEBUILD</b>	2.060.000,00 €	2.368.122,00 €	4.581.703,00 €
<b>MAIRE TECNIMONT</b>	1.000.000,00 €	3.140.250,00 €	4.167.888,00 €
<b>ENEL</b>	1.520.000,00 €	1.450.688,00 €	3.218.034,00 €
<b>AMPLIFON</b>	1.411.000,00 €	1.512.000,00 €	2.969.000,00 €

TOP 10 NO ESG	Emolumenti	Bonus	Totale
<b>TAMBURI INVESTMENT PARTNERS</b>	550.000,00 €	9.859.180,00 €	10.409.180,00 €
<b>INTERPUMP GROUP</b>	1.545.000,00 €	1.000.000,00 €	2.731.000,00 €
<b>RCS MEDIAGROUP</b>	1.500.000,00 €	1.196.000,00 €	2.696.000,00 €
<b>TOD'S</b>	1.838.800,00 €	- €	1.849.200,00 €
<b>PIAGGIO</b>	1.290.000,00 €	375.000,00 €	1.665.000,00 €
<b>EUROTECH</b>	100.000,00 €	- €	1.250.000,00 €
<b>ELICA</b>	318.469,00 €	830.000,00 €	1.158.863,00 €
<b>MONRIF</b>	1.065.912,00 €	- €	1.076.213,00 €
<b>EMAK</b>	346.000,00 €	689.000,00 €	1.046.000,00 €
<b>BIESSE</b>	1.000.123,00 €	- €	1.029.375,00 €

Figura 4.4 - Top 10 aziende dettagli remunerazione

Per le top 10 aziende del primo gruppo in ordine di retribuzione totale del CEO, è stato poi fatto un confronto tra la relazione sulla remunerazione del 2022 (quella utilizzata per il database), e l'ultima del 2023, per fare un deep dive sul come hanno affrontato nel corso del tempo la questione ESG associata ai bonus del CEO. Si è potuto evidenziare come negli anni sia aumentato l'impegno da parte delle aziende nello stilare report sempre più dettagliati sulla parte variabile della retribuzione, fornendone nel dettaglio la composizione percentuale e gli obiettivi collegati, con chiari riferimenti ai KPI aziendali e in generale alla

strategia; più specificatamente, questo si è potuto riscontrare anche con gli stessi parametri ESG: le aziende si stanno impegnando a fornire dettagli più specifici, quantitativi e soprattutto misurabili e osservabili relativamente agli obiettivi di sostenibilità che si intende raggiungere, per dare segnali chiari e concreti dell'impegno che l'azienda ha nei confronti di tematiche sostenibili e, soprattutto, in che modo intende raggiungere quei precisi livelli di performance sostenibili.

Per dare evidenza empirica di quanto appena affermato, si riporta nel dettaglio un esempio utilizzando i dati dell'azienda **Salvatore Ferragamo**, in testa alla classifica di cui sopra, presi dai pdf della *Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti* del 2023 e 2022. Nella Relazione del 2022 (utilizzata per la compilazione del database) i parametri ESG vengono citati e trattati nel seguente modo: viene riportato che nella quota di compenso variabile dell'amministratore delegato sono previsti anche obiettivi ESG, non si scende nel dettaglio sulle azioni intraprese o sui temi specifici che l'azienda intende trattare, ma viene riportata la seguente tabella esplicativa (in figura 4.5) della quota parte degli obiettivi non finanziari legati alla remunerazione variabile, per un totale di 40%.

