

4. La sostenibilità e i sistemi di incentivazione: un confronto con l'Europa

di Maria Cristina Zaccone e Marco Minciullo

Introduzione

Come visto nei precedenti capitoli, la diffusione del concetto di *purpose* ha spinto molte aziende a ridefinire i propri sistemi di corporate governance, inclusi gli schemi di remunerazione dei vertici aziendali. L'inclusione di obiettivi di sostenibilità economica, ambientale e sociale negli schemi di remunerazione aziendale ha infatti preso piede in modo significativo negli ultimi tempi, anche grazie ad alcuni interventi a livello regolatorio. Il presente capitolo intende fare chiarezza attorno alle principali caratteristiche che gli schemi di remunerazione assumono nelle imprese italiane e straniere di grandi dimensioni, mettendo inoltre in evidenza l'importanza dei sistemi incentivanti per i risultati aziendali, anche in chiave ESG. Le evidenze empiriche dell'Osservatorio relativamente all'integrazione della sostenibilità negli schemi di remunerazione del vertice delle aziende quotate offre inoltre la possibilità di fare un confronto fra la situazione in essere in Italia e nei principali mercati europei, quali la Francia, la Germania, il Regno Unito e la Spagna.

Il ruolo dei sistemi incentivanti

Gli schemi di remunerazione possono comporsi di tre quote: (i) una quota fissa; (ii) una quota variabile legata a obiettivi di breve termine; (iii) una quota variabile legata a obiettivi di medio-lungo termine. La quota fissa per sua natura non dipende dai risultati dell'impresa e viene solitamente stabilita facendo riferimento ai benchmark di aziende di dimensioni simili o operanti nel medesimo settore. Le quote variabili, sia di breve termine, sia di medio-lungo termine, dipendono invece

dai risultati dell'impresa. Nel corso del tempo diversi studiosi hanno cercato di capire se effettivamente l'istituzione di un sistema di incentivi porti a migliori performance aziendali. Al centro del dibattito è stato posto non tanto l'ammontare dei compensi variabili destinati ai vertici aziendali (C.d.A., A.D.) quanto piuttosto i criteri in base a cui si determina tale compenso. Il framework teorico prevalentemente adottato per spiegare la relazione fra schemi di remunerazione e creazione di valore è la cosiddetta teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976). Secondo tale teoria una relazione di agenzia si ha nel momento in cui un primo soggetto («il principale») affida a un secondo soggetto («l'agente») l'incarico di agire in suo nome. Tale teoria è stata adottata per spiegare la relazione fra gli azionisti e il vertice aziendale, dal momento che gli azionisti (il principale) incaricano il vertice aziendale (l'agente) di svolgere determinate attività. La relazione di agenzia viene definita come una relazione potenzialmente conflittuale, dal momento che gli interessi del principale non coincidono sempre con gli interessi dell'agente. Secondo la medesima teoria, infatti, tipicamente gli azionisti hanno interesse a massimizzare i profitti, mentre i vertici aziendali potrebbero perseguire anche i propri interessi, sia di natura economica (quali per esempio il compenso) sia di natura non economica (quali per esempio il prestigio sociale). Sempre secondo la teoria dell'agenzia uno strumento utile per risolvere i conflitti esistenti fra gli azionisti e i vertici aziendali sono gli schemi di remunerazione. Grazie a tale strumento gli azionisti possono infatti allineare ai propri interessi quelli di chi governa l'azienda. La teoria dell'agenzia è stata oggetto di dibattito per diverso tempo e, nel corso degli anni, è stata rivisitata da diversi studiosi. In particolare, alcuni studiosi hanno esteso tale teoria integrando il concetto di «stakeholder» all'interno della relazione fra azionisti e management (Hill e Jones, 1992; Jones, 1995). Secondo tale visione, coloro che gestiscono il sistema azienda sono agenti che operano per conto di molteplici stakeholder, invece che gli agenti di un'unica categoria di stakeholder (gli azionisti). È inoltre stata rivisitata la visione secondo cui gli schemi di remunerazione sono uno dei meccanismi con cui gli azionisti possono allineare i propri interessi a quelli di chi gestisce l'azienda. Gli schemi di remunerazione vengono infatti visti come uno strumento grazie al quale è possibile allineare l'operato del management agli interessi di una molteplicità di interlocutori aziendali (Connelly *et al.*, 2011). Recentemente alcuni studi hanno dimostrato che, per far sì che l'operato del management sia orientato alla creazione di valore per una molteplicità di stakeholder, sia necessario inserire negli schemi di incentivazione non solo obiettivi di natura economico-finanziaria ma anche obiettivi di natura sociale e ambientale (Lacy *et al.*, 2010; Lacy e Hayward, 2013; Maas e Rosendaal, 2016; Dahlmann, Branicki e Brammer, 2017; Hartikainen, Järvenpää e Rautiainen, 2021).

