Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

La relazione tra performance di sostenibilità e remunerazione dei manager

Relatore
Prof. Antonio Costantini

Laureanda
Sveva Lo Giudice
Matricola 989837

Anno Accademico
2022 / 2023

"*C'erano due donne che non si erano mai conosciute,*

una la ricordi, l'altra la chiami mamma.

La prima ti ha dato la vita,

la seconda ti ha insegnato a viverla.

La prima ti ha creato il bisogno d'amore,

la seconda era lì per soddisfarlo.

Una ti ha dato la nazionalità, l'altra il nome.

Una il seme della crescita, l'altra uno scopo.

Una ti ha creato emozioni,

l'altra ha calmato le tue paure.

Una ha visto il tuo primo sorriso,

l'altra ha asciugato le tue lacrime.

Una ti ha lasciato, era tutto quello che poteva fare.

L'altra pregava per un bambino

e il Signore l'ha condotta a te.

E ora mi chiedi la perenne domanda:

eredità o ambiente, da chi sono plasmato?

Da nessuno dei due. Solo da due diversi amori."

Ai miei genitori che dal primo giorno mi donano tutto ciò di cui ho bisogno:

l'amore.

A te,

il mio futuro.

CAPITOLO 1: SCENARIO LEGISLATIVO E COMPENSATION PACKAGE DEL TOP MANAGEMENT

1.1 Inefficienze di mercato nelle retribuzioni dei top manager

1.2 Lo scenario legislativo: USA – UE

1.3 Esempi applicativi nel settore assicurativo, pubblico e bancario in Italia

1.3.1 Settore bancario

1.3.2 Settore assicurativo

1.3.3 Settore pubblico

1.4 Compensation package e nuove forme di incentivazione

1.5 Le differenti correnti di pensiero sulla struttura degli incentivi

1.6 Le differenti correnti di pensiero sulla remunerazione dei CEO

CAPITOLO 2: PRINCIPIO DI SOSTENIBILITÀ E INDICI ESG NELLE POLITICHE RETRIBUTIVE DEL TOP MANAGEMENT

2.1 Evoluzione del concetto di sostenibilità

2.2 Motivazioni dell'applicazione della sostenibilità

2.2.1 Teoria Istituzionale

2.2.2 Teoria legittimità

2.2.3 Teoria dell'agenzia

2.2.4 Teoria stakeholders

2.3 Nuovo paradigma della sostenibilità: l'azienda sostenibile (definizione operativa della sostenibilità)

2.4 Struttura aziendale

2.4.1 Tetraedro del valore

2.4.2 Governance aziendale

2.4.3 Mission aziendale

2.4.4 Vision aziendale

2.4.5 Pianificazione e direzione strategica

2.4.5.1 Analisi del contesto esterno

2.4.5.2 Analisi del contesto interno

2.4.6 Strategie competitive

2.5 Modello di business

CAPITOLO 3: ESG, COME MISURARLO E COME INFLUENZA LE SCELTE DEI MANAGER

3.1 Excursus storico sulle direttive

3.2 Il reporting di sostenibilità

3.2.1 Principi generali GRI

3.3 Gli indicatori GRI

3.4 Uno sguardo al futuro: la CSRD come direttiva

CAPITOLO 4: IL MODELLO DI MONCLER: RELAZIOME TRA SOSTENIBILITÀ E POLITICA IN MATERIA DI REMUNERAZIONE

4.1 Panoramica sugli studi letterali del passato sulla relazione tra ESG e remunerazioni del top management

4.2 Analisi del modello di Moncler: pay mix e KPI ESG adottati

4.2.1 Pay Mix

4.2.2 Pacchetto retributivo

4.3 Analisi dei dati di Moncler: compensi corrisposti e le performance ESG

4.3.1 Remunerazione del Presidente e CEO

4.3.2 Remunerazione Amministratore esecutivo e Chief Corporate & Suplly Officer

4.3.3 Remunerazione dirigenti strategici

4.4 Obiettivi e risultati raggiunti nel 2022

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

Introduzione

Negli ultimi anni è sempre più crescente l'interesse verso la responsabilità sociale e verso le cosiddette tematiche ambientali, sociali e di governance, riassumibili nell'acronimo ESG. Grazie a questo maggior interesse, si sono sviluppati un'ampia serie di variabili e KPI legati al mondo ESG atti a misurare le performance della responsabilità sociale. Questi KPI ESG sono stati proposti come parametri di misura per quantificare l'impegno delle imprese in materia di CSR.

Come ci si poteva aspettare, la percentuale di adozione e di misurazione delle performance aziendali in tema ESG è notevolmente aumentato nei recenti anni. Questo trend si è radicato anche nei sistemi retributivi aziendali, influenzando così i compensi delle figure apicali delle imprese, ossia dei vari executive e dei manager con funzionalità strategica.

Secondo il database globale ISS Executive Compensation Analytics, che include imprese di varie dimensioni e settori con sede in Nord America, EU e Asia/Pacifico, i parametri ESG utilizzati come indicatori chiave di performance (KPI) per i loro dirigenti sono cresciuti dal 3%, dato rilevato nel 2010, a oltre il 30% rilevato nel 2021.

In questo elaborato, si vuole contribuire all'ampio mosaico di teorie e di evidenze empiriche sulla relazione tra executive compensation and CSR commitment nelle aziende.

Nei primi tre capitoli si è voluto in primis affrontare e approfondire in sequenza tematiche come la retribuzione dei top managers, il concetto di sostenibilità e la sua applicazione in azienda e infine nel terzo capitolo si è voluto avere un deep dive sulla tematica ESG collegata alla misura attraverso KPI e la regolamentazione a livello europeo con un breve approfondimento al prossimo futuro riguardo la CSRD e le nuove direttive europee emanate durante il corso del 2022 e gli standards EFRAG che verranno emanati ufficialmente per fine giugno 2023.

In particolar modo, nel primo capitolo inizialmente si affrontano le inefficienze di mercato presenti nel passato e, passando attraverso la descrizione degli scenari legislativi Europei e americani, con l'aiuto di

esempi applicativi in differenti settori, si arriva a descrivere le più recenti teorie in materia di incentivazione e di compensation package. Infine, si riportano per completezza e per una maggiore comprensione le ultime correnti di pensiero sulla struttura degli incentivi e sulla remunerazione dei CEO.

Nel secondo capitolo, si tratta dell'evoluzione del concetto di sostenibilità, fino ad arrivare al concetto di azienda sostenibile, descrivendo la sua struttura, la sua vision, la pianificazione e direzione strategica che deve avere fino a comprendere l'interno modello di business.

Nel terzo capitolo, ci si è concentrati, come si è detto precedentemente, nel riportare inizialmente le direttive europee fino alle ultime approvate e in vigore che definiscono il reporting di sostenibilità a livello europeo. Si approfondirà tutti i maggiori indicatori attualmente in uso in Europa, cioè gli standards GRI. Infine, si approfondirà la direttiva CSRD a livello europeo con un focus ai prossimi standards europei che verranno emananti entro la fine di giugno 2023 che per ora rimangono in una versione definita di draft.

Nell'ultimo capitolo, inizialmente si è voluto analizzare la letteratura più moderna in tema di relazione tra ESG e remunerazione dei top managers, al fine di avere una panoramica sulle teorie principali, a supporto dell'analisi del caso studio.

È stata scelta Moncler come caso studio e la Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti per l'anno 2023, in quanto alla base della sua essenza, l'industria della moda è legata al mondo naturale e dipende dall'acqua, da colture come il cotone e il lino e dal petrolio grezzo per una serie di prodotti chimici e fibre sintetiche. Tuttavia, dall'inizio del XXI secolo, quando il mondo ha iniziato a rendersi conto delle conseguenze dirompenti dell'industrializzazione e della globalizzazione, con massicci cambiamenti climatici, temperature sempre più elevate, un notevole livello di inquinamento e disastri naturali sempre più frequenti, anche questa industria sta riconoscendo l'impatto delle sue azioni sulla perdita di habitat, sulla diminuzione delle riserve di acqua dolce, sulla riduzione della biodiversità,

sui cambiamenti climatici, sull'aumento dell'uso di risorse naturali rinnovabili e non rinnovabili e sulla crescita dei rifiuti tessili[1].

Si è voluto, attraverso il caso studio di Moncler, analizzare le retribuzioni delle figure apicali principali con particolare focus sul CEO Remo Ruffini, fondatore della maison. Si è potuto costatare l'importanza e la rilevanza che ha la tematica ESG nell'universo di Moncler, in quanto, da quanto riportato nella Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti per l'anno 2023, il 15% della retribuzione variabile è determinata da indicatori ESG.

Moncler S.p.A. rappresenta un chiaro esempio di come il settore stia avanzando rispetto a queste tematiche. Questa azienda dimostra che è possibile diventare un marchio rinomato e prestigioso rimanendo fedele ai propri valori e alla propria filosofia, oltre a guidare la strada verso una nuova era di fashion business socialmente e ambientalmente responsabile. Come affermò Lehmann, et al., nell'articolo *"Pulse of the Fahion Industry*" del 2018[2], *"…non importa se le sfide riguardano l'innovazione del riciclo, i nuovi materiali sostenibili o le condizioni di lavoro delle persone che producono i nostri capi, la nostra collaborazione con gli altri è fondamentale per ottenere un cambiamento duraturo."*

Infine, Moncler si è prefissata l'ambizioso obiettivo di diventare positiva per il clima entro il 2040, ciò significa che non solo sarà ad impatto zero, ma andrà creare un impatto positivo sul pianeta.

[1] Kozlowski, "*Environmental Impacts in the Fashion Industry: A Life-cycle and Stakeholder Framework*", 2012
[2] Lehmann, M. et al., 2018. "*Pulse of the Fashion Industry*", Global Fashion Agenda and The Boston Consulting Group

CAPITOLO 1: SCENARIO LEGISLATIVO E COMPENSATION PACKAGE DEL TOP MANAGEMENT

1.1 Inefficienze di mercato nelle retribuzioni dei top manager

Durante la grande crisi finanziaria degli Stati Uniti, dal 2000 al 2008, venivano erogati compensi ai dirigenti che non rispecchiavano in nessun modo i risultati del periodo; dunque, mentre le società registravano risultati economici negativi, i compensi dei top manager continuavano ad esser gli stessi.

Da quanto affermato dal top manager Richard Fuld, dinnanzi il Congresso degli Stati Uniti d'America del 2008, tali compensi furono il frutto di un comitato per la remunerazione che agiva in piena autonomia rispettando i principi di buona governance societaria con l'obiettivo di assicurare il rispetto degli interessi dei propri azionisti. Dichiarazione che fu poi smentita il 15 settembre del 2008, quando una delle banche d'affari più grandi di New York, Lehman Brothers di cui era Presidente, avviò la procedura fallimentare lasciando gli azionisti a mani vuote[3].

Il fallimento evidenziò che il meccanismo di retribuzione dei manager non rispettava i requisiti trasparenza, ed era privo di coerenza con i principi di governance, permettendo così ai vertici aziendali di guadagnare il massimo utile possibile nel breve termine tramite l'aggiunta di incentivi finanziari di alto rischio ai pacchetti retributivi.

La retribuzione variabile, costituita la maggior parte da incentivi finanziari, fu usata come strumento premiante, complementare alla retribuzione fissa, ma nel giro di poco tempo divenne la voce economica più significativa del pacchetto retributivo dei top manager.

L'eccessivo utilizzo degli incentivi, come parte sostanziale per la definizione della retribuzione dei manager, ha amplificato notevolmente l'assunzione di rischio e minacciato il sistema finanziario globale, lasciando le imprese con sempre meno risorse necessarie per assorbire le perdite dovute dai rischi a lungo termine.

[3] Si legge in particolare nella Relazione che i sistemi remunerative dei dirigenti apicali "designed in an environment of cheap money, intense competition, and light regulation — too often rewarded the quick deal, the short-term gain — without proper consideration of long-term consequences. Often, those systems encouraged the big bet — where the payoff on the upside could be huge and the downside limited. This was the case up and down the line — from the corporate boardroom to the mortgage broker on the street"

Facendo un excursus storico, la crescita del valore della retribuzione dei manager inizia a manifestarsi dopo la Seconda guerra mondiale, con un lieve aumento dell'0.8% all'anno, fino a raggiungere nel 2005 una media di oltre 3 milioni[4]. Tale crescita fu causata dalla necessità delle banche d'investimento americane, ormai diventate pubbliche negli anni '80 e '90, di fidelizzare e trattenere a sé i top manager di talento.

Il riconoscimento ai dirigenti di cospicui incentivi legati al prezzo delle azioni nel breve termine e favoriti anche da meccanismi di pagamento particolarmente celeri, fu la politica di retribuzione più adoperata in quel periodo.

Per limitare e ridurre la crescita esponenziale della retribuzione dei manager, negli anni '90 si iniziò la rielaborazione normativa dell'executive compensation e si attuò un controllo degli azionisti sui compensi dei vertici aziendali, tramite l'introduzione delle Securities and Exchange Commission (SEC).

La SEC, ancora oggi, ha un ruolo fondamentale perché garantisce la sicurezza, la trasparenza e il buon funzionamento dei mercati dei titoli negli Stati Uniti, proteggendo gli investitori da situazioni dannose per loro o per il capitale di cui sono in possesso, salvaguardando l'integrità dei mercati dei titoli e combattendo le frodi attraverso la supervisione e il monitoraggio delle società e degli agenti coinvolti.

Per garantire agli investitori di prendere decisioni di investimento giuste, la SEC richiede alle società, che offrono o emettono titoli sul mercato, la pubblicazione di tutte le informazioni che possono essere di loro interesse e grazie a queste riesce a supervisionare gli agenti, come i consulenti e i broker, che intervengono nei mercati statunitensi.

Infine, la SEC ha il compito di combattere le frodi nei mercati mobiliari statunitensi perseguendo le attività non conformi alle normative vigenti, come per esempio, l'insider trading[5].

Quest'ultima rappresenta un'interferenza sul corretto funzionamento dei mercati finanziari che si concretizza nell'acquisto, nella vendita o nello sviluppo di operazioni su strumenti finanziari da parte di

[4] Carolillo, Gemma, Piero Mastroberardino, and Claudio Nigro. "*The 2007 financial crisis: strategic actors and processes of construction of a concrete system*." Journal of Management & Governance 17 (2013): 453-489.
[5] Decreto legislativo n. 58/1998

un soggetto in possesso di informazioni privilegiate che gli consentono di ottenere un profitto e/o un vantaggio rispetto agli altri operatori.

Diversamente dagli Stati Uniti, l'Europa, ancora prima dello scoppio della crisi economica, svolgeva un ruolo di controllo sulla trasparenza delle informazioni delle pratiche retributive incentivanti, tale da permettere ai soci e agli investitori di apprendere in tempo reale l'entità dei compensi che godevano gli artefici del disastro economico, e cioè i top manager[6].

Situazione diversa anche in Italia ove le remunerazioni dei dirigenti delle società quotate differivano in ragione del ruolo dell'amministratore della compagine aziendale e delle dimensioni della società, a prescindere dal settore d'attività[7].

Se negli anni della crisi gli Stati Uniti introducevano per la prima volta le regolamentazioni in materia di executive compensation, quasi l'84% delle 272 società quotate italiane al 31 marzo 2010 erano dotate di un comitato della remunerazione con la funzione di monitoraggio dei compensi erogati e delle politiche di compensation future[8].

Di queste 272, il 44% delle società quotate italiane di grandi dimensioni e operanti nel settore finanziario, adottavano un piano retributivo incentivante, preferibilmente le stock options[9], che appariva di facile determinazione.

La semplice determinazione delle stock options dipende principalmente: dal valore delle azioni dell'azienda, il cui aumentare induce una maggior attrazione di questa agli occhi degli investitori; dalle politiche utilizzate per incentivare i dipendenti a lavorare e a raggiungere gli obiettivi aziendali aumentando così il loro livello di partecipazione; dal ruolo e dalla posizione del dipendente; infine, dalla

---

6 G. Ferrarini – N. Moloney, "*Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa"*, in Riv. soc., 2005, 2-3, pag. 589

7 R. S. Thomas, "*International executive pay: current practices and future trends",* in C. Amatucci, La remunerazione degli amministratori, Milano, 2010

8 Assonime, *"Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate 2010",* 2010

9 Art. 2349 cc, "*Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro*"
Se previsto dallo statuto, l'assemblea straordinaria ha il potere di deliberare sull'assegnazione degli utili ai dipendenti delle società o delle società controllate. Questa assegnazione può avvenire attraverso l'emissione di speciali categorie di azioni, il cui valore corrisponde agli utili stessi, da assegnare individualmente ai lavoratori dipendenti. Ci sono regole specifiche riguardanti la forma, il trasferimento e i diritti degli azionisti relativi a queste azioni speciali.

concorrenza e dalle tariffe salariali del mercato del lavoro; tutti fattori che nel loro insieme sono finalizzati ad attirare e trattenere i talenti.

L'utilizzo di questa tipologia di retribuzione incentivante diede la possibilità ai dipendenti di trarre vantaggio dalla differenza di valore generatasi tra il valore iniziale delle azioni al momento della sottoscrizione rispetto a quello di acquisto.

Inoltre, permise di registrare nel 2011 una diminuzione del 7% della remunerazione media degli amministratori italiani pari a € 235.000,00; si tratta di un risultato due volte inferiore rispetto all'utilizzo dei bonus come forma di incentivazione.[10]

Nonostante la differenza nei tempi di azione e correzione dei vari Stati per definire nuove e avanzate misure di protezione, si può notare il generale impegno di questi, dopo la crisi del 2007-2008, alla ridefinizione e regolazione normativa dell'executive compensation, con l'unico e condiviso obiettivo di creare valore e fidelizzare gli stakeholders.

1.2 Lo scenario legislativo: USA - UE

Nel 2009 il Financial Stability Board, organismo internazionale istituito per fornire una previsione veritiera dei rischi a lungo termine delle forme retributive, migliorare il funzionamento dei mercati finanziari e definire i comportamenti corretti che le società dovevano applicare in materia di executive compensation, pubblicò i *"Principles for sound compensation practises* [11] *e gli Implementation standards"*[12].

I principi del FSF mirano a garantire un'efficace governance dei compensi, posto che il consiglio di amministrazione dell'azienda deve vigilare sulla progettazione e sul funzionamento del sistema retributivo[13] che verrà poi sottoposto a ulteriori controlli per verificarne la conformità alle politiche e alle procedure di progettazione.

I membri del consiglio di amministrazione devono avere esperienza sufficiente nella gestione del rischio, tali da renderli indipendenti al fine di garantire il raggiungimento del secondo grande obiettivo dei

[10] Assonime, "*Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate 2010,*" 2010
[11] Financial Stability Forum, "*Principles for sound compensation practices*", 2009
[12] Financial Stability Board, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* 2009
[13] FSB, "*Principles for sound compensation practices*", principle 1, 2009

principi: allineare in modo efficace la retribuzione con l'assunzione di rischi prudenti per conto dell'azienda[14], garantendo un trattamento diverso a due dipendenti che generano lo stesso profitto a breve termine, ma che assumono un rischio differente, come quello di liquidità, di reputazione o del costo del capitale[15].

Infine, i principi devono garantire un'efficace supervisione della vigilanza e dell'impegno delle parti interessate, ove l'attività di vigilanza delle pratiche retributive deve essere rigorosa e costante per valutare la conformità della prassi ai Principi.