<b>Obiettivi di performance non finanziari</b>	
<b>20% Aziendali</b>	<b>20% Individuali</b>
Obiettivi collegati ai 5 <i>pillars</i> strategici approvati dal Consiglio di Amministrazione (nell'ambito dei quali sono declinati i progetti interfunzionali e individuali pianificati e attuati nel corso dell'Esercizio):	
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Brand e comunicazione</li> <li>✓ Prodotto</li> <li>✓ Distribuzione</li> <li>✓ Innovazione digitale</li> <li>✓ Cultura e organizzazione</li> </ul>	

**Figura 4.5** - Quota di obiettivi non finanziari presenti nella parte variabile della remunerazione dell'amministratore delegato

Non si hanno riferimenti specifici sugli obiettivi ESG, ma vengono comunque elencati i punti strategici non finanziari in cui l'azienda promette di impegnarsi che comprendono anche temi legati a ESG (si può ben ipotizzare che questi ultimi possano collocarsi nel quinto punto ma anche nel quarto, se si pensa che alcuni dei vantaggi dell'innovazione digitale riguardano anche effetti positivi sull'ambiente e sulla qualità del lavoro dei dipendenti).

Nella Relazione sulla remunerazione pubblicata nel 2023 viene fatto un passo avanti, i parametri ESG vengono trattati con estremo riguardo ed attenzione, vengono forniti importanti dettagli utili agli stakeholder per avere una evidenza chiara e concreta dell'impegno dell'azienda verso tematiche di sostenibilità.

Vi è un intero paragrafo intitolato *“Legame tra strategia, sostenibilità e remunerazione”* in cui viene dichiarato che l'azienda opera avendo come faro guida il tema della sostenibilità, con l'obiettivo di generare valore condiviso, di tutelare i luoghi in cui opera e tutte le persone che lavorano per l'azienda.

“Negli ultimi anni la strategia di sostenibilità della Salvatore Ferragamo si è ulteriormente consolidata, per far fronte alle esigenze dei vari stakeholder in questa fase di ripartenza. Il forte focus sulle dimensioni ESG (Environment, Social, Governance) rappresenta, infatti, uno dei pilastri del nuovo Piano Strategico 2022-2026, con l'intento di perseguire obiettivi di crescita economica che tengono in considerazione anche gli impatti, positivi e negativi, delle proprie attività all'interno della sfera sociale e ambientale. Per tali motivi, il processo di definizione della politica retributiva della Società rappresenta un potente strumento di indirizzo nel guidare i comportamenti del management e i risultati aziendali verso un successo sostenibile di lungo termine, in linea con quanto previsto dal lancio del nuovo Piano Strategico 2022-2026. *La Società ha ritenuto opportuno attivare una revisione strategica dei sistemi di incentivazione di breve e di lungo periodo per il management,*

*inserendo nelle scorecard dei beneficiari specifici obiettivi legati alle suddette tematiche ESG, armonizzando le priorità strategiche aziendali ai piani di incentivazione <sup>46</sup>.*"

Queste le parole del Presidente del Comitato Remunerazioni e Nomine di Ferragamo che, come si evince, si fa portavoce di concetti quali importanza delle tematiche ESG, remunerazione dell'amministratore delegato come potente strumento per il raggiungimento degli obiettivi, necessità di collegare gli obiettivi di sostenibilità alla strategia aziendale e alle performance economiche affinché si crei un vantaggio per l'azienda sostenibile nel tempo e con la piena soddisfazione degli stakeholder.

In aggiunta, condividono informazioni dettagliate sul come i parametri ESG sono collegati alla remunerazione variabile, come sono distribuiti tra breve e lungo periodo e quali le attività specifiche che verranno intraprese al fine di rispettare l'impegno promesso.

Di seguito, in figura 4.6, viene riportata la tabella contenente le informazioni.

DIMENSIONI DEL PIANO STRATEGICO	OBIETTIVI DI PERFORMANCE DEL PIANO DI INCENTIVAZIONE DI BREVE PERIODO	OBIETTIVI DI PERFORMANCE DEL PIANO DI INCENTIVAZIONE DI LUNGO PERIODO
 <p>"FINANCIAL AMBITION"</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Product Net Sales</li> <li>• EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Product Net Sales come media %</li> <li>• EBITDA Cumulato</li> </ul>
 <p>"SIGNIFICANT STEP-UP INVESTMENT"</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Return On Invested Capital (ROIC)</li> </ul>
 <p>"ESG FOCUS"</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riduzione emissioni</li> <li>• Utilizzo Materiali Sostenibili</li> <li>• Chemicals</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Energie Rinnovabili</li> <li>• Misurazione Gender Pay Gap</li> <li>• Certificazione Di Gender Equality</li> </ul>

Figura 4.6 - Dettagli della quota variabile di remunerazione del CEO

Le informazioni di nostro interesse sono contenute nello spazio dedicato "ESG Focus".