Gli studi presenti in letteratura

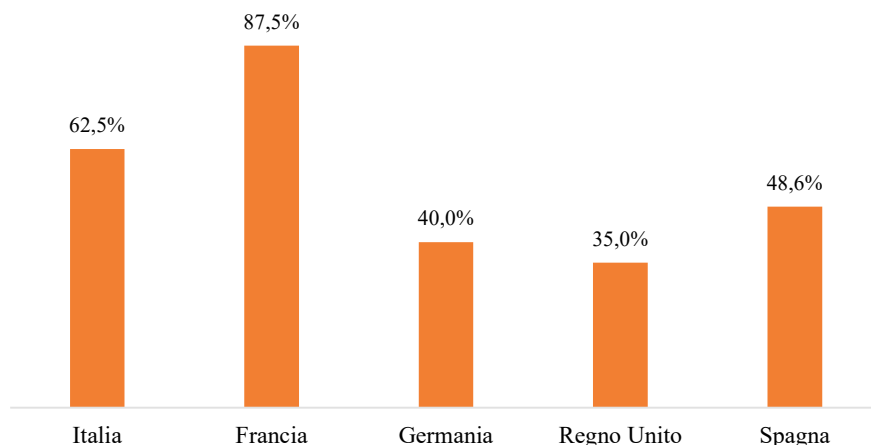
Il tema dell'inclusione di obiettivi non economico-finanziari nella componente variabile della remunerazione dei vertici non è una tema recente. Già a metà degli anni Settanta Ackerman sosteneva che l'inclusione di obiettivi sociali e ambientali negli schemi di remunerazione avrebbe spostato l'attenzione dei manager, e in particolare, quella dell'Amministratore Delegato, dal raggiungimento di obiettivi solamente economici al raggiungimento di obiettivi economici, sociali e ambientali (Ackerman, 1975). Altri studi hanno indagato sulla possibilità che l'inclusione di obiettivi di natura sociale e ambientale porti a migliori performance di sostenibilità. Per esempio, Cordeiro e Sarkis (2008) hanno verificato l'esistenza di una relazione positiva fra sistemi di incentivazione legati a obiettivi di sostenibilità ambientale espliciti e performance ambientali aziendali. Dahlmann, Branicki e Brammer (2017) hanno invece verificato l'esistenza di una relazione positiva fra le performance di sostenibilità ambientale e la diffusione degli schemi di remunerazione legati a obiettivi di sostenibilità ambientale all'interno della piramide organizzativa, mettendo in evidenza che maggiore è il numero di livelli all'interno della piramide organizzativa in cui la remunerazione è legata a obiettivi di sostenibilità ambientale, migliori saranno le performance ambientali dell'impresa. Allo stesso tempo, lo stesso studio ha analizzato la possibile relazione esistente fra la varietà degli incentivi di natura ambientale e le performance di sostenibilità, dimostrando che le aziende aventi molteplici incentivi legati a obiettivi ambientali (sia incentivi monetari sia incentivi non monetari) hanno performance ambientali superiori. La maggior parte degli studi considera, però, solamente la dimensione ambientale della sostenibilità, mentre gli aspetti sociali risultano meno diffusi a causa delle difficoltà di misurazione. Infine, alcuni studi recenti hanno messo in evidenza la poca trasparenza da parte delle aziende nel rendicontare gli schemi di remunerazione di sostenibilità adottati (Hartikainen, Järvenpää e Rautiainen, 2021), in quanto spesso si limitano a comunicare l'esistenza di uno schema di remunerazione con obiettivi di sostenibilità, senza però citare specificamente indicatori e pesi. Permane quindi poca chiarezza sia attorno al legame fra sistemi incentivanti di sostenibilità e performance aziendali sia per quanto riguarda il numero di aziende che forniscono informazioni chiare ed esplicite attorno agli indicatori presi in considerazione nel progettare i sistemi incentivanti.