Per ottenere un'efficace attuazione globale dei Principi, vengono poi definiti degli standard che devono essere applicati in modo rigoroso e coerente.

Un esempio di standard è la valutazione degli incentivi, creati dai piani di compensation per la gestione del rischio, del capitale e della liquidità, che devono essere seguiti dal comitato di remunerazione della società e dal comitato dei rischi.

I principi e gli standard concorrono a definire un compenso adeguato per tutti i tipi di rischio, allineando così la retribuzione con una sana gestione dei rischi.

Altro obiettivo è quello di riuscire a mantenere un adeguato equilibrio tra le diverse forme di retribuzione che compongono il pacchetto retributivo. Vi deve quindi essere un equilibrio tra la parte erogata in denaro e quella erogata sotto forma di azioni o strumenti legati alle azioni, al fine di ottenere una corrispondenza tra il rischio sopportato dall'azienda e quanto percepito dal singolo[16].

Secondo l'ottavo standard FSB la forma di retribuzione che assegna azioni o strumenti collegati ad essa, -quota di retribuzione variabile- può superare anche il 50% del totale della compensation, a patto che questi strumenti non monetari, soggetti a una politica di retention[17], creino incentivi volti alla creazione di valore nel lungo termine.

La quota di retribuzione variabile però, per assicurare che i pagamenti degli incentivi abbiano un rapporto con il contributo effettivo del singolo alla performance, può diminuire quando l'azienda ottiene

[14] FSB, "*Principles for sound compensation practices*", principle 2, 2009
[15] FSB, "*Principles for sound compensation practices"*, principle 4, 2009
[16] FSB, "*Principles for sound compensation practices",* principle 7, 2009.
[17] FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards*", standard 8, 2009.

performance finanziare negative o limitate; in questo caso si parla specificatamente del rapporto tra i bonus e la performance complessiva della società.

Si otterrà così una riduzione della retribuzione variabile totale dell'azienda quando l'azienda otterrà una performance finanziaria negativa o limitata, pur sempre tenendo conto degli importi precedentemente guadagnati e delle retribuzioni attuali[18].

Il Consiglio di Amministrazione per tale ragione potrà impugnare le clausole malus e claw-black per ridurre o reclamare i bonus precedentemente pagati che non rappresentano in modo veritiero la performance di lungo termine della società.

Per la restante parte, la retribuzione viene corrisposta in contanti con maturazione graduale, mentre le quote che non maturano a causa di contributi negativi dell'azienda verranno recuperate quando questa o il suo ramo di attività inizierà a produrre dei risultati.[19]

Situazione diversa per i dirigenti e i dipendenti in possesso di azioni con alto impatto sul rischio sostenuto dall'azienda, ove la retribuzione è costituita da una componente variabile corrisposta in base a misure individuali, di unità aziendale e dell'azienda nel suo complesso.

La parte restante di retribuzione variabile, che oscilla tra il 40% e il 60%, invece è corrisposta con accordi di differimento nell'arco di un periodo non inferiore ai tre anni[20].

Per i dirigenti più anziani e per i dipendenti con compensi più elevati e con maggiori responsabilità, la percentuale di retribuzione variabile differita aumenterà in proporzione[21]. Quindi, il top manager potrà godere di una percentuale di retribuzione variabile differita sostanzialmente più alta, che potrà persino raggiungere il 60% rispetto agli altri dipendenti.

Le clausole di differimento potrebbero però violare i principi di pay for performance[22] -incentivo finanziario dato al dipendente che ha raggiunto un determinato obiettivo- perché risultano essere uno strumento di incoraggiamento all'assunzione del rischio dal momento in cui separano la retribuzione

[18] FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 5, 2009.
[19] FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 9, 2009.
[20] FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 7, 2009
[21] FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 6, 2009.
[22] G. Ferrarini – M. C. Ungureanu, "Economics, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at european banks", cit., pag. 467, 2011

variabile dalla negativa performance societaria. Per evitare la violazione di tali principi, i bonus dovrebbero esser adottati esclusivamente a fronte di un'assunzione che, limitatamente al primo anno, European Corporate Governance Forum, "*Statement of the european corporate governance forum on director remuneration*", 2009, con una gestione sana del rischio.[23]

Ultimo tema affrontato dal Financial Stability Board, è quello dell'indennità riconosciuta ai top manager alla cessazione del rapporto di lavoro a seguito di crisi aziendali che hanno causato elevati costi per l'azienda e per gli stakeholders. Si è quindi ravvisata l'esigenza di legare gli elevati compensi riconosciuti ai dirigenti nonché i costi a carico dell'azienda e degli stakeholders, ai risultati aziendali ottenuti[24].

Tale esigenza spinse nel 2018 il Financial Stability Board ad affrontare il tema di executive compensation tramite la pubblicazione della Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices: the use of compensation tools to address misconduct risk[25].

L'executive compensation venne riconosciuto dal Financial Stability Board quale strumento atto a prevenire l'assunzione di rischi imprudenti e ridurre i comportamenti scorretti, come la compromissione della fiducia del sistema finanziario dovuta a una condotta impropria nell'imposizione di costi aggiuntivi alle imprese, ai clienti e agli stakeholders; per questo motivo, furono introdotti la Supplementary Guidancee e il Dodd Frank Act.

La Supplementary Guidance fu introdotta per fornire un quadro generale nell'accompagnare le imprese e le autorità di vigilanza nella valutazione delle pratiche e degli strumenti retributivi. La guida impone al Consiglio di Amministrazione: di bilanciare i rischi rispetto ai compensi, di valutare le performance tenendo conto del rispetto dei regolamenti e delle leggi, di verificare l'effettiva adesione agli standard interni di condotta nonché l'assunzione di un comportamento etico e responsabile.

Nel 2010 per disciplinare l'executive compensation e i relativi profili di corporate governance, fu introdotto il c.d. *Dodd Frank Act, Dodd-Frank Wall Street Reform* e il *Consumer Protection Act*, intervento legislativo di riforma finanziaria degli Stati Uniti d'America utilizzato per contrastare gli effetti della crisi.

---

[23]FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 11, 2009.
[24] European Corporate Governance Forum, "*Statement of the european corporate governance forum on director remuneration*", 2009.
[25] FSB, "*Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices: The use of compensation tools to address misconduct risk", 2018*

Per fronteggiare la crisi finanziaria e quelle future, il Dodd-Frank Act ha introdotto, nel Securities Exchange Act (SEC) del 1934[26] l'obbligo di riformare le nuove regole di corporate governance per rispettare il principio di trasparenza delle informazioni e divulgarle nel mercato.

Alla SEC è stata conferita la facoltà di determinare le regole alle quali dovranno sottostare gli azionisti per approvare, tramite un voto periodico non vincolante, i piani di compensation dei dirigenti. Il voto sarà utilizzato nuovamente per approvare, in caso di acquisizione o fusione, i pagamenti effettuati in favore dei top manager[27].

Il Dodd-Frank Act per rispettare il principio di equità, legando in modo proporzionale un determinato compenso al risultato aziendale raggiunto, ha previsto l'obbligo di rendere noto il rapporto tra i dirigenti di una società e la sua performance finanziaria[28] e di rendere pubblici, sotto le indicazioni della SEC, i compensi dei manager costituiti da incentivi legati ai risultati finanziari di una società[29].

Un ruolo centrale nell'aggravamento della crisi economica, infatti, non fu solo la mancata trasparenza e connessione dei pacchetti retributivi dei dirigenti con i risultati aziendali, ma anche l'incapacità di contenimento degli effetti dello short termism da parte della disciplina retributiva dei vertici aziendali.

L'insufficienza di strumenti regolativi in tema di executive compensation, che non sono stati in grado di mantenere in equilibrio il rapporto tra la componente variabile della retribuzione del dirigente con i risultati conseguiti dall'azienda e di allineare gli interessi del dirigente con quella dei soci[30], ha spinto l'Unione Europea a intervenire tramite le riforme tra gli anni del 2003 e del 2010.

Nel 2003 la Commissione propose al Consiglio Europeo tramite la Comunicazione "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea. Un piano per progredire" [31] di rafforzare i diritti degli azionisti quali soggetti competenti nella determinazione della forma, della struttura e del livello di retribuzione dei manager più performanti.

---

[26] Public Law 111–203—July 21, 2010

[27] Stati Uniti, "*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, 2010, sezione 951

[28] Stati Uniti, "*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, 2010, sezione 953

[29] Stati Uniti, "*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, 2010, sezione 954

[30] M. Campobasso, "*I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*", in Riv. soc., 2011, pag. 702 e segg..

[31] Commissione delle comunità Europee, "*Comunicazione della Commissione dl Consiglio e al Parlamento Europeo",* 2003

La Commissione ha evidenziato che al fine di tutelare i diritti di informazione degli investitori che ne ripongono fiducia, i sistemi di retribuzione devono esser sottoposti a controlli per evitare il rischio di conflitto di interesse tra amministratori e azionisti. Le informazioni poi devono esser correttamente e tempestivamente comunicate dai soggetti emettenti strumenti finanziari al fine di garantire agli investitori una valutazione efficace della strategia societaria sui compensi da loro applicata.

In tema di executive compensation, la Commissione, per promuovere un adeguato regime di remunerazione dei dirigenti[32], prevede l'obbligo di pubblicazione della dichiarazione relativa alle remunerazioni da parte di ogni società quotata sul sito web di questa, nella relazione annuali e nella relazione sulla remunerazione o nei conti annuali.

La dichiarazione, inoltre, deve rendere noti il trattamento economico del dirigente[33], le azioni e altri incentivi su di esso basati[34], e infine, le pensioni integrative riconosciute al top manager[35].

Un esempio applicativo di quanto previsto dalla Commissione avvenne nel 2002 nel Regno Unito che per contrastare l'eccesivo compenso riconosciuto ai top manager, introdusse per la prima volta la regola del say on pay[36] sui compensi dei dirigenti, al fine di indurre gli amministratori esecutivi a presentare una relazione dettagliata sulla politica retributiva nonché sui singoli trattamenti accordati che venivano sottoposti in sede di assemblea generale annuale al giudizio degli azionisti al fine di ottenere la loro approvazione preliminare.

Tale regola fu poi ripresa dalla Commissione Europea nella Raccomandazione del 14 dicembre 2004 per la retribuzione dei dirigenti costituita da azioni, opzioni su azioni o diritti di acquisto di azioni.

Nonostante le precedenti raccomandazioni sulle legislazioni degli ordinamenti nazionali, gli importi dell'excutive compensation non cessavano di crescere e risultavano sempre più sproporzionati rispetto ai risultati aziendali e la media delle retribuzioni degli altri lavoratori. Per tale ragione, la Commissione nel 2009 stabilì dei nuovi principi fondamentali, identificati nella Raccomandazione 2009/385/CE, per la

[32] Raccomandazione della Commissione 2004/913/CE,2004, ultimo aggiornamento: 14.02.2018
[33] Stipendi, compensi, varie forme di retribuzione e le indennità a lui corrisposti.
[34] Azioni esercitate, attribuite e offerte dalla società entro l'esercizio finanziario considerato.
[35] Sezione II Raccomandazione della Commissione 2004/913/CE
[36] Directors' Remuneration Report Regulation

definizione della struttura della remunerazione dei dirigenti e l'adozione di una sana politica retributiva nelle società quotate.

La Raccomandazione 2009/385/CE, quotate al fine di promuovere la sostenibilità a lungo termine, definisce i principi per le società quotate[37] ed esorta nel trovare un equilibrio tra i criteri di efficienza a lungo e a breve termine. Sollecita anche a dilazionare il pagamento della retribuzione variabile, a fissare un periodo minimo di maturazione[38] per l'esercizio di stock option[39] e azioni; e infine, sollecita nel mantenere, durante il periodo di impiego, le azioni fino al termine del rapporto di lavoro.

I principi che definiscono la struttura della retribuzione prevedono che:

- gli obiettivi, predeterminati e misurabili, devono promuovere sia nel breve che lungo termine la sostenibilità;
- le componenti variabili, che costituiscono una parte importante della retribuzione, devono esser concesse solo se perseguono obiettivi predeterminati e misurabili;
- per le stessa ragioni, del precedente punto, devono esser conferite le azioni e il diritto di acquisto di azioni e di esercitare le opzioni su azioni;
- per finanziare eventuali costi di acquisizione di azioni, gli amministratori devono possedere un determinato numero di azioni fino alla fine del loro mandato;
- per gli amministratori non esecutivi o i membri del consiglio di sorveglianza, la retribuzione non dovrebbe includere opzioni su azioni;
- la retribuzione variabile dovrebbe esser corrisposta in modo dilazionato nel tempo in funzione della sua importanza rispetto alla retribuzione non variabile.

[37] Recepiti nel 2010 nell'ordinamento italiano all'interno dei criteri applicativi dell'art. 7 del Codice di autodisciplina
[38] Periodo di tempo in cui un amministratore deve lavorare per la società al fine di acquisire piena proprietà delle stock option. Ove per stock options si intendono dei dispositivi di incentivazione manageriale, attribuito da una società quotata, che allinea i suoi interessi con quelli degli azionisti riducendo le possibilità che i manager attuino comportamenti opportunistici.
[39] Disciplinate dall'art. 2349 e 2441 del Codice Civile.

- il paracadute d'oro[40] dovrebbe essere subordinato a un determinato numero di anni e a un importo massimo, e solo se è stato conseguito un risultato soddisfacente per la società.

I principi furono successivamente condivisi nella Raccomandazione 2009/348/CE e nella Direttiva 2010/76/CE relative alle retribuzioni nel settore dei servizi finanziari, e ciò in quanto aumentano il controllo degli azionisti sulle strutture retributive dei top manager, diminuiscono le complessità da cui sono costituite e garantiscono la massima trasparenza delle informazioni.

Ricapitolando: si dovrà avere una politica retributiva in linea con obiettivi predeterminati, misurabili, e di lungo termine come la crescita sostenibile, oltre ad esser in linea con valori aziendali e la strategia economica applicata. Qualora lo prevedesse, la componente variabile dovrà esser proporzionale o in equilibrio con la componente fissa, rispettando i limiti ad essa imposta e dovrà essere valutata in base ai risultati ottenuti. La sua valutazione sarà poi determinata su criteri di ponderazione dei rischi tramite meccanismi di malus o claw-back oppure ex ante risk adjustment.

Spetterà poi alle autorità di vigilanza il riesame delle politiche retributive adottate dalle società con i principi previsti dalla Raccomandazione della Commissione Europea del 2009.

Negli anni i principi chiave di trasparenza e sostenibilità, che regolano l'executive compensation e che permettono una loro semplice regolamentazione, assunsero talmente tanta importanza da essere promossi sia a livello europeo che nazionale.

In attuazione delle raccomandazioni Europee l'Italia integrò e completò la disciplina codicistica della retribuzione dei manager riconoscendo l'importanza degli azionisti nella partecipazione del processo di formazione delle politiche retributive.

La responsabilità di stabilire i compensi dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo spetta agli azionisti[41], spetta altresì all'assemblea degli azionisti determinare un importo

[40] Forma di compenso pagata ai dirigenti chiave qualora il loro rapporto di lavoro in azienda viene risolto per eventuali attività di fusione o acquisizione. Può comprendere bonus in denaro, benefici medici, stock option, TFR, pacchetto pensionistico, ecc.

[41] Art. 2389 Codice Civile, comma 1 e 2, "*Compensi degli amministratori*"

complessivo per gli amministratori, anche per quelli che investono particolari cariche, ma a condizione che sia previsto dallo statuto societario[42].

Spetta, invece, alle società quotate redigere e diffondere la relazione sui compensi corrisposti e sulla politica di remunerazione adottata[43]. I compensi corrisposti dovranno poi essere resi noti specificando dettagliatamente le voci che li compongono (per esempio, l'indicazione dei trattamenti previsti in caso risoluzione del rapporto di lavoro o di cessazione della carica[44].)

Nella relazione, inoltre, deve essere illustrata la politica di retribuzione dei vertici aziendali che verrà adottata dalla società e le procedure annesse per la sua applicazione[45].

Sarà sempre poi compito della società elaborare e sottoporre annualmente la relazione al Consiglio degli azionisti in occasione dell'assemblea costituita per l'approvazione del bilancio. All'interno del Consiglio è costituito un comitato per la remunerazione[46] volto alla definizione della politica di retribuzione da adottare.

Il comitato, al quale possono prendere parte solo gli amministratori a cui non viene definita la propria retribuzione, decide la politica di remunerazione tramite un voto reso pubblico, ma non vincolante[47] perché non limita la determinazione del compenso dei dirigenti da parte del Consiglio.

Per incentivare l'impegno degli azionisti nel lungo termine e la trasparenza delle politiche retributive, garantendo così un efficace controllo dei soci sulle retribuzioni dei top manager, intervenne la direttiva Europea del 2017/828 recepita in Italia con il decreto legislativo n. 49 del 2019, che introduce il voto vincolante dell'assemblea sulla sezione della politica per la remunerazione all'interno della relazione sulla remunerazione.

L'ordinamento italiano ancora prima dell'attuazione del decreto era riuscito non solo ad anticipare alcuni aspetti affrontati nel contesto europeo, come l'executive compensation, ma era riuscito anche ad adottare

---

[42] Art. 2389 c.c co.3, "*Compensi degli amministratori*"
[43] L'art. 123 ter del TUF co. 2, "*Relazione sulla politica in maniera di remunerazione e sui compensi corrisposti*"
[44] L'art. 123 ter TUF co. 4, "*Relazione sulla politica in maniera di remunerazione e sui compensi corrisposti*"
[45] Art. 123 ter TUF, co. 3, "*Relazione sulla politica in maniera di remunerazione e sui compensi corrisposti*"
[46] Determinato per la prima volta nel 1999.
[47] Art. 123 ter co.6 TUF, "*Relazione sulla politica in maniera di remunerazione e sui compensi corrisposti*"

anticipatamente le migliori pratiche sulla retribuzione del top manager con riferimento all'obiettivo del successo sostenibile.

Il successo sostenibile è il criterio di selezione degli investimenti, ovvero un investimento viene effettuato solo se è in grado di creare valore per gli azionisti nel lungo termine, tenendo sempre conto degli interessi degli stakeholders.

Il Codice prevede che vi sia un bilanciamento della componente fissa e variabile della remunerazione e che quest'ultima, assieme agli obiettivi di performance, sia coerente con gli obiettivi strategici della società per promuovere il successo sostenibile[48].

La sostenibilità, dunque, diventa la protagonista del nuovo Codice di Corporate Governance del 2020, il quale afferma che le politiche retributive dei dirigenti devono esser "funzionali al perseguimento del successo sostenibile della società"[49].

[48] Codice di corporate governance, raccomandazione n. 27, lett. C, 2020: "obiettivi di performance, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Essi sono coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari".

[49] Codice di corporate governance, principio XV, 2020

1.3 Esempi applicativi nel settore assicurativo, pubblico e bancario in Italia

1.3.1 Settore bancario

La Banca d'Italia, tramite la circolare n.285 del 2013[50], individua e definisce i principi fondamentali su cui si basa la politica di retribuzione del top management del settore bancario.

Le banche sono tenute alla definizione delle politiche di retribuzione e di incentivazione rispettando i criteri: di proporzionalità[51] tra rischiosità e complessità dell'attività bancaria svolta, di neutralità di genere e di parità dei soggetti coinvolti.

La circolare n.285/13 determina il processo di identificazione delle figure che riescono a incidere sul profilo di rischio della banca e incarica le banche di individuarle con cadenza annuale.