<sup>46</sup> Anna Zanardi Cappon, Presidente del Comitato Remunerazioni e Nomine [2023], in *Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti* di Salvatore Ferragamo S.p.a.

I temi toccati appartenenti all'ESG sono diversi, dalle emissioni, all'attenzione per le materie prime utilizzate, all'utilizzo di energie rinnovabili, alla riduzione del Gender Pay Gap e all'ottenimento della certificazione di Gender Equality.

Per quanto riguarda la parte "environmental" viene fornita un'ulteriore tabella di dettaglio contenuta in figura 4.7, in cui ne viene specificato il peso rispetto al totale della quota variabile.

SCHEDA OBIETTIVI PER L'AD-DG		PESO RELATIVO
ECONOMICO - FINANZIARI	Product Net Sales	40%
	EBITDA	40%
ESG	Indicatore ESG Metriche specifiche riferite a 1) Emissioni, 2) Utilizzo materiali sostenibili e 3) Chemical	20%

Figura 4.7 - Scomposizione quota variabile della remunerazione del CEO

Vengono forniti poi nel dettaglio i parametri tecnici relativi alla riduzione delle emissioni e ai materiali di natura più sostenibile che si impegnano ad utilizzare.

Questa appena riportata è solo una delle tante dimostrazioni di come le aziende nel panorama italiano ed Europeo si stanno muovendo verso un nuovo modo di fare business, riconoscendo nella politica di remunerazione il potere di rafforzare la strategia aziendale, accogliendo i bisogni degli stakeholder e dell'ambiente, ed accogliendo e condividendo la mentalità di una società più responsabile e le richieste di nuovo tipo di consumatore esigente in tema di sostenibilità, diritti dei lavoratori e rispetto delle comunità locali.

Questa analisi si allinea con la teoria trattata e la letteratura in merito a retribuzione del CEO e parametri ESG, rafforzando l'idea che le aziende credono sempre di più nell'importanza di includere nella propria strategia tematiche sostenibili, affinché ne benefici il brand, l'ambiente, le persone ed anche le performance finanziarie.

### 4.1.1 Analisi dei dati con STATA

Per dare un ulteriore consistente contributo ai dati raccolti nel database, si è deciso di effettuare delle *analisi econometriche* che spiegassero in modo quantitativo e rigoroso la relazione tra le variabili coinvolte nell'analisi.

L'econometria sfrutta metodi matematici e statistici per dare risposte relativamente alla presenza di relazioni tra variabili, in che modo e se le variabili si influenzano, e come questo possa avere impatti sui fenomeni oggetti di studio.

Nel nostro caso particolare, si utilizzano analisi econometriche per evidenziare eventuali correlazioni tra la presenza di riferimenti a obiettivi ESG nella paga del manager, e la paga stessa dei manager, per capire se la presenza sia correlata ad una quota più alta.

Per farlo, si è utilizzato il software STATA: il database precedentemente raccolto è stato formattato per essere inserito su STATA rispettando i criteri del software.

Per indagare se la paga dei manager correlata a parametri ESG sia maggiore di quella dei manager in cui non è correlata, è necessario eseguire un *test di ipotesi sulla differenza fra le due quote*, con l'ipotesi nulla che le quote di paga con e senza relazione con ESG siano in media uguali, contro l'ipotesi alternativa che le quote siano diverse.