Gli schemi di remunerazione legati alla sostenibilità: la diffusione in Europa

In occasione dell'Osservatorio, è stato preso in considerazione il tema dell'integrazione della sostenibilità negli schemi di incentivazione delle aziende quotate. In particolare, si è cercato di rispondere alle seguenti domande di ricerca:

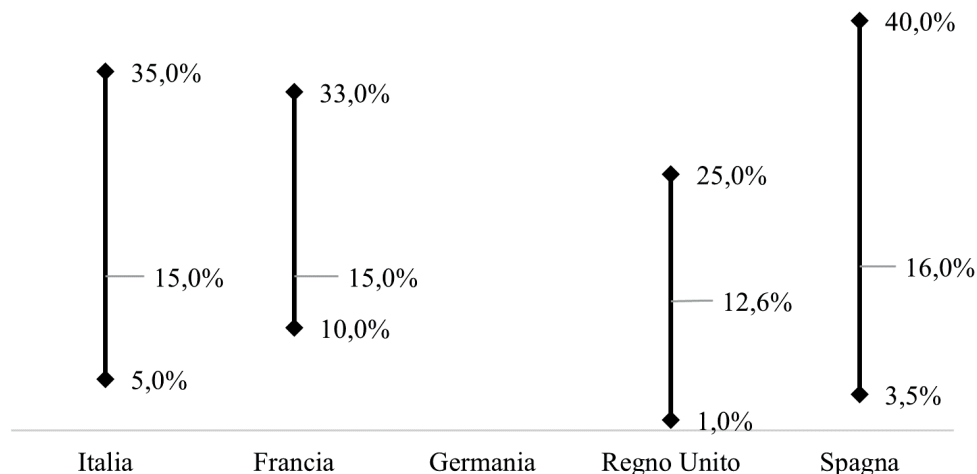
- Quante sono le aziende che hanno fino ad ora integrato la sostenibilità negli schemi di remunerazione aziendale?
- Qual è il peso dato alla sostenibilità?
- Quante sono le aziende che rilasciano informazioni esplicite sugli obiettivi di sostenibilità inclusi nel sistema di incentivi?
- Quali sono i principali obiettivi di sostenibilità presi in considerazione?

Nel rispondere a tali domande, si è cercato non solo di mettere in luce le principali evidenze empiriche caratterizzanti il contesto italiano ma anche quelle presenti nei principali mercati europei quali la Francia, la Germania, il Regno Unito e la Spagna. Sono stati quindi raccolti i dati relativamente alle aziende presenti nei seguenti panieri: FTSE-MIB, CAC40, IBEX35, DAX30 e FTSE100. Un primo dato significativo è quello emerso in relazione al numero di aziende che ha integrato gli aspetti sociali e ambientali nella componente variabile della remunerazione degli amministratori esecutivi e dell'Amministratore Delegato. Come riportato in Figura 10, il 62,5% delle aziende quotate italiane ha inserito obiettivi di sostenibilità nella componente variabile della remunerazione, un dato in crescita rispetto alle rilevazioni precedenti, che avevano evidenziato la presenza di tali obiettivi nel 37,5% delle aziende nel 2016 e nel 40% nel 2017. Nel confronto con gli altri Paesi l'Italia si attesta al secondo posto, subito dopo la Francia, ma si presume che il primato della Francia sia dovuto alle disposizioni presenti nel codice di corporate governance francese (AFEP-MEDEF), in cui viene esplicitamente raccomandato alle aziende di progettare sistemi incentivanti basati non solo su metriche finanziarie ma anche su metriche di natura non finanziaria. Viceversa, in Spagna, Germania e Regno Unito meno della metà delle aziende quotate ha progettato schemi di remunerazione includendo la sostenibilità nella componente variabile. I risultati ci permettono di riflettere sull'importanza delle raccomandazioni presenti nei codici di corporate governance. Per far sì che sempre più aziende integrino la sostenibilità nella governance aziendale e orientino l'operato del vertice verso obiettivi non solo economici ma anche di natura socio-ambientale risulta particolarmente efficace esplicitare all'interno dei Codici stessi raccomandazioni a tal riguardo.