Nel processo di identificazione del personale vengono definiti i criteri e le procedure di selezione, le modalità con cui il personale viene valutato, il monitoraggio e il riesame del processo di identificazione stesso.

La circolare, oltre a definire gli step del processo di identificazione del personale, svolge un ruolo importante nella definizione della struttura della retribuzione e nella gestione del rapporto tra le sue due componenti.

La struttura della retribuzione è composta da una componente fissa e una variabile, ove la componente fissa riflette l'esperienza professionale e le responsabilità organizzativa, mentre quella variabile è corrisposta al raggiungimento di obiettivi precedentemente concordati.

La remunerazione fissa, dunque, viene corrisposta sulla base di criteri prestabiliti, come il livello di esperienza e di responsabilità, essendo caratterizzata da una natura stabile e irrevocabile che non crea incentivi all'assunzione di rischi, ma soprattutto non dipende dalle performance della banca.

La remunerazione varabile, invece, dipende dalla performance misurata in base agli obiettivi di reddito o volumi raggiunti, dai benefici pensionistici dovuti alla conclusione anticipata del rapporto di lavoro o di

[50]Banca d'Italia, "*Disposizioni di vigilanza per le banche*", Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, aggiornamento n. 37

[51] Banca d'Italia, "*Il sistema dei controlli interni, il sistema informativo e la continuità operativa",* Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione III, punto 8, 2013.

cessazione della carica, dai carried interest [52] e da forme di retribuzioni che non vengono qualificate solo come retribuzione fissa[53].

Nello specifico, per quanto riguarda i benefici riconosciuti in caso di cessazione anticipata del rapporto di lavoro o di cessazione anticipata della carica, essi dovranno esser giustificati e collegati alla performance, ai comportamenti individuali, e ai livelli di patrimoniali e di liquidità delle banche.

In caso di situazioni critiche o dettate dalla necessità di trattenere "talenti", vengono riconosciuti i bonus di permanenza del personale per uno specifico arco temporale, con l'obiettivo di motivare il dipendente a rimanere in azienda[54].

Una quota di questa componente, pari al 50%, è costituita da azioni e strumenti, allineati agli interessi di lungo termine della banca e che non possono esser venduti prima di un anno,[55] permettendo così di basarsi su risultati effettivi e duraturi.

Il rapporto tra le due componenti deve essere altresì "*opportunamente bilanciato, puntualmente determinato e attentamente valutato in relazione alle caratteristiche della banca e delle diverse categorie di personale, in specie di quello rientrante tra il personale più rilevante*"[56]. Per evitare che la componente variabile incida significativamente sulla determinazione della retribuzione e sulla componente fissa, le banche fissano ex ante dei limiti che non superano il 100%, garantendo così un rapporto di 1:1.

Tale limite, tuttavia, può esser superato e persino raggiungere il rapporto 2:1 oltrepassando così la soglia del 100% fino ad arrivare quella del 200%, solo se è previsto dallo statuto e approvato dall'assemblea, che ha il potere di fissare la soglia, ma non di superarla, tramite deliberazione con voto favorevole di almeno ¾ del capitale rappresentato[57].

---

[52] Strumento di incentivazione del management di fondi e di investimenti diretti, in grado di allineare i suoi interessi con quelli degli investitori. Relazione al DDL di conversione D.L. n. 50 del 24 aprile 2017.

[53] Banca d'Italia, "*Disposizioni di vigilanza per le banche*", Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013.
Si considera retribuzione variabile una remunerazione per la quale non sia possibile una chiara assegnazione a una delle due componenti.

[54] L'applicazione dei bonus di permanenza permette alle banche di ridurre il tasso di turnover e il costo delle compagne di riassunzione.

[55] Gazzetta Ufficiale, "*Regolamento delegato (UE) n. 527 del 12 marzo 2014*", 2014

[56] Banca d'Italia, "*Disposizioni di vigilanza per le banche*", Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Sezione III, capitolo 1, paragrafo 1.1.

[57] Banca d'Italia, "*Disposizioni di vigilanza per le banche*", Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Sezione III, capitolo 1, paragrafo 1.2.

Nonostante il limite imposto alla componente variabile della remunerazione, ci sono dei casi, come l'introduzione dei bonus cap[58], che determinano un aumento del trattamento economico di entrambe le componenti e rendono le banche più vulnerabili all'assunzione di rischio eccessivo da parte del top manager.

La Banca d'Italia, infine, per garantire la trasparenza delle informazioni comunicate agli azionisti, riconosce all'assemblea ordinaria la gestione e il controllo dei piani di remunerazione basati su strumenti finanziari e la determinazione dei criteri per stabilire gli importi da corrispondere in caso di cessazione del rapporto di lavoro.

1.3.2 Settore assicurativo

La disciplina delle politiche retributive ed incentivanti di remunerazione del settore assicurativo, introdotta dall'istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, si caratterizza per una tecnica normativa che operando per principi non incide direttamente sull'autonomia delle imprese del settore di riferimento.

I principi per la determinazione di una politica di retribuzione e di incentivazione del top management sono: l'adozione di politiche di remunerazione coerenti con una sana e prudente gestione, l'adozione di politiche di retribuzione in linea con gli obiettivi strategici, la redditività e la capacità di mantenere un equilibrio sostenibile nel lungo periodo dell'azienda[59].

Le politiche di retribuzione adottate dalle imprese assicurative, quindi, non potranno basarsi sui risultati di breve termine e ciò per impedire di ricadere nel fenomeno dello "short termism" ed evitare un'assunzione eccessiva dei rischi.

[58] Prodotti finanziari derivati che offrono all'investitore la possibilità di ottenere a scadenza un bonus, corrisposti a patto che il sottostante non abbia mai toccato il cap, tetto massimo al loro rendimento. L'investitore per poter usufruirne dovrà esser in possesso di un prodotto che non scenda al di sotto del valore barriera precedentemente imposto. Qualora il valore del prodotto scendesse non si avrebbe più diritto al bonus, bensì ci si sconterebbe con una perdita, ma potrebbe genare un rimborso al di sopra della pari se vi sia un recupero che superi la soglia di osservazione iniziale ottenendo un recupero pari all'intero valore nominale.

[59] Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, "*Regolamento n. 38 del 3 luglio 2018*", capo VII, sezione I, art. 40, 2018

Secondo il regolamento IVASS, spetta all'assemblea ordinaria dei soci la determinazione dei compensi dei componenti degli organi, l'approvazione delle politiche di retribuzione e dei piani di remunerazione basati su strumenti finanziari.

La politica di retribuzione, rispettando i limiti massimi stabiliti per la componente variabile e assicurando un corretto bilanciamento tra le componenti fisse e variabili della remunerazione, prevede che una parte significativa della retribuzione variabile sia corrisposta al termine di un periodo di differimento minimo[60] e che non sia erogata interamente qualora non siano stati raggiunti i risultati prefissati[61].

Sempre per quanto concerne la remunerazione variabile questa potrà esser restituita, in tutta o in parte, qualora i risultati ottenuti non siano duraturi o effettivi[62].

Per assicurare che il conseguimento dei vantaggi economici, dovuti dai piani di remunerazione basati sulle azioni e su diversi strumenti finanziari, si compia in modo graduale nel tempo, i piani devono adeguarsi ai periodi corretti per l'assegnazione delle azioni. Ciò permette di determinare il rischio assunto dall'impresa e di evitare il conflitto con l'obiettivo di gestione della società nel lungo termine.

Infine, le somme determinate in caso di anticipata cessazione dell'incarico o del rapporto di lavoro devono esser corrisposte in modo differito nel tempo e devono esser soggette a stringenti limiti quantitativi.

1.3.3 Settore pubblico

Per garantire il controllo del costo del lavoro pubblico sono stati imposti adattamenti alla disciplina che regola il rapporto di lavoro dei dipendenti pubblici.

[60] Tenendo conto dei rischi associati ai risultati. Per esempio, nel campo delle polizze sulla vita, il periodo di differimento è lasso di tempo che intercorre tra il momento della stipulazione di un'assicurazione sulla vita e il momento in cui effettivamente l'assicuratore comincia a corrispondere all'assicurato il capitale che deriva dalla polizza medesima.
[61] Una delle possibili cause può essere il deterioramento della situazione finanziaria o patrimoniale dell'impresa.
[62] Si fa riferimento ai casi violazioni dei codici etici dell'impresa o all'assunzione di una condotta dolosa.

Secondo l'art. 19 del D.Lgs. n.165 del 2001 il trattamento economico deve esser stabilito dal contratto individuale[63] rispettando i principi e vincoli imposti[64], assumendo quale parametro base i valori economici massimi determinati dai contratti collettivi in riferimento alle aree dirigenziali[65].

Per quanto concerne la retribuzione dei dirigenti, questa deve essere determinata dai contratti collettivi e deve prevedere che il trattamento economico accessorio abbia una correlazione con le funzioni attribuite e con le responsabilità connesse[66]. La retribuzione del dirigente, però, dipende anche dai risultati conseguiti[67] che devono rappresentare almeno il 30%[68] della retribuzione complessiva[69].

Il trattamento economico dei dirigenti apicali, che ricevono retribuzioni dalle pubbliche amministrazioni[70], deve rispettare i limiti dei compensi massimi imposti[71] e deve esser determinato secondo criteri oggettivi e trasparenti. I limiti dei compensi massimi vengono determinati secondo indicatori quantitativi e qualitativi al fine di individuare 5 fasce di classificazione delle società a controllo pubblico[72]. Anche la retribuzione variabile del top manager di queste società, per poter esser corrisposta, deve esser individuata secondo criteri di determinazione dell'importo che leghino quest'ultimo ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell'esercizio precedente. È esclusa la concessione di indennità o trattamenti di fine mandato diversi o ulteriori rispetto alle previsioni di legge o della contrattazione collettiva.

---

[63] Art. 19 del D.Lgs. n. 165/2001, "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Incarichi di funzioni dirigenziali

[64] Art. 24 del D,Lgs. n. 165/2001 co.2:, "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Trattamento economico

[65] Art. 24 del D,Lgs. n. 165/2001 co.1, "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Trattamento economico

[66] Art. 24 del D,Lgs. n. 165/2001 co.1, "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Trattamento economico

[67] Art. 24 del D,Lgs. n. 165/2001 co.1-ter: "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Trattamento economico

[68] Art. 24 del D,Lgs. n. 165/2001 co.1-bis: "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Trattamento economico

[69] Al netto della retribuzione individuale di anzianità e degli incarichi aggiuntivi soggetti al regime dell'onnicomprensività

[70] Oltre ai dirigenti apicali delle società controllare direttamente e indirettamente da amministrazioni dello Stato o amministrazioni pubbliche.

[71] Art. 23 bis del Decreto Salva Italia, *"Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici*"

[72] Art. 1, comma 5, D.Lgs. n. 175 del 2016, "*Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*"

1.4 Compensation package e nuove forme di incentivazione

Una volta analizzati i diversi esempi di applicazione delle politiche retributive nel settore bancario, assicurativo e pubblico, è importante approfondire i caratteri giuridici del dirigente apicale e delle funzioni compensativa ed incentivante della retribuzione.

Nel 1926 il legislatore, ancora prima dell'entrata in vigore del Codice Civile che definisce la figura del dirigente apicale, lo definì come il sostituto dell'imprenditore per i poteri di disposizione a questo riconosciuti[73].

Con il passare degli anni, la graduale trasformazione dell'impresa ed evoluzione dei suoi obiettivi, ha spinto allo sviluppo di nuove figure, definite top manager, ma con importanza minore rispetto al dirigente, chiamate ad affiancare i vertici aziendali per l'attuazione delle scelte strategiche e organizzative dell'impresa.

Il top manager, per contribuire all'adozione di scelte organizzative e strategiche efficaci, deve affrontare le strutture complesse createsi durante il processo di trasformazione dell'impresa, analizzare i dati e svolgere valutazioni tecniche utili per supportare l'attività dei dirigenti apicali.

Si è resa necessaria la distinzione netta tra le due figure, dirigente apicale e top manager, per una corretta applicazione della disciplina del rapporto di lavoro e della retribuzione.

Con riferimento alla retribuzione, prima di soffermarci sulla componente variabile, elemento fondamentale che la caratterizza, si ritiene utile premetterne la definizione normativa per comprendere le componenti da cui è composta.

La retribuzione è "*la principale obbligazione del datore di lavoro nei confronti del lavoratore a seguito della prestazione resa da quest'ultimo nel rispetto della regola di corrispettività propria del rapporto di lavoro*"[74].

La retribuzione, dunque, è oggetto di un diritto fondamentale.

Secondo l'art. 36 c.1 Cost. "*il lavoratore ha diritto ad una retribuzione proporzionata alla quantità e qualità del suo lavoro e in ogni caso sufficiente ad assicurare a sé e alla famiglia un'esistenza libera e dignitosa*". L'art 36 contiene due

[73] Cass., 13 aprile 1937, n. 1095, in Foro it., 1, c. 1386, "*Principio della non contestazione*", 1937

[74] C. Arija Garcia, "*Retribuzione: la guida completa*", La Legge è uguale per tutti, 2021

principi, distinti, ma strettamente correlati: principio di sufficienza e principio della proporzionalità della retribuzione.

I parametri di proporzionalità e sufficienza sono fondamentali per determinare la giusta retribuzione: secondo questi criteri si avrà una retribuzione proporzionata laddove sia presente un'equivalenza economica tra la quantità e qualità della prestazione lavorativa effettuata e una retribuzione sufficiente in quanto in grado di garantire una vita dignitosa.

Il principio della sufficienza afferma che la retribuzione, per assicurare al lavoratore e alla sua famiglia un'esistenza libera e dignitosa, deve rispettare la legge e non deve scendere al di sotto della soglia minima atta a garantire al lavoratore un tenore di vita socialmente adeguato, secondo il contesto storico ed ambientale.

Il principio della proporzionalità afferma che una giusta retribuzione deve essere coerente con i parametri di "quantità "e "qualità": la quantità riguarda l'entità dell'impegno lavorativo, misurato con riferimento al periodo di tempo in cui si attua la disponibilità del lavoratore alla prestazione lavorativa e/o in relazione al risultato raggiunto o ai prodotti e ai frutti della gestione aziendale; la qualità attiene alla capacità e alla competenza professionale che il lavoratore deve possedere ed applicare per l'esecuzione della prestazione nel tempo e secondo le modalità dovute.

Il rapporto tra retribuzione e "qualità" emerge, innanzitutto, dalla disciplina dei contratti collettivi nazionali di lavoro (CCNL)[75], i quali, ad. es., prevedono retribuzioni più alte per le qualifiche più elevate. La remunerazione, però, non rappresenta solo una forma di compensazione della prestazione di lavoro, bensì rappresenta anche l'allineamento degli interessi del datore di lavoro con i suoi dirigenti. Per questo motivo, la remunerazione viene utilizzata come forma di incentivazione per quei soggetti delle aree

[75] Il Contratto Collettivo Nazionale di Lavoro (CCNL) è l'accordo sottoscritto tra le associazioni sindacali dei lavoratori e le organizzazioni degli imprenditori, che definisce il contenuto dei contratti individuali di lavoro sia dal punto di vista economico che normativo e regola i rapporti e le relazioni industriali tra i soggetti collettivi. Vengono quindi siglati accordi tra le parti sociali (sindacati dei lavoratori e confederazioni dei datori), ove il Governo svolge il ruolo di arbitro, al fine di definire concordemente le regole che disciplinano il rapporto di lavoro. Questo livello di contrattazione collettiva definisce le forme ed i limiti entro cui si svolge la contrattazione "inferiore" a livello aziendale e territoriale. Il datore di lavoro, liberamente iscritto a un sindacato, ha l'obbligo di applicare il contratto nazionale di lavoro della associazione a cui ha aderito (Art. 2069 c.c), poiché il Ccnl si applica a tutti i lavoratori senza distinzione di mansioni e categoria. Qualora il datore di lavoro decidesse di non applicare alcun Cnnl dovrà seguire quanto previsto dalle norme volte al rispetto della garanzie per il lavoratore, come l'art. 36 Cost e L.398/87.

dirigenziali che devono raggiungere il risultato imposto dall'azienda, ove una parte della quota variabile della loro remunerazione sarà dedicata esclusivamente ad incentivare la maggior produttività.

Da qui si evince che gli incentivi che compongono la quota variabile della retribuzione sono una componente essenziale e fondamentale del compensation package[76] perché consente un forte coinvolgimento del lavoratore all'interno dell'azienda, permettendo così di allineare i propri interessi con quelli degli azionisti e di ripartire il profitto dell'impresa con il datore di lavoro, tramite forme di partecipazione alle decisioni e gestione o alla proprietà e patrimonio dell'impresa[77].

La forma di partecipazione alla proprietà o al patrimonio dell'impresa incide fortemente sul rischio dell'impresa e sulla retribuzione, a differenza della forma di partecipazione alla decisione e gestione, perché posto che vi è il trasferimento della proprietà di quote del capitale di rischio con diritto di voto e vengono percepiti dividendi che dipendono dall'andamento economico dell'impresa.

Al fine di migliorare la performance e stimolare la produttività dell'azienda da parte del dirigente, le forme di partecipazione azionaria hanno sempre più acquisito rilevanza nelle modalità di retribuzione[78], fino a diventare parte fondamentale della retribuzione incentivante.

Specificatamente, la retribuzione incentivante del dirigente, vincolata al raggiungimento di obiettivi di portata annuale, infra o pluriennale, può esser composta sia dalla partecipazione azionaria, sia da strumenti finanziari nonché da una componente monetaria.

Nel passato i sistemi retributivi del manager erano basati su erogazioni in moneta per un orizzonte temporale di breve periodo ove le politiche aziendali non tenevano conto della sostenibilità nel tempo. La loro retribuzione, che dipendeva esclusivamente dai risultati individuali perseguiti nel breve periodo, veniva calcolata tramite meccanismi di ripartizione del profitto, evitando così all'azienda di sostenere uno sforzo economico nella corresponsione di retribuzioni incentivanti più complesse.

---

[76] A. Zoppoli, "*Incentivazione e lavoro manageriale", 2013*

[77] M. D'Antona, "*Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese",* in Enc. Giur., XXII, 1990 ora in ID., Opere, II, Milano, 2000, pag. 202.

[78] G. Costa, Remunerazione variabile, incentivazione e politiche retributive, in RI, 1989, pag. 273.

Gli incentivi riconosciuti ai manager si sono poi evoluti perché non rispettavano i principi di trasparenza e il perseguimento dei risultati aziendali, provocando una riduzione dell'efficienza del funzionamento dei mercati finanziari e della loro capacità di generare valore nel lungo termine[79].

Per riuscire ad orientare il management verso strategie operative che fossero sostenibili anche nel lungo termine, le aziende iniziarono ad applicare sistemi di incentivazione equity based[80].

La forma equity, corrisposta in azioni, stock options o altre forme assimilabili, è destinata soprattutto alla remunerazione degli obiettivi di lungo periodo e permette di ancorare la remunerazione del manager all'andamento del corso azionario, in modo tale da incentivarlo alla massimizzazione del valore senza intraprendere iniziative che comportino solo risultati transitori.

Per migliorare la concorrenza, l'efficienza e la produttività dell'impresa e infine la massimizzazione del suo profitto, si è reso necessario introdurre nuovi strumenti di incentivazione che hanno permesso di creare uno stretto rapporto di fiducia e di collaborazione tra l'azienda e i lavoratori talentuosi.