Sono state innanzitutto generate su STATA le seguenti variabili:

- **Emolumenti\_y**: ("y" sta per "yes") emolumenti della paga per la quale rif\_ESG=1
- **Emolumenti\_n**: ("n" sta per "no") emolumenti della paga per la quale rif\_ESG=0
- **tot\_y**: ("y" sta per "yes") totale paga per la quale rif\_ESG=1
- **tot\_n**: ("n" sta per "no") totale paga per la quale rif\_ESG=0
- **bonus\_y**: ("y" sta per "yes") bonus della paga per la quale rif\_ESG=1
- **bonus\_n**: ("n" sta per "no") bonus della paga per la quale rif\_ESG=0

Sono stati poi fatti vari test di ipotesi per testare le uguaglianze delle medie per le tre coppie di variabili create, con i seguenti comandi:

**ttest emolumenti\_y = emolumenti\_n**

**ttest bonus\_y = bonus\_n**

**ttest tot\_y = tot\_n**

I risultati che sono emersi sono contenuti nei seguenti output:

`. ttest emolumenti_y=emolumenti_n, une unp`

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
emolum~y	58	813510.3	73455.98	559424.1	666417.2	960603.4
emolum~n	33	536498.8	75485.84	433633.1	382739.2	690258.5
combined	91	713055.6	55765.98	531973.6	602266.7	823844.5
diff		277011.4	105327.5		67430.15	486592.7

diff = mean(emolumenti\_y) - mean(emolumenti\_n) t = 2.6300  
 Ho: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 80.6823  
 Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.9949 Pr(|T| > |t|) = 0.0102 Pr(T > t) = 0.0051

Figura 4.8 - Output 1, test sulla differenza delle medie per "emolumenti", STATA

Come si può notare dall'output in figura 4.8 si può rifiutare l'ipotesi nulla che la quota di emolumenti collegati e non a parametri ESG sia in media uguale: il valore della statistica **t (t = 2.6300)** è in valore assoluto maggiore del valore critico 1,96 (per 95% Conf. Interval), questo permette di rigettare l'ipotesi nulla con un livello di significatività del 5%, vi è infatti una probabilità dell'1% (<5%) di rifiutare l'ipotesi nulla, quando invece questa è vera; la differenza tra i due valori è quindi significativa.

Questo è un primo chiaro segnale di come la presenza di parametri ESG nella paga ne influenzi, positivamente, il valore.

Il secondo test d'ipotesi è stato fatto, allo stesso modo, per la variabile *bonus*.

. **ttest bonus\_y=bonus\_n, une unp**

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
bonus_y	58	989316.8	226355.7	1723874	536047.3	1442586
bonus_n	33	466531.9	298352.8	1713906	-141192.9	1074257
combined	91	799735.5	181277.8	1729280	439595.5	1159875
diff		522784.9	374501.4		-224726.7	1270297

diff = mean(**bonus\_y**) - mean(**bonus\_n**) t = **1.3959**  
 Ho: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = **66.9819**

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = **0.9163** Pr(|T| > |t|) = **0.1673** Pr(T > t) = **0.0837**

Figura 4.9 - Output 2, test sulla differenza delle medie per "bonus", STATA

Come si può notare dall'output sopra in figura 4.9, il valore della statistica t non è maggiore di 1,96 ed inoltre, c'è una probabilità del 16,73% di rifiutare erroneamente l'ipotesi nulla. Il valore della quota bonus non è correlato alla presenza o meno di parametri ESG nella paga dei CEO.

L'output del terzo test d'ipotesi è contenuto in figura 4.10 che segue.

. **ttest tot\_y=tot\_n, une unp**

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
tot_y	58	1863530	293069	2231947	1276669	2450390
tot_n	33	1055913	313172.3	1799038	418001.6	1693824
combined	91	1570658	221339.7	2111446	1130928	2010387
diff		807616.8	428912.9		-46163.18	1661397

diff = mean(**tot\_y**) - mean(**tot\_n**) t = **1.8829**  
 Ho: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = **78.7029**

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = **0.9683** Pr(|T| > |t|) = **0.0634** Pr(T > t) = **0.0317**

Figura 4.10 - Output 3, test sulla differenza delle medie per "tot", STATA

Questo terzo caso è un caso limite, la probabilità di rifiutare erroneamente l'ipotesi nulla è di circa il 6%, e il valore della statistica t è 1,88. Non si può quindi rifiutare con significatività l'ipotesi nulla.