Figura 10. L'inclusione della sostenibilità nella componente variabile

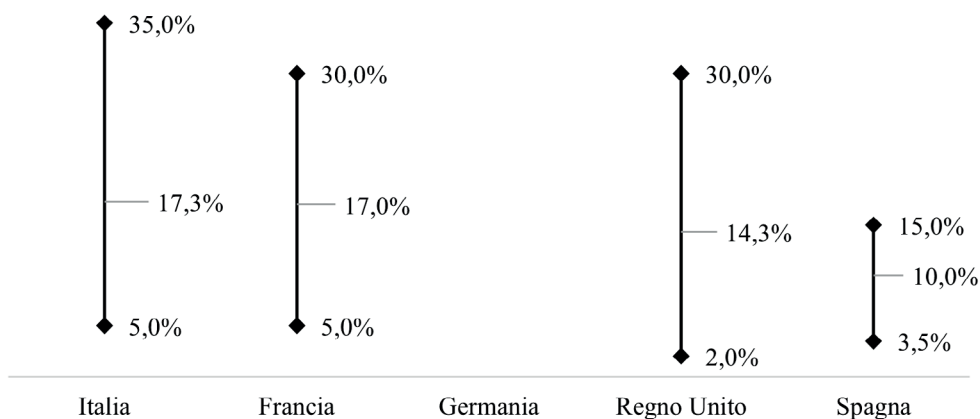
Ma qual è il peso dato agli obiettivi di sostenibilità dalle aziende? Italia e Francia presentano una situazione molto simile, dal momento che in media le aziende quotate in tali Paesi hanno legato obiettivi di sostenibilità a circa il 15% della componente variabile dello stipendio degli amministratori esecutivi. Come si evince in Figura 11, le aziende che hanno dato maggiore importanza alla sostenibilità sono quelle quotate in Spagna. Infatti, il peso medio dato alla sostenibilità è pari al 16%, mentre il peso massimo risulta essere pari al 40%. Risulta pertanto necessario chiedersi quale sia il giusto peso da dare agli obiettivi di sostenibilità per far sì che l'operato dei vertici sia veramente orientato al raggiungimento di tali obiettivi. Un peso pari al 16% potrebbe non essere sufficiente, visto che nella prassi si ritiene che un incentivo possa davvero influenzare le scelte di un individuo quando il peso è superiore al 20%. Che cosa è necessario fare per far sì che le aziende non solo includano obiettivi di sostenibilità nei propri sistemi incentivanti ma leghino una quota rilevante del compenso dei vertici a obiettivi di natura non finanziaria? Anche in questo caso potrebbe risultare utile inserire raccomandazioni specifiche a tal riguardo nel Codice di Corporate Governance. Allo stesso tempo, tale soluzione potrebbe aumentare la complessità degli schemi di remunerazione, creare un contrasto con gli interessi degli azionisti della società, che per loro natura sono solitamente più orientati a obiettivi di diversa natura, e imporre obblighi non in grado di considerare le peculiarità di ogni azienda (si pensi alle differenze tra settori, dimensioni, risultati).

Figura 11. Il peso della sostenibilità sulla componente variabile degli esecutivi

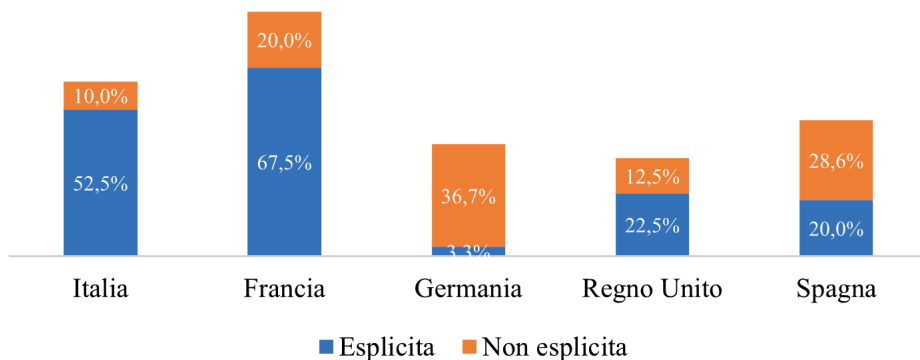


Con riferimento al peso dato alla sostenibilità nella componente variabile della remunerazione dell'Amministratore Delegato ancora una volta l'Italia e la Francia presentano una situazione molto simile. In media le aziende quotate in tali Paesi hanno legato gli obiettivi di sostenibilità a circa il 17% della componente variabile del compenso dell'A.D. Come si evince in Figura 12, sono le aziende quotate in Italia che hanno dato maggiore importanza alla sostenibilità. Infatti, il peso medio dato alla sostenibilità è pari al 17,3%, mentre il peso massimo risulta pari al 35%. Questo dato risulta in crescita rispetto alle precedenti rilevazioni, dato che nel 2016 il peso medio era pari all'11,3% e nel 2017 era pari al 15,6%, con un peso massimo pari in entrambi gli anni al 25%. Anche in questo caso risulta necessario chiedersi se sia sufficiente dare un peso alla sostenibilità inferiore al 20% per indirizzare nella giusta direzione colui che ricopre la più alta posizione in azienda. Gli A.D. di diverse aziende hanno dichiarato il loro impegno per far sì che l'azienda da loro guidata tenga sempre più in considerazione le attese dei diversi stakeholder aziendali. Tuttavia, se è vero che la sostenibilità è sempre più parte integrante dei processi decisionali al vertice delle aziende, risulta necessario interrogarsi sul perché il peso dato alla sostenibilità negli schemi di remunerazione di colui che ha la responsabilità di prendere le decisioni più importanti risulti nella maggior parte dei casi irrisorio o comunque inferiore rispetto a quello dato a obiettivi di natura finanziaria.