Si fa riferimento particolare alle categorie speciali delle azioni[81], riconosciute gratuitamente ai lavoratori e che permettono una destinazione eterogenea degli utili di esercizio.

Viene così riconosciuta l'assegnazione di azioni, per assolvere alla funzione di autofinanziamento della società, a determinate condizioni.

Gli strumenti azionari frequentemente usati come forma incentivante della retribuzione sono le stock options, opzioni sulle azioni dell'azienda concesse ai dipendenti ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo di mercato. È così attribuito agli amministratori il diritto di sottoscrivere e acquisire, entro un determinato periodo e a un prezzo predeterminato, azioni che verranno emesse nel futuro[82].

---

[79] Gli strumenti, di creazione del valore nel breve termine, utilizzati erano il: profitsharing assegnato solamente dopo raggiunto un certo parametro di risultato economico, il profitto; il gainsharing assegnato in seguito al raggiungimento di indicatori gain, come ad esempio indicatori legati a efficienza e qualità. Come incentivi individuali qualitativi poi veniva utilizza la retribuzione per competenze che si basa sulle competenze e le qualifiche del dipendente, piuttosto che sulla posizione o il ruolo che ricopre all'interno dell'azienda, con lo scopo ultimo di incentivazione dei dipendenti nel sviluppare nuove competenze e a migliorare le loro prestazioni lavorative.

[80] Uno degli obiettivi principali della retribuzione è quello di attirare, trattenere e motivare personale con le caratteristiche idonee al perseguimento degli obiettivi aziendali. Per poter far ciò deve perseguire cinque obiettivi, di cui l'equità ne fa parte e riguarda il modo in cui vengono gestiti i differenziali retributivi tra diversi ruoli o posizioni.

[81] Art. 2349 c.c aggiornato al D. Lgs. n. 6 del 2003

[82] Art. 2389 c.c, "*Compensi degli amministraotri*"

Si avrà dunque un contratto di opzione a titolo gratuito, in cui il possessore di tale diritto potestativo acquisirà la qualità di azionista senza il successivo consenso della società datrice di lavoro, e conseguentemente in una posizione di supremazia su quest'ultima[83].

Il dirigente conseguirà un vantaggio economico, allineato a quello dell'impresa, qualora il prezzo prefissato della società al tempo della sottoscrizione, determinato in misura pari al prezzo delle azioni del periodo di riferimento alla stipula, sia pari o inferiore al prezzo di mercato.

Qualora il prezzo di mercato fosse molto inferiore al prezzo d'azione prefissato, i top manager potrebbero compiere, nel tentativo di provocare un apprezzamento dei titoli di cui sono in possesso, scelte di gestione altamente rischiose. Si avrà, invece un azzeramento della propensione al rischio da parte del titolare delle stock options, quando il prezzo di mercato superi notevolmente il valore precedentemente determinato nella stipula del contratto d'opzione.

Questi strumenti retributivi fondati sul valore di mercato delle aziende, a differenza di quelli tradizionali basati su parametri che non fanno riferimento al valore economico dell'impresa, consentono al top management di misurare, nel lungo termine, il risultato atteso sulla base dei suoi investimenti e delle sue decisioni, permettendo così il monitoraggio e la valutazione dei flussi di valore economico dell'impresa per orientare le sue strategie di accrescimento nel lungo periodo[84].

Oltre alle stock options vi sono altri modelli di partecipazione come la partecipazione agli utili, l'attribuzione di azioni e l'offerta di azioni senza sovraprezzo.

Nel 18esimo secolo sorse per la prima volta l'idea di utilizzare gli utili di un'impresa come forma di incentivazione del dipendente poiché è grazie allo strumento partecipativo che si riesce a sostenere l'innovazione e il progresso tecnologico[85].

---

[83] Art. 1331 c.c, "*Opzione*"

[84] G. Ferrarini – N. Moloney, "*Executive remuneration and corporate governance in the UK: convergence, divergence and reform perspectives*", in European Company and Financial Law Review, 2007.

[85] C. Babbage, "*On the economics of machinery and manufactures",* Londra, 1832, pag 257 e segg..

La partecipazione agli utili[86] si attua attraverso l'attribuzione di quote di utili dell'impresa al dipendente[87]; gli utili attribuiti, dalle imprese soggette alla pubblicazione e approvazione del bilancio[88], dovranno esser netti.

All'amministratore[89] e all'amministratore a cui è riconosciuta una carica[90], spetta la partecipazione agli utili, purché il diritto di partecipazione faccia riferimento agli utili netti risultanti dal bilancio al netto della quota di riserva legale.

La suddetta forma retributiva non comporta una partecipazione del rischio d'impresa e al controllo sulla gestione d'impresa da parte del lavoratore, ma determina la percentuale partecipativa di cui fruisce.

Spetterà sempre al lavoratore una retribuzione corrispondente ai requisiti minimi garantiti dall'art. 36 della Costituzione.

I vantaggi dell'utilizzo della partecipazione agli utili come forma di incentivazione sono la prevenzione degli episodi di cattiva gestione delle risorse da parte dei lavoratori, la riduzione dei costi di produzione dovuta a un eventuale recessione, la collaborazione della selezione e l'inserimento di nuove figure all'interno dell'azienda.

Come definito precedentemente, il top manager consegue la parte variabile della retribuzione quando riesce a raggiungere i risultati e gli obiettivi, futuri e incerti stabiliti.

Ciò indica che sussiste una condizione bilaterale in grado di soddisfare gli interessi di entrambe le parti. quelli del datore di lavoro che raggiunge gli obiettivi e risultati prefissati, e quelli del lavoratore che riceve una quota aggiuntiva alla sua retribuzione.

Quest'ultimo è titolare dell'aspettativa di acquisire il bene e di pretendere una condotta conforme da parte del datore di lavoro[91]; vi sono però casi in cui il datore di lavoro non si attiene al principio di buona fede[92]

[86] Nella sua prima definizione del 1923 fu definita come contratto in virtù del quale il lavoratore si impegna a distribuire una parte degli utili netti ma senza una partecipazione alle perdite.
[87] Atr. 2099 co 3 c.c, *"Retribuzione"*
[88] Art. 2102 c.c:, "*Partecipazione agli utili*"
[89] Art. 2342 c.c, "*Conferimenti"*
[90] Art. 2389 c.c. "Compensi degli amministratori"
[91] Art. 1175 c.c, "Comportamento secondo correttezza"
[92] M. Carnevale, "*Contratto condizionato e buona fede*", in I contratti, 2005, 6, pag. 559 e segg..

applicando comportamenti che impediscono l'avverarsi dell'erogazione della parte variabile della retribuzione riconosciuta al lavoratore[93].

In questo caso il lavoratore potrà avvalersi dell'articolo 1359 del codice civile che gli garantisce, a tutela della propria aspettativa, di considerare avverata la condizione di erogazione della parte variabile qualora sia mancata per causa imputabile al datore che ha l'interesse contrario all'avveramento[94].

Viene così riconosciuta al lavoratore la condizione per il riconoscimento della componente variabile della retribuzione nonostante il mancato raggiungimento degli obiettivi causato da un comportamento omissivo del datore di lavoro.

Il riconoscimento della retribuzione variabile, tramite la previsione dell'art. 1359 c.c. o la previsione del risarcimento del danno da perdita di chance di conseguire il premio, avviene anche quando la condotta omissiva del datore consista nella mancata individuazione degli obiettivi.

Sotto il profilo processuale, compete al lavoratore, tramite la prova dei risultati raggiunti in linea con l'andamento dell'azienda o della loro irraggiungibilità, l'onere di dimostrare i presupposti di accoglimento della domanda[95] per la parte di retribuzione variabile indebitamente negata.

Il lavoratore può richiedere il risarcimento del danno quando vi sia stato un inadempimento da parte del datore di lavoro nella fissazione e comunicazione degli obiettivi. Per ottenere il riconoscimento del risarcimento del danno pari alla media dei bonus percepiti negli anni precedenti[96], il lavoratore dovrà fornire la prova del raggiungimento degli obiettivi.

Nel caso in cui sia il top manager inadempiente all'obbligo di prestazione o al raggiungimento degli obiettivi esterni precedentemente fissati, si avranno delle conseguenze diverse in base alle tipologie di retribuzione.

---

93 Art. 1358 c.c: "Colui che si è obbligato o che ha alienato un diritto sotto condizione sospensiva, ovvero lo ha acquistato sotto condizione risolutiva, deve, in pendenza della condizione, comportarsi secondo buona fede per conservare integre le ragioni dell'altra parte".

94 Art. 1359 c.c, "*Avveramento della condizione*": "La condizione si considera avverata qualora sia mancata per causa imputabile alla parte che aveva interesse contrario all'avveramento di essa".

95 Cass., 2 marzo 2015, n. 4170 in Dir. giust, 2015.

96 Corte di Cassazione, Trib. Milano, 20 maggio 2008, in Riv. crit. dir. lav., 208, pag. 1015 e segg.

Qualora il lavoratore non adempia alla prestazione contenuta nel contratto di lavoro, se la quota di retribuzione è destinata a compensare la prestazione lavorativa, può esser soggetto a licenziamento o essere sottoposto a sanzione disciplinare. Se invece, la quota di retribuzione prevista nel contratto individuale viene erogata come forma di incentivazione al raggiungimento di un obbiettivo esterno, non riceverà lo strumento che gli sarebbe spettato se avesse adempiuto.

I rimedi predisposti dall'ordinamento giuridico valgono anche per i dirigenti apicali che per negligenza nell'adempimento della prestazione non riescono a raggiungere la soglia minima di target individuati o nemmeno un obiettivo per l'erogazione del compenso variabile.

Per garantire una determinazione flessibile del compenso variabile, caratterizzato dalle variabili prudentemente discusse, vengono utilizzati meccanismi di correzione ex post di quanto pattuito precedentemente[97].

Gli strumenti utilizzati sono le clausole malus e di clawback [98]che permettono di gestire in modo efficace le sopravvenienze contrattuali che possono colpire le pattuizioni del top manager[99].

La loro applicazione si basa sulla disciplina della ripetizione dell'indebito[100] in quanto viene pagato un debito inesistente poiché il vincolo tra colui che paga, datore di lavoro, e quello che riceve il pagamento, il lavoratore, non è mai sorto.

Le clausole malus consistono nell'aggiustamento a ribasso della retribuzione derivante dai bonus nel caso in cui venga registrata una performance inferiore rispetto ai risultati attesi.

Le clausole clawback, invece, dispongono l'obbligo di restituzione dell'intera o parziale componente variabile al verificarsi di condotte dolose o colpose, e ciò al fine di impedire che le retribuzioni, elargite sotto forma di premio, siano sproporzionate rispetto al risultato ottenuto dal manager.

[97] D. U. Santosuosso, "*Il rapporto di amministrazione. Il compenso degli amministratori*", in M. Vietti, 2013
[98] Pattuite nel contratto assieme al dirigente apicale.
[99] G. Rugolo, "*Compensi variabili, clawback clauses e regolamentazione del rapporto di amministrazione*", 2013
[100] Art. 2033 c.c, "*Indebito oggettivo*".

In Italia le clausole di clawback sono poco regolamentate, anche se è prevista la loro definizione nelle intese contrattuali per permettere alle società di chiedere la restituzione delle componenti variabili qualora non si fossero raggiunti i risultati attesi[101].

Nel settore bancario l'applicazione di queste clausole può avvenire solo se il dirigente abbia determinato o concorso a una perdita significativa alla banca[102].

Se le clausole non sono espressamente previste, non si potrà ricorrere per relazione alla circolare della Banca di Italia, ma occorrerà determinarle all'interno di una specifica pattuizione che terrà conto dei rischi, delle condizioni patrimoniali e dei parametri oggettivi di performance.

[101] Comitato Corporate Governance, "*Raccomandazione 27 Codice di Corporate Governance",* 2020
[102] Nota circolare della Banca d'Italia n. 283 del 2015, 2015

1.5 Le differenti correnti di pensiero sulla struttura degli incentivi

Il paragrafo si concentra sull'analisi della remunerazione dei dirigenti, argomento che ha suscitato l'interesse di numerosi economisti nel corso degli anni.

L'obiettivo principale è quello di valutare se la struttura degli incentivi, in particolare se l'uso di stock option e di altri incentivi basati sulle azioni, sia effettivamente in linea con gli interessi degli azionisti.

Le ricerche empiriche svolte sulla relazione tra remunerazione e performance aziendale hanno prodotto risultati contrastanti, generando dibattiti e diverse interpretazioni.

Da una parte, alcuni sottolineano come i contratti incentivanti e l'uso delle stock option possano rappresentare una soluzione efficace al problema dell'agenzia. Dall'altra, c'è chi critica l'utilizzo delle stock option come strumento che permette ai dirigenti di trarre vantaggio dalla ricchezza degli azionisti.

Nonostante i numerosi studi condotti su questo argomento, non esiste ancora un consenso definitivo. Pertanto, il paragrafo mira a presentare le diverse correnti di pensiero che si sono sviluppate nel tempo riguardo alla remunerazione dei dirigenti, fornendo anche una panoramica delle ricerche accademiche condotte da vari autori.

È importante sottolineare che l'argomento del compenso dei dirigenti ha avuto origine soprattutto nel contesto delle società quotate statunitensi, che rappresentano un esempio significativo di imprese guidate dai manager.

Edmans, Gabiax e Jenter, nel 2017 scrissero l'articolo "Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence"[103] al fine di confrontare le diverse correnti di pensiero che si sono sviluppate negli ultimi vent'anni in tema di retribuzione manageriale, esaminando modelli e dimostrazioni empiriche per individuarne limiti e potenzialità.

[103]Edmans, A., Gabaix, X., Jenter, D. "*Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*", The handbook of the economics of corporate governance 1 (2017): 383-539.

Edmans, Gabaix e Jenter sottolineano l'importanza di considerare diversi aspetti chiave al fine di confrontare le varie teorie di valutazione dei dirigenti.

In particolare, si evidenzia che le caratteristiche specifiche del lavoro dei dirigenti e le loro competenze personali devono essere prese in considerazione in relazione alla performance osservata.

Inoltre, gli autori enfatizzano l'importanza delle scelte di modelli fatte dagli analisti e dai ricercatori, poiché l'uso di modelli lineari o moltiplicativi può avere conseguenze significative sulle conclusioni e sulla coerenza delle pratiche osservate.

Si afferma infine che qualsiasi tipo di contratto incentivante è in grado di influenzare la misura della performance e di stimolare potenzialmente comportamenti opportunistici da parte dei CEO; ciò però non vuol dire che i contratti incentivanti siano intrinsecamente peggiori rispetto a quelli non incentivanti.

I contratti incentivanti secondo la teoria "Optimal contracting view" formulata da Jensens e Meckling nel 1976[104] sono ritenuti la soluzione ottimale in quanto in grado di ridurre il costo dell'agenzia e di allineare gli interessi dei manager con quelli degli stakeholder tramite una corretta gestione del potere dei primi.

Per gestire il potere manageriale Bebchuk, Fired e Walker nel 2002, e in seguito Edmans, Gabix e Jenter nel 2017, definiscono l'approccio contrattuale ottimale: ovvero utilizzare strumenti basati sul capitale finanziario come forma di incentivazione, specificatamente le stock option, che viene considerato un meccanismo di governance affidabile su cui gli azionisti possono contare per prevenire i comportamenti opportunistici dei CEO.

In questi approcci il consiglio di amministrazione dell'azienda ha il ruolo di progettare la struttura retributiva dei dirigenti, con l'obiettivo di fornire loro una serie di incentivi volti alla massimizzazione del valore per gli azionisti.

[104] Jensen, M. e Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior", 1976

Nell'articolo del 2002 intitolato "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation"[105], i professori Bebchuk, Fried e Walker descrivono la prospettiva della "rent extraction view" e criticano la visione dell'"optimal contracting view" circa l'utilizzo delle stock option come incentivi.

In particolare, affermano che i dirigenti hanno il potere di influenzare il consiglio di amministrazione nella definizione della loro retribuzione per ottenere vantaggi finanziari a spese degli azionisti.

A supporto di questa teoria vi sono due articoli, quello del 1997 di David Yermack, intitolato "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New Announcements", e quello del 1999 di John E. Core, Robert W. Holthausen e David F. Larcker, intitolato "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance"[106].

Il primo, di David Yermack, partendo dall'analisi di diverse aziende americane tra il 1992 e il 1993, afferma che le stock option vengono assegnate ai CEO poco prima di annunci favorevoli per l'azienda, mentre i premi vengono attribuiti in concomitanza con gli aumenti dei prezzi delle azioni delle società.

Da tali modalità di assegnazione si desume che l'aumento del compenso dei top manager possa dipendere dalla loro influenza nel processo di assegnazione.

Inoltre, in questa teoria viene sottolineata l'importanza del ruolo del CEO nella nomina dei membri del consiglio di amministrazione e di influenza sulla loro retribuzione.

Tale ruolo è anche in grado di influenzare i consiglieri nell'assumere decisioni a vantaggio del management piuttosto che degli interessi degli azionisti.

[105] Bebchuk, L.A., Fried, J.M. and Walker, D.I. 2002, "*Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*". University of Chicago Law Review, 69, 751-846
[106] John E. Core, Robert W. Holthausen e David F. Larcker, "*Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*", 1999

Nel secondo articolo, del 1999, gli economisti evidenziano come le performance aziendali, la struttura del consiglio di amministrazione, la composizione e la distribuzione della proprietà di un'azienda siano in grado di spiegare le variazioni della retribuzione dei CEO.

Dall'analisi di regressione effettuata su un campione di 205 aziende statunitensi quotate in borsa, si è osservato che la retribuzione complessiva degli amministratori delegati è correlata alle dimensioni dell'azienda e dalle occasioni di investimento che questa offre.

In particolare, le aziende che presentano dimensioni maggiori e opportunità di investimento più elevate tendono a pagare compensi più alti ai loro amministratori delegati.

Gli economisti hanno interpretato questo risultato come una richiesta da parte delle aziende di attirare e trattenere manager di alta qualità.

Inoltre, dall'analisi delle retribuzioni dei dirigenti si è osservato che i manager hanno un ruolo attivo nella strutturazione dei piani di stock option e possono influenzare le decisioni riguardanti le caratteristiche di questi.

L'analisi è pervenuta a tale risultato evidenziando che le retribuzioni dei dirigenti mancano di "indicizzazione", -ciò che permetterebbe loro di ottenere beneficio dalle stock option indipendentemente dalle prestazioni dell'azienda o del settore in cui opera-, nonché di meccanismi di "lock-up" che consentono loro di monetizzare immediatamente le azioni senza avere un interesse a lungo termine sull'andamento dell'azienda.

Altra caratteristica della retribuzione è la determinazione del prezzo di esercizio delle opzioni allo stesso valore delle azioni sottostanti sul mercato, ciò che permetterebbe ai manager un guadagno senza sforzo o senza contribuire a una crescita reale dell'azienda.

Infine, ulteriore caratteristica individuata è il "repricing", cioè la rideterminazione del prezzo di esercizio delle azioni quando il loro valore corrente scende al di sotto di quello originario, ciò che permetterebbe ai manager di ottenere profitti illimitati quando il prezzo delle azioni aumenta.

Una terza teoria definita "Perceived cost view", introdotta dagli economisti Hall e Murphy [107]afferma che il motivo principale della popolarità delle stock option non risiede nel loro potenziale per risolvere il problema d'agenzia, né nel fatto che i dirigenti possano trarre profitto dagli azionisti, bensì da fattori esterni come le condizioni fiscali favorevoli o sfavorevoli.