Il fatto che quest'ultimo caso sia limite ci permette di fare ulteriori considerazioni: sappiamo che la variabile "tot" contiene anche la variabile "emolumenti", questo potrebbe influenzarne il test d'ipotesi che, rispetto al caso solo bonus, si avvicina di più al caso limite di rifiuto dell'ipotesi nulla.

Per fare valutazioni più approfondite, il test d'ipotesi da solo non basta: un successivo step da fare è l'analisi di regressione che serve a quantificare la correlazione tra le variabili, per capire quali variabili indipendenti influenzino maggiormente, e in che modo, la variabile dipendente presa in esame (output in figura 4.11). In particolare, si vuole rispondere alla domanda in che modo la variabile dipendente "emolumenti" è "spiegata" dalla variabile indipendente "rif\_esg"?

Il comando utilizzato per fare tale analisi è il seguente:

**reg emolumenti rif\_esg, robust**

La prima variabile scritta nel codice dopo "reg" è quella dipendente.

```
. reg emolumenti rif_esg, r
```

Linear regression	Number of obs	=	91
	F(1, 89)	=	6.93
	Prob > F	=	0.0100
	R-squared	=	0.0634
	Root MSE	=	5.2e+05

emolumenti	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
rif_esg	277011.4	105221.3	2.63	0.010	67938.96	486083.9
_cons	536498.8	75163.88	7.14	0.000	387149.8	685847.9

Figura 4.11 - Output 1 della Regressione, STATA

Il nostro modello di regressione serve a testare l'ipotesi nulla che il coefficiente sia statisticamente diverso da zero: il p-value è molto basso (circa 1%), la statistica t è maggiore di 1,96 (t = 2,63); i valori dei coefficienti sono contenuti all'interno dell'intervallo, quindi, possiamo rigettare con un livello di significatività del 5% che il coefficiente sia uguale a 0, ciò implica che è statisticamente significativo che la presenza di parametri ESG nella retribuzione del CEO impatti positivamente sulla quota di emolumenti (quindi quota fissa) destinata al CEO. Il modello però, come ci suggerisce il valore di R-squared, spiega solo il 6,34% della varianza della variabile dipendente anche se comunque è significativa perché si riscontra un p-value < 5% (1%).

Un ulteriore passo avanti si fa analizzando ulteriori variabili che potrebbero influenzare la quota di emolumenti, attraverso una analisi di regressione a più variabili.

```
. reg emolumenti rif_esg bonus, robust
```

```
Linear regression           Number of obs   =          91
                          F(2, 88)         =         12.53
                          Prob > F           =         0.0000
                          R-squared          =         0.3551
                          Root MSE       =         4.3e+05
```

emolumenti	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
rif_esg	189209.7	116810.8	1.62	0.109	-42927.3	421346.7
bonus	.16795	.0603101	2.78	0.007	.0480963	.2878037
_cons	458144.8	76675.07	5.98	0.000	305769.2	610520.4

Figura 4.12 - Output 2 della Regressione, STATA

La regressione a due variabili contenuta nell'output in figura 4.12, ci suggerisce che la variabile di interesse rif\_esg non è significativa poiché il p-value (10,9%) è molto alto. È invece significativa la variabile bonus, seppur poco impattante sulla variabile (0,17 punti aggiuntivi circa).

Quello che è interessante notare è che la varianza spiegata è aumentata al 35,51% con l'aggiunta di una nuova variabile.

Le analisi econometriche appena effettuate ci suggeriscono che esiste una differenza tra la quota di retribuzione dei CEO la cui paga è stata collegata a retribuzioni ESG e la retribuzione dei CEO la cui paga non presenta obiettivi ESG nella sua parte variabile.