Figura 12. Il peso della sostenibilità sulla componente variabile dell'AD



Parlando di remunerazione bisogna considerare anche la diffusione delle aziende che forniscono informazioni esplicite attorno agli obiettivi di sostenibilità per stabilire la componente variabile dei vertici. Solo in Francia (67,5%) e in Italia (52,5%) una quota rilevante di aziende fornisce informazioni esplicite attorno agli indicatori di sostenibilità presi in considerazione. Viceversa, come si evince nella Figura 13, negli altri Paesi sono poche le aziende che rendono esplicite le informazioni attorno a tali indicatori. Tale evidenza empirica mette in luce l'esistenza di grandi differenze tra i sistemi di governance aziendale, e pone in particolar modo in evidenza alcuni dubbi sulla natura della remunerazione sostenibile delle aziende quotate in Germania, Regno Unito e Spagna. Per esempio, in Germania solo il 3,3% delle aziende ha fornito informazioni esplicite per quanto riguarda gli indicatori di sostenibilità previsti nei sistemi incentivanti.

Figura 13. La disclosure degli indicatori di sostenibilità

Venendo agli indicatori adottati dalle aziende, dalla Figura 14 si evince una situazione molto simile in Italia e Regno Unito, dove una quota considerevole di aziende ha stabilito obiettivi volti a ridurre le emissioni derivanti dall'uso di combustibili fossili. In Francia, il principale indicatore di performance adottato dalle aziende consiste nel raggiungimento di obiettivi legati a specifiche politiche a favore dei dipendenti, mentre in Spagna le aziende quotate fanno riferimento principalmente all'inserimento della sostenibilità nel piano strategico. Tali evidenze empiriche mettono in luce la tendenza da parte dei sistemi di governance ad adottare prevalentemente indicatori di sostenibilità ambientale piuttosto che sociale. Infatti, in tutti i Paesi oggetto di indagine, la riduzione delle emissioni GHG è uno degli indicatori più utilizzati. Ciò potrebbe essere una naturale conseguenza degli obiettivi indicati dall'Unione Europea per raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

Figura 14. I principali indicatori di sostenibilità adottati dalle aziende

Paese	Indicatore di performance	Altri indicatori
Italia	Riduzione delle emissioni (44%)	Riduzione degli infortuni (40%)
		Prodotti a valenza socio-ambientale (36%)
		Indici azionari legati alla sostenibilità (36%)
Francia	Politiche a favore dei dipendenti (20%)	Riduzione delle emissioni (17,6%)
		Prodotti a valenza socio-ambientale (17,6%)
		Indici azionari legati alla sostenibilità (17,6%)
Germania	N.D.	N.D.
Regno Unito	Riduzione delle emissioni (57%)	Riduzione degli infortuni (21%)
Spagna	Sostenibilità nel piano strategico (17,6%)	Riduzione delle emissioni (12%)

I risultati emersi dall'analisi della letteratura in tema di remunerazione hanno messo in evidenza la centralità degli schemi di remunerazione nell'orientare le scelte dei singoli individui in azienda, dimostrando in particolare che obiettivi specifici possono portare a migliori performance e bilanciare gli interessi dei diversi stakeholder. Le indagini dell'Osservatorio hanno messo in mostra un quadro diverso, in quanto sono ancora tante le aziende che non considerano le performance di sostenibilità negli schemi di remunerazione dei vertici aziendali. Considerando che nei Paesi dove tali schemi sono diffusi sono presenti forme di regolamentazione della governance della sostenibilità, il fatto che il peso medio degli obiettivi di sostenibilità sia relativamente basso come negli altri contesti pone un interrogativo sulla reale efficacia di tali strumenti di governance. Nondimeno, però, bisogna tenere in considerazione che la remunerazione da sola non è in grado di integrare la sostenibilità in azienda, ma è efficace quando viene inserita in un contesto di governo della sostenibilità sviluppato. L'inclusione degli obiettivi di sostenibilità in uno schema di remunerazione potrebbe risultare poco efficace in mancanza di un allineamento con la strategia aziendale; obiettivi di sostenibilità troppo sfidanti o in contrasto con gli obiettivi economico-finanziari potrebbero essere poco stimolanti, mentre obiettivi generici, troppo semplici da raggiungere o non facilmente misurabili potrebbero rivelarsi poco efficaci.