In sostanza, ciò che ha determinato l'attrattiva e la diffusione delle stock option come strumento di incentivazione sarebbe stato il contesto fiscale e le politiche contabili che hanno accompagnato il loro utilizzo nel corso degli anni.

L'assenza di regole specifiche che regolamentino le stock option ha fatto sorgere un dibattito tra due correnti di pensiero.

Una corrente più conservatrice, presente negli standard statunitensi e condivisa anche in Italia, ha promosso l'uso del valore intrinseco delle stock option, che rappresenta la differenza tra il prezzo di mercato delle azioni e il prezzo di esercizio dell'opzione.

L'altra corrente ha sostenuto l'utilizzo del fair value per la valutazione e l'iscrizione delle stock option nei bilanci, cercando di stimare oggettivamente il prezzo di uno strumento finanziario mediante diversi approcci di calcolo, indipendentemente dal valore di mercato corrente.

Utilizzando il criterio del valore intrinseco, le società americane assegnavano prezzi di esercizio alle stock option che erano uguali o superiori al valore di mercato delle azioni, al fine di non ridurre il reddito operativo. Questo ha portato gli executive e gli amministratori a percepire erroneamente le stock option come gratuite o poco costose per l'azienda, posto che la loro assegnazione non comportava spese finanziarie e nella maggior parte dei casi non venivano rilevati costi nel conto economico, evitando quindi una riduzione del reddito netto.

A partire dal 1984 negli Stati Uniti sono state avviate una serie di riforme volte a rendere obbligatoria l'adozione del fair value per le stock option, utilizzando il modello di valutazione delle opzioni Black-

[107] Hall, Brian, J., and Kevin J. Murphy, "*The Trouble with Stock Options*.", 2003.

Scholes. Tuttavia, questa imposizione è diventata effettiva solo nel 2003, a seguito di numerosi scandali finanziari che hanno attirato l'attenzione sulle questioni contabili.

Il modello di valutazione delle opzioni Black-Scholes, originariamente sviluppato per valutare le opzioni standard, è stato modificato per calcolare il valore delle stock option.

Tuttavia, le stock option presentano differenze sostanziali rispetto alle altre tipologie di opzioni. Oltre a un livello di rischio più elevato, sono caratterizzate dalla presenza di un periodo di acquisizione dei diritti (vesting period) e non consentono la diversificazione del rischio. Di conseguenza, il modello di Black-Scholes fornisce solo una stima approssimativa del loro valore.

Confrontando la prospettiva della perceived cost view con quella della rent extraction, la principale differenza tra le due visioni risiede nei meccanismi di mitigazione rilevati per entrambe.

Per affrontare i problemi di potere dei dirigenti, il modello suggerisce di rivedere le regole sulla corporate governance, ad esempio aumentando il numero di consiglieri indipendenti. Di contro, per mitigare i problemi di perceived cost, suggerisce di rendere trasparente il vero valore economico delle opzioni, obbligando la registrazione del fair value delle stock option nei bilanci ed eliminando l'asimmetria tra il trattamento contabile e fiscale.

In Italia, attualmente, con l'introduzione dello standard contabile IFRS2, che richiede l'utilizzo del fair value, la perceived cost view non è più in grado di spiegare la diffusione dei piani di stock option.

1.6 Le differenti correnti di pensiero sulla remunerazione dei CEO

Il seguente paragrafo ha l'obiettivo di far emergere, tramite l'analisi di varie teorie, come la composizione dei comitati di remunerazione, dei CdA e della ownership siano in grado di impattare sulla retribuzione dei dirigenti. Il secondo obiettivo è quello di evidenziare le possibili relazioni tra retribuzione dei CEO e la performance RSI e ambientale.

Nel 1999 Newman e Mozes[108] grazie alla loro analisi sono riusciti a dimostrare che la presenza di amministratori interni nel comitato di remunerazione impatta sul numero di componenti della retribuzione dei dirigenti basate sulle performance, che risultano essere inferiori, favorendo così i dirigenti stessi a discapito degli azionisti.

Ciò implica che la presenza di amministratori interni nel comitato può influire negativamente sull'allineamento della retribuzione dei CEO alla performance aziendale, sollevando così dubbi circa una possibile mancanza di equilibrio nella retribuzione dei dirigenti e mettendo in discussione l'efficacia del sistema di incentivi nella promozione del successo aziendale.

Nel 2003 gli autori Anderson & Bizjak[109] hanno raggiunto conclusioni differenti rispetto ai precedenti.

Secondo i risultati della loro analisi empirica, non è emersa alcuna prova che i comitati di remunerazione, caratterizzati da una maggiore presenza di amministratori esterni, adottino politiche retributive con una maggiore enfasi sulla performance. Inoltre, non hanno trovato conferme circa l'erogazione di una retribuzione maggiore dei CEO quando questi sono membri dei comitati di remunerazione.

A causa di queste conclusioni divergenti, i due gruppi di autori non concordano sulla necessità di regolamentare la composizione dei comitati di remunerazione. Mentre Newman e Mozes suggeriscono che una possibile soluzione potrebbe essere l'implementazione di leggi che riducano la presenza degli amministratori all'interno dei comitati, Anderson e Bizjak sostengono che tale approccio potrebbe

---

[108] Newman, H. A., & Mozes, H. A., "*Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? Financial Management*", Financial management (1999): 41-53.

[109] Anderson, R. C., & Bizjak, J. M. "*An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*", Journal of Banking & Finance 27.7 (2003): 1323-1348.

portare a conseguenze indesiderate come comportamenti da parte dei dirigenti volti a trarre vantaggio personale e a un aumento dei costi relativi ai contratti stipulati dall'azienda.

Al fine di comprendere come la composizione del CdA possa impattare sulla retribuzione dei dirigenti è utile approfondire le analisi condotte da diversi autori.

I risultati delle analisi condotte nel 1999 da Core, Holthausen, & Larcker[110], indicano che non esiste una relazione diretta tra una maggiore presenza di amministratori esterni rispetto a quelli interni nel CdA e rispetto all'efficacia nella gestione della retribuzione dei CEO.

Al contrario, hanno rilevato che all'aumentare della presenza di amministratori interni nel consiglio, si osserva una diminuzione del livello retributivo dei CEO; hanno anche notato che il livello di retribuzione dei CEO aumenta in tre casi: con un aumento del numero di amministratori esterni nominati dal CEO, con un maggior numero di amministratori che ricoprono incarichi in tre o più consigli di amministrazione, con un consiglio di amministrazione di dimensioni più ampie nel caso in cui il CEO ricopra anche il ruolo di Presidente del consiglio di amministrazione.

Nel 2004 gli autori Ryan Jr. & Wiggins III sostengono che il CdA inizi a perdere la sua indipendenza quando viene controllato dagli amministratori interni, in quanto ciò implica che le decisioni degli amministratori interni potrebbero non essere assunte esclusivamente nell'interesse degli azionisti.

Secondo questi autori, quindi, quando il CdA rimane indipendente, si osservano maggiori incentivi nella retribuzione dei CEO basati sulla performance aziendale al fine di allineare gli interessi dei CEO con quelli degli azionisti. Quando invece il CEO ha una forte influenza sul consiglio, la struttura della retribuzione tende a contenere una quantità inferiore di incentivi.

Considerando tale argomento da un'altra prospettiva, come teorizzato da Hallock nel 1997, alcuni CEO, interconnessi con CEO di aziende diverse, potrebbero beneficiare di livelli di compensi più elevati

[110] Ryan Jr., H. E., & Wiggins III, R. A. "*Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring*", Journal of Financial Economics 73.3 (2004): 497-524.

rispetto a quelli che non hanno tali collegamenti. Successivamente tale teoria è stata confermata da test empirici condotti dall'autore.

Per comprendere quale impatto potrebbe avere la composizione della proprietà sulla determinazione della retribuzione dei dirigenti, gli autori Hambrick e Finkelstein nel 1995[111] analizzano "l'azionista significativo" sostenendo che la sua presenza è in grado di influenzare la retribuzione soggetta ad analisi. La presenza di un azionista forte, attento e presente, permette di attrarre e trattenere un CEO con prestazioni soddisfacenti; al contrario, la sua assenza permette al CEO di influenzare la propria retribuzione, portandola al massimo livello considerato accettabile dagli azionisti.

Nel 2005, invece, gli autori Khana, Dharwadkarb, e Brandes[112] spiegano che, quando la proprietà dell'azienda è più concentrata, cioè, controllata da un numero limitato di azionisti, aumenta il potere di supervisione nei confronti dei dirigenti. Al contrario, quando la proprietà è suddivisa tra molti azionisti, diventa necessario utilizzare maggiormente gli incentivi per allineare gli interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti.

Secondo la ricerca condotta, quando un grande investitore istituzionale è presente, la discrezionalità dei dirigenti nelle decisioni sulla loro retribuzione viene ridotta. Ciò si riflette in livelli retributivi inferiori, come salari più bassi e una minore assegnazione di stock option.

Gli autori, inoltre, sostengono che i grandi investitori istituzionali mostrano una preferenza per compensare i CEO principalmente attraverso un salario più elevato rispetto agli incentivi. Questa preferenza è giustificata dal fatto che i grandi investitori istituzionali hanno un maggiore potere di monitoraggio sull'operato dei CEO, rendendo gli incentivi meno necessari per allineare gli interessi delle parti coinvolte.

[111] Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. "*The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises*", 1995

[112] Khana, R., Dharwadkarb, R., & Brandes, P. "*Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination*", 2005

Successivamente all'approfondimento delle precedenti teorie vengono analizzati il "Say on Pay", la correlazione tra executive compensation con i risultati finanziari dell'azienda, e la responsabilità sociale d'impresa.

Il "Say on Pay" è il diritto degli azionisti di esprimere un voto consultivo sulla retribuzione dei dirigenti aziendali, in particolare del CEO e degli altri membri del consiglio di amministrazione.

Tale diritto, quindi, permette agli azionisti di esprimere la propria opinione sulla politica retributiva dell'azienda e di valutare se la remunerazione dei dirigenti sia adeguata in relazione alle prestazioni aziendali.

Gli autori Cai e Walkling nel loro studio del 2011[113] analizzano gli effetti dell'introduzione della normativa "Say on Pay" nel 2007 negli Stati Uniti. Secondo la loro ricerca, il voto "say on pay" ha avuto un impatto positivo nelle aziende in cui la retribuzione dei CEO era considerata eccessivamente alta e non allineata con un livello di performance adeguato.

Gli studi analizzati in merito alla relazione tra la performance e la retribuzione dei CEO forniscono risultati contrastanti.

Il primo studio della correlazione tra retribuzione del CEO e la performance fu di Jenses e Murphy nel 1990.

Nel loro studio gli autori hanno trovato una bassa correlazione tra il compenso dei CEO e la performance aziendale, sottolineando che i bonus, costituenti metà del pacchetto retributivo, non sono collegati strettamente alla performance e quindi non sono un incentivo diretto per migliorare le prestazioni aziendali.

[113] Cai, J., & Walkling, R. A. "Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value?", Journal of Financial and Quantitative Analysis 46.2 (2011): 299-339.

Inoltre, hanno evidenziato che l'uso inadeguato della retribuzione sotto forma di azioni ha limitato gli incentivi per la performance dei CEO. Secondo gli autori, questo suggerisce che i CEO sono retribuiti come "burocrati", anziché come manager coinvolti a migliorare le prestazioni aziendali.

Nel 1995 l'autore Yermack[114] esaminando specificamente le stock option come forma di compensazione per i CEO arriva a risultati simili rispetto alla teoria precedente.

L'autore osserva che il crescente utilizzo delle stock option non sembra essere spiegato dalle teorie convenzionali quali la teoria dell'agenzia e la "optimal contracting theory".

Tuttavia, l'autore riconosce che le limitazioni dei dati disponibili potrebbero aver influenzato la comprensione completa di questa relazione causale.

Ai risultati empirici di queste ricerche sulla correlazione si sono contrapposti diversi studi.

Il primo, del 1998 di Hall e Liebman[115], sostiene che gli incentivi che compongono la retribuzione dei CEO sono decisamente legati alla performance. Per dimostrare ciò, gli autori analizzano le fluttuazioni del valore delle azioni e delle stock option all'interno dei portafogli dei CEO, tenendo conto del valore di mercato delle aziende.

I risultati ottenuti indicano l'esistenza di una correlazione tra i contratti di retribuzione dei CEO e le prestazioni aziendali, nonché un aumento dei livelli di retribuzione nel corso dei decenni precedenti e la loro connessione con la performance aziendale.

Il secondo studio, del 1999 di Core & Guay[116], conferma la teoria dei contratti ottimali, sostenendo che le aziende utilizzano in modo efficace e adeguato la retribuzione basata sul capitale proprio come strumento di incentivazione per la performance dei CEO. Secondo gli autori, le aziende stabiliscono dei livelli di incentivi ottimali per i CEO e, nel caso in cui si verifichino delle deviazioni da tali livelli, vengono

---

[114] D. Yermack, "*Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*", The journal of Finance 52.2 (1997): 449-476.
[115] Hall, B. J., & Liebman, J. B. "*Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats*?", 1998
[116] Core, J., & Guay, W, "*The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels*", Journal of accounting and economics 28.2 (1999): 151-184.

apportate correzioni tramite l'impiego di nuovi incentivi basati sul capitale proprio, come ad esempio le azioni soggette a restrizioni e le stock option.

Lo studio sulla seconda tipologia di correlazione tra retribuzione del CEO e la responsabilità sociale dell'impresa fu introdotto per la prima volta nel 2005 da Arora e Alam[117] e successivamente nel 2006 da Frye, Nelling e Webb[118].

Entrambi gli studi mostrano che la composizione della retribuzione dei CEO, con l'inclusione di bonus e stock option, ha contribuito a creare un allineamento degli interessi tra i CEO e gli stakeholder primari, come clienti, dipendenti e azionisti. Questo fenomeno risulta particolarmente evidente nelle aziende che adottano una prospettiva di responsabilità sociale e tengono conto di una vasta gamma di portatori di interesse.

Nel 2006 Deckop, Merriman e Gupta[119] evidenziano nei loro studi che la struttura della retribuzione dei CEO ha un impatto sulla performance sociale d'impresa. Le aziende che adottano pacchetti retributivi a lungo termine, con una quota significativa di stock option e restricted stock, tendono a ottenere una migliore performance sociale nel tempo. Al contrario, le aziende che premiano i CEO con incentivi a breve termine mostrano una performance sociale minore. Tuttavia, la struttura della retribuzione spiega solo una piccola percentuale di variazione nella performance sociale, poiché altri fattori, come gli incentivi personali non monetari dei CEO, influenzano le decisioni rispetto alla responsabilità sociale d'impresa.

Di contro, gli studi di Fabrizi, Mallin, e Michelon del 2014[120], contraddicono questa relazione, sostenendo che una forte allineamento degli interessi dei top manager con quelli degli azionisti potrebbe ridurre gli investimenti nella responsabilità sociale d'impresa.

---

[117]Arora, A., & Alam, P. "CEO Compensation and Stakeholders' Claims", Contemporary Accounting Research 22.3 (2005): 519-547

[118] Frye, M. B., Nelling, E., & Webb, E. "*Executive Compensation in Socially Responsible Firms*," 2006

[119]Deckop, J. R., Merriman, K. K., & Gupta, S. *"The Effects of CEO Pay Structure on Corporate Social Performance",* Journal of Management 32.3 (2006): 329-342.

[120] Fabrizi, M., Mallin, C., & Michelon, G. *"The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility*", Journal of Business Ethics 124 (2014): 311-326

Gli studi analizzati riguardo alla relazione tra la performance ambientale e la retribuzione dei CEO forniscono risultati contrastanti.

Un'analisi condotta da Cordeiro e Sarkis nel 2008[121] su aziende che dichiarano un collegamento tra performance ambientale e retribuzione dei CEO non trova una relazione significativa tra queste due variabili. Gli autori ipotizzano che i top manager possano influenzare il processo di misurazione della performance ambientale e ottenere una minore quota di retribuzione basata sulla performance ambientale.

Al contrario, uno studio di Berrone e Gomez-Mejia 2009[122], focalizzato sulle industrie inquinanti, indica che la performance ambientale influenza la retribuzione dei CEO in tali settori. Gli autori suggeriscono alle aziende con una bassa performance ambientale di aumentare le componenti di retribuzione basate sul lungo periodo per incentivare la prevenzione dell'inquinamento. In definitiva, mentre Cordeiro e Sarkis non trovano una relazione significativa, Berrone e Gomez-Mejia evidenziano un legame positivo tra la performance ambientale e la retribuzione dei CEO nelle industrie inquinanti.

[121] Cordeiro, J. J., & Sarkis, J. "*Does Explicit Contracting Effectively Link CEO Compensation to Environmental Performance*?", Business Strategy and the Environment 17.5 (2008): 304-317.
[122] Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. "*Environmental Performance and Executive Compensation: An Integrated Agency Institutional Perspective*", Academy of Management Journal 52.1 (2009): 103-126

CAPITOLO 2: PRINCIPIO DI SOSTENIBILITÀ E INDICI ESG NELLE POLITICHE RETRIBUTIVE DEL TOP MANAGEMENT

2.1 Evoluzione del concetto di sostenibilità

Nel corso della breve storia sulla sostenibilità sono state condotte numerose ricerche legate al concetto di sostenibilità.

Nel 1798, Thomas Malthus sollevò un importante dilemma nel suo saggio intitolato "Saggio sul principio della popolazione e i suoi effetti sullo sviluppo futuro della società"[123]. Egli affrontò la sfida di come gestire la relazione tra la crescita infinita della popolazione e le risorse limitate disponibili.

Il demografo inglese si soffermava nel porre un freno alla crescita demografica che al suo aumentare avrebbe comportato maggiore povertà e fame nel mondo, causato dal numero limitato di risorse disponibili nel pianeta.

Negli anni però l'aumento sempre più elevato di problemi relativi all'ambiente, alla crescita economica e agli impatti sulla biosfera e sugli ecosistemi, ha portato alla Dichiarazione delle Nazioni Unite sull'ambiente umano nel 1972 a Stoccolma.

Lo scopo della dichiarazione era quello di definire le prospettive e i principi comuni delle nazioni al fine di guidare e ispirare gli stati verso la conservazione e il miglioramento dell'ambiente nell'interesse dei popoli e delle generazioni future.

Secondo i 26 principi enunciati nella Dichiarazione, l'essere umano, che possiede un diritto fondamentale a condizioni di vita soddisfacenti, all'uguaglianza e alla libertà[124], ha la responsabilità di salvaguardare gli interessi delle generazioni attuali e future[125]. Questo impegno richiede un'adeguata cura dell'ambiente in

[123] MALTHUS T.R., *Saggio sul principio della popolazione ei suoi effetti sullo sviluppo futuro della società. Johnson ed, Cambridge*, 1798

[124] Conferenza ONU, "*Dichiarazione sull'ambiente umano"*, principio 1, 1972: "L'uomo ha un diritto fondamentale alla libertà, all'eguaglianza e a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che gli consenta di vivere nella dignità e nel benessere, ed è altamente responsabile della protezione e del miglioramento dell'ambiente davanti alle generazioni future. Per questo le politiche che promuovono e perpetuano l'apartheid, la segregazione razziale, la discriminazione, il colonialismo ed altre forme di oppressione e di dominanza straniera, vanno condannate ed eliminate".