In particolar modo viene evidenziato come la dummy rif\_esg impatti in modo significativo la quota di "emolumenti", ovvero la parte di retribuzione fissa dei CEO, e non la quota variabile.

È un importante punto da cui partire per fare ulteriori riflessioni: la quota di emolumenti è fissa, il CEO percepirà questa quota prevista indipendentemente dai risultati ottenuti, ed avendo dimostrato che questa risulta essere statisticamente correlata alla presenza di parametri ESG dimostra come le aziende e gli stakeholder credano molto nel raggiungimento degli obiettivi previsti (compresi quelli di sostenibilità) e nel positivo riscontro economico di cui l'azienda beneficerà, tanto da stabilire ex-ante per i CEO una quota di emolumenti più alta.

Per dare robustezza maggiore al modello appena descritto si potrebbero aggiungere ulteriori variabili, che meglio spieghino la presenza di ESG nella retribuzione e l'impatto generato sulla retribuzione del CEO, ma anche sulle performance finanziarie dell'azienda.

È un interessante punto di partenza, i risultati ottenuti sono comunque confortanti relativamente all'impegno che le aziende stanno impiegando nel raggiungimento di obiettivi sostenibili, per la società, per l'ambiente e per i diritti.

## 5 CAPITOLO - CONCLUSIONI

L'attuale periodo storico ha posto l'accento sullo stretto rapporto tra uomo e natura, che sembra ora più forte che mai; gli accadimenti negativi, sia all'ambiente sia ai lavoratori in postazioni con scarsa sicurezza o in luoghi dove vengono a mancare i diritti, ed anche associazioni, organizzazioni non governative e singoli cittadini che da anni si battono per limitare uno sviluppo senza controlli, hanno (e continuano a farlo) sensibilizzato le persone verso le diverse tematiche che sono racchiuse nella definizione di **ESG**, environmental, social, governance, e le forze politiche nazionali e internazionali, anche e soprattutto attraverso il legislatore, stanno spingendo le aziende ad adottare un approccio sostenibile e trasparente per lo svolgimento delle loro attività.

Questo perché anche il mondo degli affari subisce inevitabilmente gli effetti di un lungo agire che non ha messo al primo posto l'attenzione verso tematiche di sostenibilità ambientale e sociale. Come dimostrato dalle ricerche presenti in letteratura, l'interesse degli azionisti per le questioni sostenibili è in forte crescita e, grazie agli interventi legislativi, gli azionisti hanno la possibilità di riportare all'interno dell'azienda i loro interessi e gli obiettivi che vorrebbero vedere realizzati attraverso i loro investimenti. In particolare, l'attenzione si concentra non solo sull'aspetto ambientale, ma anche sulla sfera sociale e di governance: questo dimostra che i problemi non riguardano solo l'inquinamento, le emissioni, lo sfruttamento esasperato delle materie prime, ma anche, per citarne alcuni, le condizioni lavorative, i diritti dei lavoratori, le disuguaglianze salariali e di genere, le leggi in atto nel Paese in cui si trovano a svolgere le proprie attività i lavoratori.

La ricerca portata avanti in questo lavoro di tesi ha evidenziato che un'alta percentuale di imprese nell'Unione Europea adotta parametri ESG nella propria strategia di business, e lo

fa collegando gli obiettivi sostenibili alla remunerazione del proprio amministratore delegato; le paghe sono più elevate rispetto a chi, per il momento, non ha ancora adottato questa strategia, poiché queste aziende riconoscono i benefici finanziari e non finanziari che questa politica di agire avrà in futuro, sia nel breve che nel lungo termine.

I dati in continua crescita fanno ben sperare che un numero sempre maggiore di aziende farà propria una politica sostenibile e rispettosa sfruttando il grande potenziale del collegamento fra retribuzione del CEO e performance aziendali.