[125] Conferenza ONU, "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*", 1972, principio 2: "Le risorse naturali della Terra, ivi incluse l'aria, l'acqua, la flora, la fauna e particolarmente il sistema ecologico naturale, devono essere salvaguardate a beneficio delle generazioni presenti e future, mediante una programmazione accurata o una appropriata amministrazione".

cui vive e gestione delle risorse naturali[126], rinnovabili essenziali e non rinnovabili[127], consentendo così una vita dignitosa e prospera.

In aggiunta, è compito dell'uomo garantire le risorse necessarie per migliorare e preservare l'ambiente, tenendo presente i bisogni particolari dei paesi in via di sviluppo e i costi derivanti dall'implementazione di misure di protezione ambientale. È imperativo eliminare tutto ciò che minaccia l'ambiente o la vita umana, come le armi nucleari e ogni forma di arma di distruzione di massa.[128]

Il miglioramento della vita, in termini di efficienza ed equità e di capacità di soddisfacimento delle esigenze umane, porta alla definizione del concetto di sostenibilità.

Il concetto di sostenibilità fu definito per la prima volta dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo nel rapporto Brundtland del 1987 intitolato "Our Common Future". In tale rapporto, lo sviluppo sostenibile viene definito come "*lo sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*"[129].

Il primo ministro del governo norvegese, Gro Harlem Brundtland, commissionò il rapporto, da cui prende nome, per affrontare le problematiche ambientali e definire una strategia che permetta uno sviluppo economico, ma che al tempo stesso impatti in modo poco significativo o nullo sull'ambiente.

I principali obiettivi della Commissione furono la determinazione delle modalità e dei mezzi per affrontare tematiche ambientali, la definizione di strategie efficaci per il conseguimento di uno sviluppo sostenibile a lungo termine e infine, la creazione di cooperazione e percezione comune tra i paesi.

Lo sviluppo, dunque viene inteso come il soddisfacimento dei bisogni primari garantendo però allo stesso tempo l'aspirazione a una condizione di vita migliore anche per le generazioni prossime.

Ciò è possibile grazie all'attenzione posta sull'ambiente e sulla sua tutela, elemento imprescindibile per raggiungere lo scopo ultimo di un futuro per le persone avvenire. La sostenibilità deve diventare una

---

[126] Conferenza ONU, "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*", 1972, principio 3: "La capacità della Terra di produrre risorse naturali rinnovabili deve essere mantenuta e, ove ciò sia possibile, ripristinata e migliorata".

[127] Conferenza ONU, "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*", 1972 principio 5: "Le risorse non rinnovabili della Terra devono essere utilizzate in modo da evitarne l'esaurimento futuro e da assicurare che i benefici del loro sfruttamento siano condivisi da tutta l'umanità".

[128] Conferenza ONU, "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*", 1972, U.N. Doc. A/Conf.48/14/Rev. 1, 1973. - 11 I.L.M. 1416, 1972.

[129] Report of the World Commission on Environment and Development, "*Our Common Future*". United Nations, 1987.

condizione necessaria nell'agire degli attori del sistema economico, che devono allineare le proprie strategie verso una maggiore responsabilità sostenibile.

Il concetto di sviluppo sostenibile definito dal Rapporto di Brundtland ha dato consapevolezza alle aziende sull'importanza di un approccio integrato allo sviluppo, ed è considerato il precursore dell'Agenda 2030.

Il piano d'azione globale, in vigore dal 1° Gennaio 2016, si basa sul concetto di sviluppo sostenibile e integra equamente gli aspetti economici.

L'Agenda 2030 si compone di 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile (SDGs), con lo scopo di porre fine alla fame e povertà estrema nel mondo, ridurre le disuguaglianze economiche, sociali e territoriali, garantire a tutti l'accesso a cure sanitarie di qualità, a un'istruzione inclusiva e l'accesso all'acqua potabile e ai servizi igienici. Per poter raggiungere tali obiettivi, deve garantire a tutti gli individui l'accesso ai servizi alimentari e alle risorse oltre che promuovere l'occupazione e la crescita economica sostenibile.

Figura 1: Goal Agenda 2030

Fonte: *Istat, 2019*[130]

[130] Istat, "*17 Sustainable Development goals*", 2019

Gli obiettivi si articolano su cinque principali dimensioni della sostenibilità[131] che sono: "persone", "pianeta", "prosperità", "pace" e "partenariato".[132]

Il principio delle "persone" si riferisce alla necessità di proteggere e migliorare il benessere umano, eliminando fame e povertà in tutte le loro varianti garantendo dignità ed uguaglianza.

Gli SDGs assicurano che tutte le persone abbiano accesso a servizi essenziali, come l'istruzione, la salute e l'acqua potabile, e che siano protette dalle violenze, dalle discriminazioni e dalle ingiustizie.

Il principio basato sul "pianeta"[133] ha lo scopo di proteggere le risorse naturali e il clima del pianeta per le generazioni future, cercando quindi di preservare gli ecosistemi, ridurre l'inquinamento, proteggere la biodiversità e mitigare i cambiamenti climatici. Il suo obiettivo è quello di influenzare direttamente, in modo positivo, la salute e il benessere delle persone e delle comunità di cui fanno parte.

Il principio della "prosperità"[134] garantisce uno sviluppo economico sostenibile e inclusivo promuovendo un'economia favorevole che fornisca lavoro dignitoso, una crescita sostenibile e prosperità per tutti, senza compromettere le risorse naturali del pianeta. Lo scopo di questo principio è quello di garantire che la

---

131 General Assembly, Resolution adobted by the General Assembly on 25 September 2015

132 R. PAVONI, D. PISELLI, "*The Sustainable Development Goals and International Environmental Law: Normative Value and Challenges for Implementation"*, in Veredas do Direito, 2016, n.26

133 Gli SGDs a cui fa riferimento il principio del pianeta sono:

- "SDG 6: Garantire l'accesso all'acqua pulita e all'igiene e migliorare la gestione delle risorse idriche.
- SDG 7: Garantire l'accesso a fonti di energia accessibili, affidabili, sostenibili e moderne per tutti.
- SDG 11: Rendere le città e le comunità sostenibili, sicure, resilienti e inclusive.
- SDG 12: Garantire modelli di produzione e consumo sostenibili e responsabili.
- SDG 13: Affrontare il cambiamento climatico e i suoi effetti negativi.
- SDG 14: Conservare e utilizzare in modo sostenibile gli oceani, i mari e le risorse marine per lo sviluppo sostenibile.
- SDG 15: Proteggere, ripristinare e promuovere l'uso sostenibile dell'ecosistema terrestre, gestire in modo sostenibile le foreste, contrastare la desertificazione, arrestare e invertire la degradazione del suolo e arrestare la perdita di biodiversità."

134 Gli SDGs relativi al principio della prosperità comprendono:

- "SDG 1: Porre fine alla povertà in tutte le sue forme ovunque.
- SDG 2: Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare e migliorare la nutrizione e l'agricoltura sostenibile.
- SDG 3: Garantire una vita sana e promuovere il benessere per tutti in tutte le età, riducendo la mortalità infantile, materna e malattie come l'HIV/AIDS, la malaria e la tubercolosi.
- SDG 4: Garantire un'istruzione inclusiva, equa e di qualità per tutti e promuovere l'apprendimento permanente.
- SDG 8: Promuovere la crescita economica sostenibile, inclusiva e sostenibile, l'occupazione piena e produttiva e il lavoro dignitoso per tutti.
- SDG 9: Costruire infrastrutture resilienti, promuovere l'industrializzazione sostenibile e favorire l'innovazione.
- SDG 10: Ridurre le disuguaglianze all'interno e tra i paesi.
- SDG 17: Promuovere i partenariati per gli obiettivi e rafforzare la cooperazione globale per lo sviluppo sostenibile."

crescita economica non sia solo limitata alla creazione di ricchezza, ma che sia anche inclusiva e sostenibile, a favore di tutti i membri della società.

Il principio della "pace" si riferisce alla promozione della stessa e della giustizia in tutto il mondo[135], prevenendo e riducendo la violenza, la corruzione e la criminalità, attraverso il dialogo e la cooperazione. Il fine ultimo di tale principio è quello di garantire che le società siano pacifiche e giuste, in modo che le persone possano vivere in sicurezza e godere di pari opportunità.

Il principio del "partenariato"[136] implementa la cooperazione e il partenariato tra le nazioni, le organizzazioni internazionali, il settore privato e la società civile per raggiungere gli SDGs, poiché questi richiedono una forte alleanza globale e una maggiore collaborazione per garantire il successo e la sostenibilità delle azioni.

In conclusione, i suddetti principi compongono l'Agenda sostenibile: il programma d'azione da essa elaborato per le persone, il pianeta e la prosperità ha l'obiettivo di garantire la pace universale, la libertà condivisa e il benessere per le generazioni presenti e future.

Nell'attuare il programma dell'Agenda sostenibile, i paesi sono chiamati a dare il loro contributo tramite l'adozione di politiche e strategie nazionali, coinvolgendo tutti gli attori della società e mobilizzando le risorse finanziarie.

Nello sviluppare politiche e strategie nazionali per l'implementazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile, i paesi dovranno definire le aree di intervento di maggior attenzione e che permetteranno di raggiungere risultati concreti.

Al fine di correggere le azioni in corso e promuovere un miglioramento continuo, i paesi dovranno identificare le operazioni concrete definendo gli indicatori di monitoraggio e valutazione appropriati.

---

[135] Gli SDGs relativi ai principi di Pace comprendono:
- "SDG 10: Ridurre le disuguaglianze all'interno e tra i paesi.
- SDG 11: Rendere le città e le comunità sostenibili, sicure, resilienti e inclusive.
- SDG 16: Promuovere società pacifiche, giuste e inclusive e istituzioni forti.
- SDG 17: Promuovere i partenariati per gli obiettivi e rafforzare la cooperazione globale per lo sviluppo sostenibile."

[136] Gli SDGs relativi al principio del partenariato comprendono:
- "SDG 17: Promuovere i partenariati per gli obiettivi e rafforzare la cooperazione globale per lo sviluppo sostenibile."

Inoltre, dovranno coinvolgere tutti gli attori[137] della società nella definizione e implementazione delle politiche e strategie nazionali, e ciò tramite la mobilizzazione delle risorse utilizzando diverse fonti di finanziamento, tra cui il settore pubblico, il settore privato e la cooperazione internazionale.

La sfida dell'Agenda 2030 è di portare il mondo verso la sostenibilità, senza più distinzione tra Paesi sviluppati, emergenti e in via di sviluppo.

Questo sta a significare che ogni Paese deve impegnarsi nel definire una propria strategia di sviluppo sostenibile in modo da consentire il raggiungimento degli SDGs e nel rendicontare i propri risultati all'Onu.

Successivamente l'introduzione del nuovo concetto di sviluppo sostenibile composto dalle tre dimensioni -economica, ambiente e società- ha reso necessaria la programmazione di azioni strategiche di lungo periodo, come l'adozione dell'Agenda 2050.

Se l'Agenda 2030 si concentra su un periodo di 15 anni, l'Agenda 2050 si concentra su obiettivi a lungo termine, ma ambedue, tramite il monitoraggio degli impatti delle aziende al di fuori dei confini aziendali, permettono la massimizzazione dei benefici percepiti, nonché un aumento della fiducia da parte dei loro stakeholders e un'analisi ampia sui bisogni di questi ultimi.

2.2 Motivazioni dell'applicazione della sostenibilità

Al fine di comprendere come l'applicazione della sostenibilità influenzi il comportamento dei manager e le sue decisioni è importante esaminare le motivazioni che spingono un'azienda ad applicare la sostenibilità.

Le motivazioni dell'applicazione della sostenibilità possono esser riassunte in quattro teorie: "Istituzionale", "Legittimità", "dell'Agenzia" e "Seholders".

[137] Il coinvolgimento degli attori della società, nella definizione delle politiche e strategie nazionali, può avvenire tramite la creazione di spazi di partecipazione e di consultazione, e tramite la promozione della trasparenza e dell'accesso alle informazioni in modo tale che tutte le parti interessate possano partecipare.

2.2.1 Teoria Istituzionale

La teoria istituzionale sostiene che gli attori sociali, come i governi, le imprese e la società civile, possono contribuire alla sostenibilità attraverso la creazione di istituzioni che incentivano le pratiche sostenibili limitando le attività dannose per l'ambiente e la società.

Le istituzioni, configurazioni di sovrastrutture organizzate giuridicamente, non solo riflettono la società in cui operano, ma possono anche influenzare il comportamento delle persone e dei gruppi sociali; inoltre, possono avere un impatto sulle politiche ambientali, sulle decisioni di investimento, sulle pratiche di produzione e consumo, e persino sui valori e sulle credenze delle persone.

L'istituzione può avere due obiettivi: la limitazione dell'asimmetria informativa tra i manager dell'azienda e gli stakeholders[138]; l'orientamento alle attività che soddisfano maggiormente i bisogni degli azionisti e che massimizzano il profitto[139].

La teoria istituzionale può essere applicata al contesto manageriale per comprendere come le istituzioni influenzano il comportamento dei manager nell'adozione di pratiche sostenibili e nell'affrontare le sfide sociali e ambientali.

Le istituzioni possono influenzare il comportamento dei manager attraverso: le "aspettative sociali", i "vincoli normativi", la "legittimità", gli "incentivi"/"disincentivi".

Le "aspettative sociali" si riferiscono alle norme e alle aspettative della società nei confronti di individui, organizzazioni e istituzioni e possono riguardare l'etica aziendale, la sostenibilità, la responsabilità sociale e la giustizia sociale. Ad esempio, le norme che promuovono la responsabilità sociale delle imprese possono influenzare le decisioni dei manager nella scelta di fornitori sostenibili, nella riduzione

[138]Si parla di ordinamento civil law ove le leggi e le norme giuridiche sono scritte in codici e sono interpretate da giudici e tribunali in base al significato letterale del testo. Questo sistema giuridico si basa sul principio della legalità, in cui tutte le leggi e le norme giuridiche devono essere rispettate e applicate uniformemente. Nella civil law la norma è contenuta esclusivamente dalla legge e non anche la precedente vincolante del giudice.

[139] Si parla di common low, le leggi e le norme giuridiche sono create attraverso l'interpretazione dei giudici e la costruzione di una serie di precedenti giuridici che vengono utilizzati per decidere casi futuri simili. Questo sistema giuridico si basa sul principio della giurisprudenza, in cui le decisioni dei giudici sono considerate fonti di diritto e hanno la stessa autorità delle leggi scritte. Nel common law è la sentenza che crea il diritto poiché la regola dettata dal giudice poi vale nelle successive controversie aventi lo stesso ambito oggettivo, anche se con soggetti diversi.
Nella civil law invece la norma è contenuta esclusivamente dalla legge e non anche la precedente vincolante del giudice.

dell'impatto ambientale delle attività produttive e nell'adozione di pratiche etiche per la gestione del personale.

I "vincoli normativi", seconda forma di influenza delle istituzioni sul comportamento dei manager, si riferisce alle norme e ai regolamenti a cui i manager devono conformarsi nel perseguimento degli obiettivi aziendali; possono essere imposti da autorità governative, organizzazioni internazionali e organizzazioni di settore. Le norme possono influenzare il comportamento dei manager nell'adozione di pratiche sostenibili e socialmente responsabili -come la tutela dei diritti dei lavoratori al fine di garantire la sicurezza sul lavoro- attraverso sanzioni, incentivi fiscali, reputazione[140] e vantaggio competitivo[141].

Terza forma di influenza del comportamento dei manager da parte delle istituzioni è la "legittimità", che viene definita come la percezione che si ha di un'organizzazione o di un'azienda che rispetti le aspettative sociali e le norme.

I manager cercano spesso di garantire la legittimità perché ciò permette loro di ottenere vantaggi come l'accettazione sociale e la fiducia da parte degli investitori.

Infine, le istituzioni possono creare "incentivi e disincentivi" nell'adozione di pratiche sostenibili.

Ai manager spetteranno degli incentivi, come per esempio la gratificazione personale o l'accesso a finanziamenti a basso costo, quando avranno applicato pratiche sostenibili e socialmente responsabili; mentre, in caso contrario, verranno sottoposti a sanzioni di carattere economico.

In definitiva, la teoria istituzionale permette di capire come le organizzazioni adattano le loro pratiche in risposta alle aspettative istituzionali, nonché permette di individuare le sfide da intraprendere verso pratiche sostenibili, quali la resistenza al cambiamento e la mancanza di risorse.

2.2.2 Teoria legittimità

Il concetto di legittimità, introdotto da Dowling e Pfeffer, che è alla base della teoria della legittimità, rappresenta "*una condizione o uno stato che esiste nel momento in cui il sistema di valori di un'entità è conforme con il*

[140] Può aumentare l'attrattività dell'organizzazione per i clienti, i fornitori e gli investitori.
[141] Come l'adozione di tecnologie a basso impatto ambientale può migliorare la produttività e ridurre i costi di produzione, consentendo all'organizzazione di offrire prezzi più competitivi ai clienti.

sistema di valori del più ampio sistema sociale, di cui l'entità stessa fa parte. Quando esiste una disparità, attuale o potenziale, tra i due sistemi di valori, vi è una minaccia per la legittimità dell'entità"[142].

La teoria della legittimità si riferisce, dunque, alla percezione che le persone hanno della validità e della giustizia delle istituzioni e dei processi decisionali; questi ultimi vengono considerati legittimi se sono percepiti come equi, giusti e conformi a norme sociali.

Le persone saranno più inclini a rispettare le regole e a cooperare con i processi decisionali, se le istituzioni verranno percepite come legittime; in caso contrario, saranno più inclini a resistere alle decisioni o a disobbedire alle regole.

La teoria si basa sull'idea che esista un contratto sociale[143], tra impresa e collettività, che rappresenti le aspettative di quest'ultima sulle operazioni svolte dall'impresa[144].

La sopravvivenza dell'azienda è messa in discussione nel momento in cui vìoli il contrattato sociale oppure operi in maniera illegittima.

Per questo motivo le aziende devono esser sensibili all'evoluzione dei bisogni della collettività per evitare il decadimento del contratto sociale; a tal fine l'azienda dovrà adeguare la produzione agli obiettivi, applicare azioni correttive e comunicare costantemente e pubblicamente, per esempio tramite il report di sostenibilità, tutte le operazioni riguardanti la sostenibilità e le relative performance.

Le informazioni sociali e ambientali assumono pertanto sempre più rilevanza perché le aziende, in tal modo, possono applicare azioni correttive per mantenere un rapporto di trasparenza e fiducia con la collettività e così ottenere un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza.

---

[142] Dowling, J., & Pfeffer, J.. "O*rganizational legitimacy: Social values and organizational behavior*. Pacific sociological review", 18(1), pag. 122-136, 1975.

[143] Definizione Shocker e Sethi: "Qualsiasi istituzione sociale o di business, non fa eccezione, opera nella società attraverso un contratto sociale, espresso o implicito. Per cui la sua sopravvivenza e la crescita sono basate su: la realizzazione di alcuni fini socialmente desiderabili per la società in generale; la distribuzione dei benefici economici, sociali o politici per gruppi di operazioni da cui deriva la propria forza".

[144] Shocker, A. D., & Sethi, S. P.. *An approach to incorporating societal preferences in developing corporate action strategies*. California management review, 15(4), pag. 97-105, 1973.

2.2.3 Teoria dell'agenzia

La teoria dell'agenzia si basa sul rapporto tra due soggetti, "agente" e "principale", e ai relativi problemi che possono emergere a causa di interessi contrastanti delle parti[145].

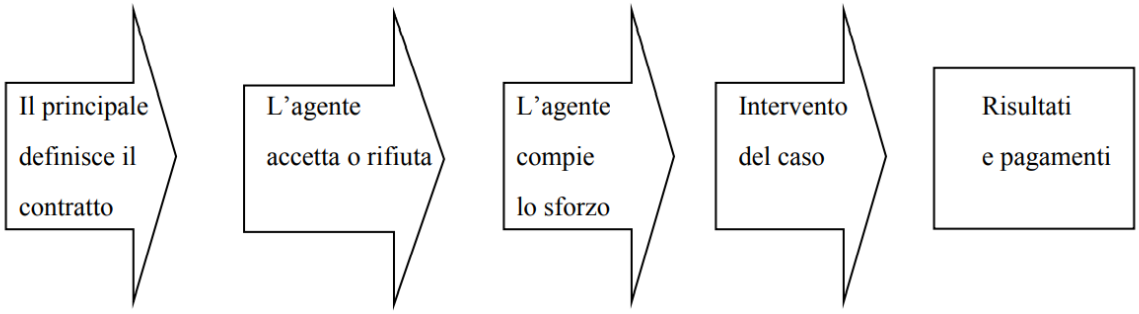
L' "agente" è un soggetto che agisce e prende decisioni per nome e per conto del principale; può essere un dirigente o un dipendente, mentre il "principale" può essere un'azienda o un individuo.

I problemi che si possono riscontrare sono dovuti all'incompletezza dei contratti tra loro stipulati e ciò qualora non garantiscano con certezza il perseguimento degli obiettivi a causa di una asimmetria informativa.

L'asimmetria formativa si manifesta nello sviluppo dei rapporti di agenzia quando uno dei due soggetti dispone di una mole d'informazioni maggiori rispetto all'altro.

La seguente figura rappresenta l'evoluzione della relazione fra i due soggetti, ove il principale è il soggetto che anticipa il comportamento dell'agente e tende alla massimizzazione dell'utilità tramite l'adozione della soluzione contrattuale che gli permetta di raggiungere l'obiettivo perseguito[146].

Figura 2: Schematizzazione della relazione tra principale e agente [147]



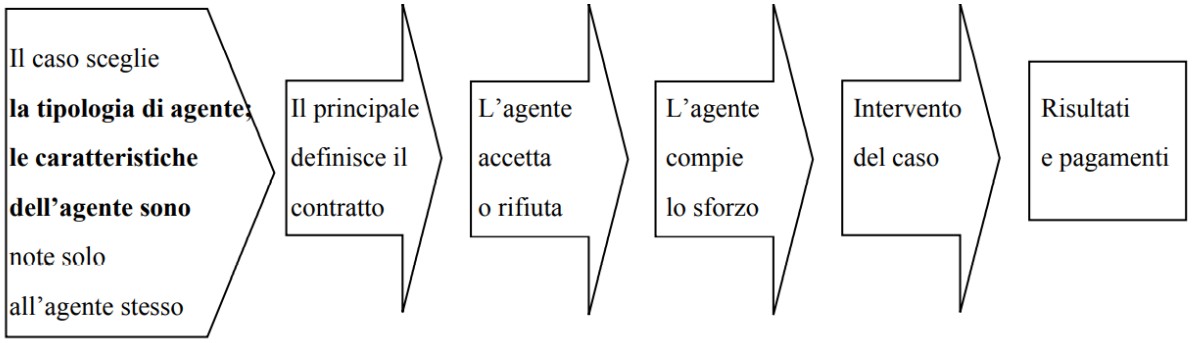
Fonte: Macho-Stadler, Pérez-Castrillo, "*An Introduciòn to the Economic of Information*", 2001

L'asimmetria informativa può presentarsi in varie forme, a seconda della fase all'interno del processo sequenziale, raffigurato dal modello grafico, in cui avviene l'alterazione delle informazioni.

[145] Linder, S., & Foss, N. J., *Agency theory*. International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences,(1), 2015
[146] Laffont, Martimort, "*The Theory of incentivs*", 2002
[147] Macho-Stadler, Pérez-Castrillo, "*An Introduciòn to the Economic of Information*", 2001

Nella teoria vengono identificate tre situazioni di asimmetria, che permettono di classificare le relazioni di agenzia, e che sono: "selezione avversa", "azzardo morale" e "segnalazione".

Figura 3: Schematizzazione della relazione tra principale e agente in caso di selezione avversa



Fonte: Macho-Stadler, Pérez-Castrillo, "*An Introduciòn to the Economic of Information*", 2001

Si ha una situazione di "selezione avversa" quando l'asimmetria informativa precede la formalizzazione del rapporto contrattuale tra i due soggetti, in cui l'agente è il soggetto in possesso di informazioni private sconosciute al principale, come per esempio sui suoi comportamenti.

La relazione tra i contraenti cambia perché le caratteristiche dell'agente sono note solo all'agente stesso. In tal modo il vantaggio informativo che l'agente ha sul principale, gli permette di incidere sulle decisioni di quest'ultimo circa le azioni da compiere per il suo benessere.

In questo caso, quindi, il principale non è più in grado di identificare gli agenti di qualità per raggiungere gli obiettivi prefissati e l'agente può nascondere al principale le sue caratteristiche o quelle del bene oggetto di scambio e così indurlo ad annoverarlo nella categoria degli agenti migliori[148].

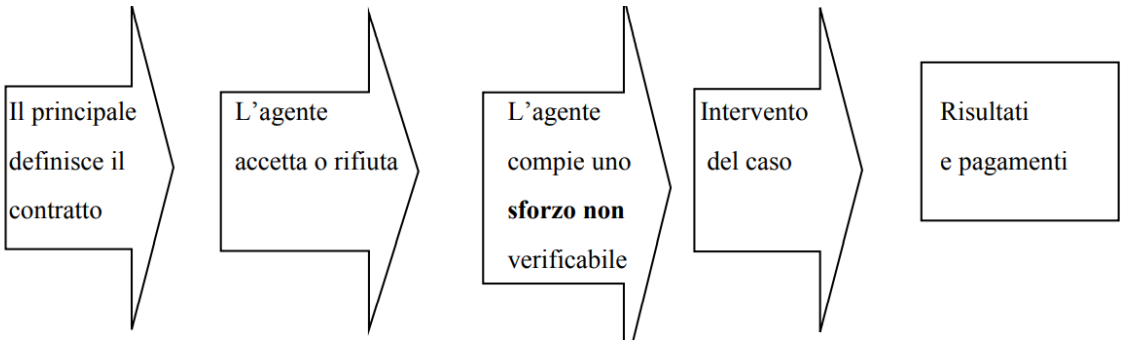
La carenza di informazioni a disposizione dei principali e i costi sostenuti per ottenerle, possono provocare l'allontanamento dal mercato degli agenti di qualità o l'uscita, dal contesto di scambio, dei beni con caratteristiche migliori.

[148] A. Nicita, V. Scoppa, "*Economia dei contratti*", 2005

I "principali" possono risolvere l'asimmetria informativa tramite meccanismi di screening[149], incentivi condivisione delle informazioni e garanzie.

Per di distinguere e classificare gli agenti tramite caratteristiche osservabili, vengono utilizzati test di valutazione delle competenze e sistemi di certificazione per garantire la qualità dell'attività svolta dall'agente; invece, per incentivare gli agenti a lavorare al meglio, i principali possono offrire bonus di performance o di carriera.

Figura 4: Schematizzazione della relazione tra principale e agente in caso di azzardo [150]



Fonte: Macho-Stadler, Pérez-Castrillo, "*An Introduciòn to the Economic of Information*", 2001

Quando "il principale "non può verificare lo sforzo profuso dall'agente o viene a conoscenza di informazioni dopo la definizione del contratto, si parla di "azzardo morale" o anche di opportunismo post-contrattuale.

Questa situazione identifica il caso in cui al "principale" è preclusa la possibilità di conoscere quali azioni abbia effettivamente compiuto l'agente perché non è in grado di osservarle o di verificarle.

L'azzardo morale può verificarsi anche quando l'attività di monitoraggio del principale, consistente nell'acquisizione di informazioni, è troppo onerosa oppure quando il principale non riesce a costruire un rapporto di causa/efetto tra il risultato conseguito e l'operato dell'agente.

[149] Padilla, Alexandre. "*Property economics of agency problems*." Economics Department, George Mason University, Working Paper (2002).
[150] Macho-Stadler, Pérez-Castrillo, "An Introduciòn to the Economic of Information", 2001

Vi sono degli strumenti per contrastare l'azzardo morale come gli incentivi, l'assunzione di rischi condivisi[151], l'introduzione di norme interne per limitare e ridurre il rischio di comportamenti scorretti e, infine, la selezione basata sulla reputazione e sulla esperienza dell'agente.

L'ultima variazione del modello della relazione tra il principale e l'agente consiste nella "segnalazione" da parte dell'agente di informazioni al "principale "dirette a condizionarne la valutazione della sua attività.

Un esempio di relazione di agenzia in ambito finanziario è quella tra azionisti, che vengono identificati come il "principale", e manager, identificato quale "agente" di una società.

Il manager/agente ha come obiettivo di agire nell'interesse dei proprietari /azionisti, rappresentando le loro opinioni e svolgendo operazioni per loro conto ed interesse.

In tal modo, il manager assume sostanzialmente il ruolo di proprietario nonostante gli sia attribuito il controllo e la gestione dell'impresa e pur restando la proprietà effettiva agli azionisti.

Dalla separazione tra proprietà e controllo consegue la separazione tra direzione e rischio: il rischio grava sulla proprietà e quindi sul patrimonio degli azionisti e non su quello dei manager che hanno agito per conto dei "principali".

Il conflitto che si crea tra i due soggetti dipende dagli interessi divergenti, quello dell'azionista volto alla massimizzazione del profitto e alla crescita di valore dell'impresa, quello del manager diretto al proprio potere e prestigio, come l'ottenimento di una maggiore retribuzione[152].

L'azionista non riesce a controllare le azioni del manager, né riesce a prevedere un contratto che disciplini tutte le possibili circostanze che possono verificarsi nella gestione dell'impresa.

Ciò richiederebbe l'adozione di pratiche che riescano a coinvolgere i manager nell'azione aziendale al fine di allineare interessi manageriali e societari.

[151] Come la stipula di contratti di partnership o di joint venture al fine di incentivare l'agente a prendere decisioni responsabili e a lungo termine.

[152] Fama, E. F., & Jensen, M. C., "*Agency problems and residual claims*". The journal of law and Economics, 26(2), pag. 327-349, 1983

L'azienda, quindi, al fine di evitare rischi legati alle decisioni individuali dei manager, dovrebbe adottare politiche di integrazione della retribuzione manageriale con obiettivi di sostenibilità tramite l'individuazione di indicatori ed obiettivi che condizionano la performance[153].

2.2.4 Teoria stakeholders

La teoria degli stakeholder [154] sostiene che le imprese hanno la responsabilità e il dovere di considerare gli interessi e le esigenze degli azionisti, ma anche di tutti gli stakeholders, perché quest'ultimi sono in grado di influenzare l'attività dell'impresa come gli shareholders.

Per stakeholder si intende qualsiasi individuo, gruppo di persone o organizzazione che nutre interesse verso un progetto o obiettivi di business di un'azienda, e le cui decisioni possono avere effetti diretti sull' attività aziendale, così come possono esserne a loro volta influenzate.

Gli stakeholders si suddividono in esterni, come i fornitori e gli acquirenti che influenzano direttamente e in modo significativo la performance finanziaria, e in interni, che interagiscono direttamente e dall'interno dell'organizzazione come i proprietari, i manager e i dipendenti.

Pertanto, l'obiettivo del manager non sarà più solamente la creazione di profitto per gli azionisti, ma anche la gestione della molteplicità di interessi degli stakeholders, variabili a seconda della tipologia di stakeholders e della loro relazione con l'organizzazione.

In particolare, il manager per gestire in modo responsabile l'impresa dovrà: identificare, analizzare, coinvolgere gli stakeholders, comunicare con loro e bilanciare i loro interessi.

Dovrà quindi, in primo luogo, identificare tutti gli stakeholders coinvolti o influenzati dalle attività dell'impresa tramite l'analisi delle parti interessate, l'osservazione dell'ambiente esterno e il loro coinvolgimento attraverso tecniche di analisi[155].

---

153 Principles for Responsible Investment and Global Compact LEAD. "*Integrating ESG issues into executive pay. Guidance for investors and companies*", 2012.

154 Freeman R.E., Reed D.L., "*Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*", in California Management Review, 25(3), 1983

155 Tecniche di analisi dei documenti, dei dati pubblici, dei media, delle parti interessate e della catena del valore

In secondo luogo, dovrà coinvolgere gli stakeholders nella definizione degli obiettivi dell'impresa, nella pianificazione delle attività e nella valutazione dei risultati attraverso incontri, forum di discussione, focus group e altre forme di partecipazione.

Ai fini di una comunicazione chiara e trasparente con gli stakeholders, il manager dovrà condividere informazioni sull'attività dell'impresa e sui suoi risultati attraverso rapporti di sostenibilità, comunicati stampa, newsletter e simili.

Infine, dovrà rispondere alle aspettative degli stakeholders attraverso la definizione di politiche e procedure per la loro gestione e l'implementazione di iniziative di coinvolgimento.

2.3 Nuovo paradigma della sostenibilità: l'azienda sostenibile (definizione operativa della sostenibilità)

I manager per perseguire obiettivi di sostenibilità devono lavorare in un'organizzazione che favorisca il loro raggiungimento e che condivida gli stessi valori.

Per questo motivo, grazie alla teoria degli stakeholders viene identificato il paradigma della sostenibilità aziendale, approccio che considera l'impatto sociale, ambientale ed economico dell'azienda nel lungo termine.

L'azienda grazie al paradigma integra la sostenibilità in tutte le sue attività, preoccupandosi non solo del profitto a breve termine, ma anche delle conseguenze sociali e ambientali delle sue decisioni in un periodo di tempo più ampio.

L' azienda tramite la produzione di beni o servizi genera valore economico e profitto che verrà utilizzato per finanziare la crescita aziendale e soddisfare i bisogni umani[156].

[156] La matrice di Maslow suddivide i bisogni umani in cinque livelli:

- Bisogni fisiologici: comprendono le necessità essenziali per la sopravvivenza fisica, come il cibo, l'acqua, il riposo e la respirazione.
- Bisogni di sicurezza: riguardano la necessità di un ambiente stabile e sicuro, che include la sicurezza sul lavoro, la stabilità finanziaria e la protezione fisica.
- Bisogni di appartenenza e di amore: coinvolgono i bisogni sociali legati alla connessione e alle relazioni, come l'amicizia, l'affetto e il senso di appartenenza.
- Bisogni di stima: includono il desiderio di essere rispettati e considerati degni di valore da parte della comunità, e coinvolgono l'autostima e il riconoscimento sociale.

Si parla invece di azienda sostenibile quando la stessa è in grado di generare valore economico senza creare ostacoli al soddisfacimento dei bisogni umani, facilitandone così il loro raggiungimento, ma sempre nel rispetto degli equilibri ecosistemici che supportano la vita tramite l'utilizzo ottimale delle risorse di cui dispone.

Esistono peraltro delle situazioni che non permettono di raggiungere gli equilibri degli ecosistemi: una prima situazione avviene quando esiste un' eccessiva estrazione di sostanze dalla crosta terrestre rispetto al necessario; una seconda, quando è presente la distruzione fisica degli ecosistemi naturali in proporzioni più o meno ampie come la cementificazione, la deforestazione e l'inquinamento; infine, una terza situazione è la creazione di ostacoli al soddisfacimento dei bisogni umani fondamentali di base, come lo sfruttamento della manodopera, la scarsa sicurezza e salute, le discriminazioni lungo la supply chain.

I fattori che permettono di definire un'azienda sostenibile sono: valori, approccio strategico e gestione caratteristica.

L'azienda applica gli approcci strategici per raggiungere i propri obiettivi, competere sul mercato e definire le modalità di gestione degli impatti sociali, ambientali ed economici.

Essi sono tre: passivo, pro attivo e reattivo.

Un'azienda che adotta un approccio strategico passivo è un'azienda che si limita a conformarsi alle norme vigenti nel settore di competenza, ove l'adozione di una politica sostenibile viene vissuta come una costrizione.

L'adozione di un approccio strategico passivo potrebbe inficiare le capacità dell'azienda di affrontare le sfide della sostenibilità in modo efficace, esponendola al rischio di perdere opportunità di mercato e di incorrere in costi elevati a causa degli impatti sociali e ambientali delle proprie attività.

Le aziende che adottano strategie reattive, invece, reagiscono alle richieste dei clienti e del mercato nel momento in cui si presentano le sfide, come problemi inattesi all'interno o all'esterno dell'azienda stessa.

- Bisogni di auto-realizzazione: rappresentano il livello più alto, in cui l'individuo cerca di realizzare il proprio potenziale e diventare ciò che desidera essere, sfruttando appieno le proprie capacità fisiche, intellettuali ed emotive.

La strategia reattiva per la sostenibilità può essere utile in situazioni in cui l'azienda non ha un obiettivo specifico di sostenibilità o non ha la capacità di investire in iniziative sostenibili.

Anche in questo caso però l'adozione di un approccio in cui la sostenibilità non è un valore condiviso da tutti i membri, potrebbe portare l'impresa alla perdita di fiducia da parte dei propri clienti, che saranno sempre più propensi ad acquistare un prodotto dalla concorrenza, oltre a rischiare danni di reputazione per non essere considerata sostenibile.

L'adozione di una strategia proattiva, invece, permette all'azienda di ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti perché la rende in grado di soddisfare le esigenze delle parti interessate, come i clienti e i fornitori, rispettando l'ambiente e offrendo prodotti e servizi sia innovativi che sostenibili.

Le aziende che adottano pratiche sostenibili possono anche coinvolgere i dipendenti, migliorandone la motivazione e l'orgoglio per il lavoro svolto, e nel contempo migliorano la propria reputazione, riducono i costi e aumentano così l'efficienza, la redditività e il proprio vantaggio competitivo.

Riassumendo, gli approcci strategici permettono di capire se un'azienda si possa considerare sostenibile, e ciò in quanto riescono a determinare la sua capacità di integrazione della sostenibilità in tutte le attività nonché di creazione di valore condiviso per tutte le parti interessate. Inoltre, permettono alle aziende di identificare gli impatti ambientali e sociali che essi hanno sull'ambiente e sulla comunità, e di sviluppare strategie per ridurre tali impatti.

L'implementazione di una strategia di sostenibilità richiede il coinvolgimento di tutte le aree funzionali, che vanno dalla corporate governance alla gestione caratteristica.

La corporate governance dovrà essere in grado di mettere la sostenibilità al centro della gestione e del piano strategico dell'azienda per trasmettere all'esterno l'importanza di tale tematica.

L'applicazione di una strategia di sostenibilità, all'interno della gestione caratteristica, ha un impatto talmente rilevante che è in grado di influenzare le attività di acquisto, produzione e vendita anche nel medio-lungo termine.

Nell'area acquisti, la strategia di sostenibilità può impattare sulle risorse, sulla catena di fornitura e sulle relazioni di filiera al fine di incrementare l'efficienza o ridurre i rischi, e assicura remunerazioni congrue e privilegia i fornitori che adottano condotte responsabili.