L'esempio sulla società Salvatore Ferragamo S.p.a. è ancora più confortante, perché dimostra che chi già da tempo ha intrapreso una politica di remunerazione basata sui parametri ESG non rimane ferma, si migliora per sfruttarne al meglio tutte le potenzialità e soprattutto per riuscire a comunicare all'esterno in che modo intende agire, affinché il suo operato sia ben visibile, quantificabile e apprezzabile anche dai consumatori. È un punto importante questo, se ne è discusso anche citando una ricerca presente in letteratura che ha evidenziato proprio questo problema, la mancanza di una metodologia rigorosa da parte delle aziende che vogliono intraprendere la strada di business sostenibile, l'interesse di volersi impegnare in tal senso, da solo, non basta; in questo contesto gioca un ruolo fondamentale la legislazione, che per prima deve guidare e facilitare le aziende in questa direzione, e gioca già un ruolo fondamentale imponendo da tempo alle aziende totale trasparenza.

Dal punto di vista delle imprese, è assolutamente importante comprendere i costi e i benefici derivanti dall'adozione di pratiche sostenibili; le società di rating ESG si impegnano a creare dei rating ESG che possano essere facilmente compresi e utilizzati come benchmark aziendali; importanti società di investimento si muovono da tempo per convincere aziende e investitori a intraprendere la strada del business sostenibile,

attraverso consulenze e ricerche che ne dimostrano vantaggi e rendimenti futuri sostenibili nel tempo.

Un altro punto emerso attraverso le ricerche presenti in letteratura è il fatto che tematiche di sostenibilità ambientale e sociale potrebbero non portare a vantaggi e risultati attesi immediati nel breve termine, e questo le società devono imparare a comprenderlo: data la complessità dei fattori si assiste spesso ad un vantaggio più nel lungo termine, ciò non esclude, come evidenziato anche dalla ricerca personale effettuata, che le aziende possono comunque intraprendere azioni che abbiano impatto positivo immediato nel business, nella società, nell'ambiente e nei lavoratori. A questo, si aggiunge anche il fatto che gli effetti per le aziende di incorporare parametri ESG nel business porti a risultati che non sono solamente economici, ma che vanno oltre e che comunque porteranno all'azienda benefici economici nel lungo termine, quali la reputazione del brand, qualità e sicurezza degli ambienti di lavoro, l'ottenimento di certificazioni o bonus.

Nonostante tutte le statistiche positive disponibili ad oggi, la strada da percorrere è ancora lunga, i dati disponibili non sono ancora sufficientemente grandi da poter affermare con certezza e oggettività tutti i benefici economici e non, i pro e i contro; in futuro, quando saranno disponibili maggiori informazioni su questo tema e si potrà considerare un periodo di tempo più esteso e una maggiore quantità di dati, sarà sicuramente interessante valutare se la relazione tra ESG e redditività delle imprese si afferma in modo più significativo.

## 6 CAPITOLO - BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

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

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

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

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

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

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

Holmstrom B., *Moral hazard and observability*, Swedish School of Economics and Business Administration, 1979

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

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

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

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

Nielsen, "Global Responsibility Report", 2020

Nielsen, "2022 ESG Report", 2022

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

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

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

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

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

UNEP FI e UNGC, "I principi per l'investimento responsabile", 2019

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

Direttiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti [20/05/2017], in «Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea»

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

Anna Zanardi Cappon, Presidente del Comitato Remunerazioni e Nomine, in Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti di Salvatore Ferragamo S.p.a., 2023

[https://www.treccani.it/enciclopedia/george-arthur-akerlof\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/george-arthur-akerlof_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

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

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

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

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

<https://esgnews.it>

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

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

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

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

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=LT>

[https://www.acf.consob.it/glossario/-/asset\\_publisher/cThPbj4ayk1c/content/tuf-testo-unico-delle-disposizioni-in-materia-di-intermediazione-finanziaria?inheritRedirect=false](https://www.acf.consob.it/glossario/-/asset_publisher/cThPbj4ayk1c/content/tuf-testo-unico-delle-disposizioni-in-materia-di-intermediazione-finanziaria?inheritRedirect=false)

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