Nell'area di produzione, l'utilizzo di risorse rinnovabili come forma di applicazione della strategia di sostenibilità, ha un impatto positivo sull'ambiente in quanto la loro produzione, a differenza delle risorse tradizionalmente utilizzate, non causa un impatto sull'ambiente come le emissioni di gas serra e forme di inquinamento dell'aria.

L'adozione della sostenibilità da parte dell'area vendite, punto di contatto tra azienda e clienti, può influenzare le scelte di acquisto dei consumatori, in quanto contribuisce alla creazione di un valore condiviso per tutte le parti interessate e al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità dell'azienda.

La sostenibilità nella seguente area può esser applicata, per esempio, tramite la promozione di prodotti sostenibili da parte dei venditori, come prodotti riciclati e compostabili e la sensibilizzazione dei clienti sul tema tramite brochure o materiali educativi.

L'azienda sostenibile, oltre alla tipologia di strategia adottata e la sua applicazione nella gestione caratteristica, si distingue per il proprio sistema di valori che sono il principio fondamentale al quale ispirare coerentemente l'adozione di scelte di programmazione e di processo e la determinazione delle opzioni strategiche.

La strategia di comunicazione della sostenibilità, basata sugli interessi dei consumatori[157], viene usata come strumento fondamentale per costruire un'immagine aziendale credibile, in cui le imprese integrano i valori ambientali, sociali ed economici per rispondere ai bisogni della collettività e, al tempo stesso, per sfruttare nuove opportunità di vantaggio competitivo.

[157] Gli interessi dei consumatori possono riguardare la disponibilità di prodotti che offrono maggiori qualità al servizio, da incentivi di costo per incoraggiare l'economia circolare, ottenere delle comunicazioni veritiere sulle proprie azioni a favore dell'ambiente tramite report di sostenibilità, una buona reputazione del brand, ricevere comunicazioni sulla qualità e ridurre il rischio di obsolescenza, garantire personalizzazioni, trasparenza ed engagement emozionale, dimostrare il proprio impatto sull'ambiente tramite recensioni da parte di consumatori per assicurare gli altri sull'acquisto di un determinato prodotto.

In tale contesto la comunicazione diventa veicolo culturale di un nuovo modello di consumo e di un nuovo stile di vita in cui le imprese perseguono il coinvolgimento dei clienti ed assumono comportamenti trasparenti con il fine di educare e comunicare.

Prima di adottare determinate scelte e riuscire a raggiungere gli obiettivi prefissati, l'azienda deve accrescere il senso di appartenenza e aumentare l'impegno dei collaboratori tramite la comunicazione dei valori[158] da parte dei vertici aziendali. Tanto più i valori saranno applicati e dimostrati dai vertici aziendali, tanto più i collaboratori saranno propensi ad adottarli e ad interiorizzarli.

Tuttavia, per poter definire un'azienda sostenibile, non è sufficiente la comunicazione dei valori, l'adozione di una strategia proattiva e l'integrazione della sostenibilità nella gestione caratteristica, ma bisogna comprendere la sua struttura e la realtà che la caratterizza.

[158] Affinché una comunicazione della sostenibilità sia corretta, cioè si caratterizzi per una veridicità delle informazioni, dovrebbe presentare alcune caratteristiche:
- chiarezza: ci deve essere assenza di ambiguità e fraintendimenti nella comunicazione.
- accuratezza: le informazioni devono essere sopportate da evidenze oggettive.
- comparabilità: le informazioni oggetto di rendicontazione devono essere presentate in modo tale da consentire agli stakeholder di analizzare i cambiamenti della performance dell'organizzazione nel tempo
- rilevanza: la comunicazione deve trattare gli aspetti materiali per gli stakeholder.
- attendibilità: le informazioni devono essere verificabili.

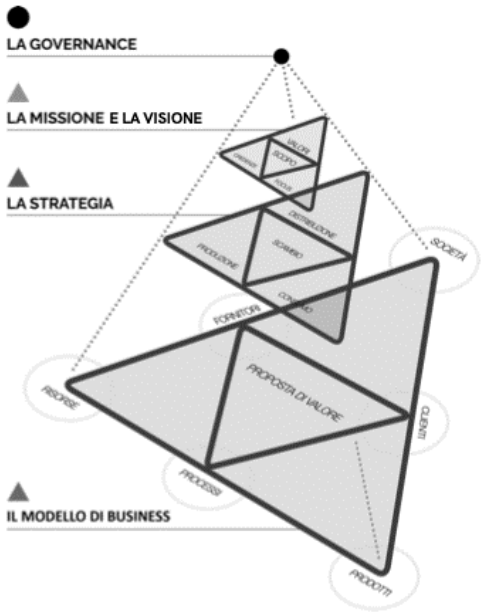
2.4 Struttura aziendale

2.4.1 Tetraedro del valore

Il modello "il tetraedro del valore" è un modello visivo, semplice e completo che aiuta a comprendere ed analizzare le strutture di ogni azienda e inoltre, consente di mapparla in modo esaustivo e dettagliato.

Tramite l'analisi della struttura aziendale per livelli si è anche in grado di capire in che modo vengono integrati gli aspetti sostenibili in un'azienda.

Figura 5: Tetraedro del valore



Fonte: A cura di C. Bagnoli e A. Maura, "*Business Model Circolari"*, 2021

Questo schema si articola in diversi livelli, secondo una logica bottom-up.

Al vertice si ha una visione meno dettagliata e granulare, mentre quando si passa ai livelli più sottostanti si avrà una visuale sempre più specifica.

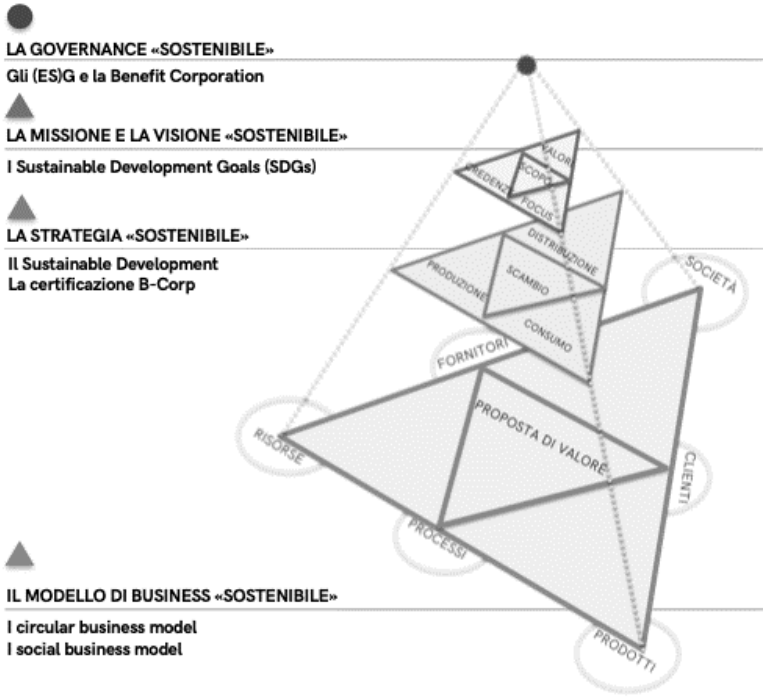
Al vertice si trova la governance aziendale, che si occupa del controllo e del governo dell'azienda stessa, e nel livello successivo, si trova la missione e la visione che la caratterizzano.

In particolare, la missione definisce il perché l'impresa esiste, mentre la visione definisce un obiettivo strategico di lungo periodo coerente con la missione.

Tutti i livelli appena descritti vengono quindi tradotti in un modello di business, che permette di comprendere il modo in cui l'azienda crea, distribuisce e cattura valore.

Inserendo ora il concetto di sostenibilità nel tetraedro aziendale si può iniziare a parlare di tetraedro sostenibile, che avrà i medesimi livelli del tetraedro classico, ma si differenzierà per obiettivi, cultura e valori.

Figura 6: Tetraedro aziendale sostenibile



Fonte: C. Bagnoli e A. Maura, "*Business Model Circolari*", 2021

Applicando sempre un approccio bottum-up, si inizierà ad analizzare in primis la corporate governance sostenibile fino ad esaminare tutti i livelli inferiori.

Per facilitare questa tipologia di analisi, si può rappresentare il flusso di analisi con logica bottum-up attraverso un framework di processo, che parte dalla corporate governance passando attraverso mission e vision, fino ad arrivare alla costruzione più granulare di attività core aziendali come il piano di gruppo e il monitoraggio strategico.

Vedasi Figura 7 per una miglior comprensione del framework di processo appena descritto.

Figura 7 Framework di processo

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

2.4.2 Governance aziendale

Al vertice della piramide e all'inizio del workflow[159] troviamo, come precedentemente descritto, la governance aziendale sostenibile, che è caratterizzata a sua volta da quattro elementi, rappresentati ognuno in un quadrante del "Corporate Governance Framework" nella Figura 8[160].

Il quadro di riferimento è un insieme di principi, norme e procedure che regolamentano la gestione e il controllo di un'azienda. Il suo scopo è quello di garantire la gestione trasparente, responsabile ed efficace, proteggendo gli interessi degli azionisti e delle altre parti interessate.

Spetterà, dunque, ai dirigenti dell'azienda assumere decisioni responsabili, monitorare le prestazioni dell'azienda, comunicare in modo trasparente con gli stakeholders e gestire il rischio aziendale affinché si realizzi la sostenibilità nel lungo termine.

Spetterà invece all'azienda agire in modo socialmente responsabile, rispettando i diritti delle persone e dell'ambiente tramite la salvaguardia della salute e della sicurezza dei lavoratori, la promozione della diversità e dell'inclusione e il rispetto delle norme ambientali.

Inoltre, dovrà garantire l'equità e la trasparenza nella gestione dei suoi affari, attraverso la divulgazione di informazioni chiare e complete ai suoi azionisti e alle altre parti interessate.

Infine, per garantire l'efficacia della gestione, l'azienda dovrà essere sottoposta a un adeguato controllo e monitoraggio, attraverso la definizione di processi di audit e controllo sia interno che esterno.

In sintesi, gli obiettivi della Corporate Governance, rappresentati nei quattro quadranti del framework, possono esser suddivisi in: controllo, trasparenza, efficienza, adeguata gestione del rischio, miglioramenti dei processi, parità di trattamento e tutela di interessi diversi.

[159] Figura 7 pagina precedente
[160] Paul Wan & Co, "*Corporate Governance Framework*", 2020

Figura 8: Corporate Governance Framework

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

Il primo quadrante "Individual" del Corporate Governance Framework riguarda la parte della persona singola al quale è attribuita la responsabilità di prestare attenzione agli aspetti sociali e ambientali nei processi decisionali.

Tale responsabilità può esser attribuita all'intero Consiglio di Amministrazione, a un comitato endo-consiliare, oppure a un solo membro del C.d.A.

In questa sezione vengono illustrate tutte le pratiche che ogni singolo individuo deve mettere in atto per poter condurre l'impresa a livello strategico nel raggiungimento degli obiettivi; ciò richiede che il singolo individuo sia caratterizzato da: ruolo, doveri, competenze, leadership, comportamenti e presidenza in termini di responsabilità e stile.

Affinché l'azienda possa garantire una governance e gestione efficaci della sostenibilità, è fondamentale che i professionisti che occupano tali posizioni abbiano competenze adeguate in materia di sostenibilità. Ne consegue che è nell'interesse di qualsiasi azienda promuovere lo sviluppo di tali competenze sia livello economico che a livello ambientale e sociale, non solo in coloro che ricoprono un ruolo operativo, ma anche in coloro che hanno un ruolo strategico come i membri del C.d.A. e l'Amministratore Delegato[161]. Esempi di competenze sostenibili sono: conoscenza della normativa nazionale e comunitaria in materia di sostenibilità, saper monitorare gli impatti e i rischi di natura sociale lungo la catena del valore aziendale, esercitare influenza sull'operato dei portatoti di interessi, interni ed esterni, dell'azienda verso lo sviluppo sostenibile, saper sviluppare un business model sostenibile.

In riferimento ai manager, questi dovranno esser capaci di sviluppare e mantenere le relazioni sia all'interno che all'esterno dell'organizzazione, coinvolgere tutte le funzioni aziendali per le diverse iniziative sostenibili e infine, identificare, progettare, implementare e valutare progetti sostenibili per raggiungere gli obiettivi strategici in linea con il business model dell'organizzazione[162].

Nel secondo quadrante, il "Board", troviamo le modalità di composizione e di funzionamento del Consiglio di Amministrazione, organo principale del governo societario che detiene ruoli decisionali e di monitoraggio e che può anche guidare il cambiamento organizzativo.

Il C.d.A come accennato precedentemente, può avere un diverso coinvolgimento nei temi di sostenibilità perché può delegare la gestione di questa a un suo membro, ai comitati endo-consiliari oppure al manager. Il framework permette di individuare i ruoli, il consiglio, i comitati, le modalità di svolgimento delle riunioni, le dinamiche del consiglio, ma soprattutto le varie forme che può assumere la Corporate Governance.

Il seguente quadrante, ad esempio permette di rappresentare come il C.d.A assegni ai comitati endo-consiliari compiti specifici e deleghe al controllo, ai rischi, alle nomine e alla remunerazione.

[161] M. Molteni, M. Minciullo e M. Pedrini, "*C.d.A. e Politiche di sostenibilità. Come sostenibilità e CSR entrano nell'agenda dei board delle imprese quotate italiane*", 2014

[162] M. C. Zaccone, M. Pedrini, *"Le competenze di sostenibilità nella governance d'impresa: il caso italiano*", 2022

Nel terzo quadrante, "Organisational" è raffigurata la responsabilità dei consiglieri di amministrazione in relazione al funzionamento dell'organizzazione dell'impresa nel suo complesso.

Il framework di riferimento, in particolare, individua la governance, la conformità di legge, la rendicontazione delle performance, la cultura organizzativa, la modalità di gestione delle relazioni, la strategia e infine i risultati economici finanziari e non finanziari.

Quanto ai risultati, le aziende possono puntare all'ottenimento di obiettivi che non si limitino al mero raggiungimento del profitto, ma siano obiettivi sociali e ambientali che possono esser misurati attraverso l'utilizzo dei c.d. criteri ESG.

Si tratta di criteri utilizzati dagli investitori per valutare e decidere le loro scelte di investimento "responsabile" considerando le tre dimensioni fondamentali: ambientale, sociale e governance di cui parleremo nel prossimo capitolo.

Nel quarto quadrante, quello degli "Stakeholders", è rappresentata l'interazione tra i consiglieri di amministrazione e gli stakeholders, e viene definito il comportamento che i primi devono adottare nei confronti dei secondi.

Il Consiglio di Amministrazione dovrà tenere in considerazione le influenze degli stakeholders sulla missione, visione e strategia aziendale e le loro aspettative contrastanti affinché vengano individuati i temi di coinvolgimento di quest'ultimi.

Definire i temi rilevanti per le parti interessate e coinvolgerli nei processi permetterà all'azienda di costruire un rapporto di fiducia, migliorare la possibilità di raggiungimento degli obiettivi rispettando i limiti di budget e rilevare in anticipo i potenziali rischi[163].

Una volta analizzati uno ad uno i quattro quadranti, si può sottolineare l'importanza che hanno assunto in Italia i principi della Corporate Governance.

Nel 1999 fu istituito un Comitato con l'obiettivo di elaborare un rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate e di redigere un Codice di Autodisciplina promuovendo così la diffusione dei principi in Italia, al fine di migliorare la trasparenza, l'efficienza e la responsabilità delle aziende italiane.

[163] Borsa Italiana, *"Codice di Corporate Governance*", 2020

"Il Codice di Autodisciplina per le società quotate" contiene un insieme di regole e principi di Corporate Governance per le società quotate in Borsa.

Il Codice COCOG[164] basato sui principi della Corporate Governance internazionale, come quelli elaborati dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), si concentra sulla composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione e delle sue commissioni, sulla remunerazione dei membri del C.d.A e dei dirigenti, sulla comunicazione con gli azionisti e con il mercato, sulla gestione dei conflitti di interesse e sulla responsabilità sociale e ambientale dell'azienda.

L'adozione dei principi di Corporate Governance ha avuto degli effetti concreti sulle aziende italiane come Unicredit, che nel 2011 ha introdotto un nuovo sistema di remunerazione per i propri manager basato sulle prestazioni e sull'effettiva creazione di valore per gli azionisti, contribuendo così a migliorare l'efficienza dell'azienda e a ridurre i rischi di conflitti di interesse.

La retribuzione dei manager, aspetto fondamentale della Corporate Governance, deve essere progettata in modo da allineare gli interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti, al fine di promuovere una gestione responsabile e sostenibile dell'azienda.

Per questo motivo, la strategia di retribuzione di UniCredit del 2011 rifletteva diversi principi di Corporate Governance, tra cui: trasparenza, divulgazione, allineamento degli interessi, responsabilità e gestione del rischio.

UniCredit riuscì così a stabilire una struttura chiara e trasparente per la retribuzione dei manager, specificandone i criteri, gli obiettivi e le modalità di erogazione delle componenti di retribuzione fissa e variabile.

La trasparenza delle politiche retributive dell'azienda, ha permesso agli azionisti, e ad altre parti interessate, di valutare l'allineamento degli incentivi con la performance aziendale e con la retribuzione dei manager.

[164] Borsa Italiana, "*Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate"*, 1999

La retribuzione dei manager, costituita da una componente variabile a lungo termine e legata al valore azionario dell'azienda, premiava questi per il loro apporto nella definizione del successo dell'azienda e per la creazione di valore per gli azionisti.

Risulta evidente che una corretta struttura di incentivazione favorisce l'adozione da parte dei manager di decisioni e azioni che promuovono il benessere a lungo termine dell'azienda e degli azionisti.

Altra fonte di incoraggiamento per i manager nell'assumere decisioni a lungo termine, furono gli obiettivi collegati a strategie aziendali per garantire alla banca una gestione responsabile dei rischi, così da ridurre l'incertezza e proteggere gli interessi degli azionisti.

UniCredit, infine, nello svolgere attività di controllo e monitoraggio, istituì comitati specializzati nel suo Consiglio di Amministrazione al fine di supervisionare la retribuzione dei manager e valutare l'allineamento degli incentivi con gli obiettivi strategici dell'azienda.

In sintesi, l'adozione della strategia di retribuzione dei manager di UniCredit, nel rispettare i principi di Corporate Governance, ha permesso di promuovere una gestione responsabile, sostenibile e orientata ai risultati dell'azienda, garantendo un adeguato allineamento degli incentivi tra i manager e gli azionisti.

2.4.3 Mission aziendale

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

Il secondo livello del Tetraedro della sostenibilità è caratterizzato dalla missione aziendale definita come l'identità profonda e immutabile dell'impresa.

La missione definisce la ragione d'essere dell'azienda, il suo scopo nel mercato e la direzione strategica che intende perseguire[165].

[165] Cynthia D. Scott, Dennis T. Jaffe, Glenn R. Tobe, "Organizational vision, values and mission", Crisp Learning, 1993.

Inoltre, riflette i valori, le aspirazioni e le convinzioni fondamentali dell'azienda, nonché guida le decisioni e le azioni di tutti coloro che fanno parte dell'organizzazione.

Essa è composta da quattro elementi: valori, scopo, focus e credenze.

Figura 9: I quattro elementi della mission aziendale

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

La missione aziendale e i valori aziendali sono strettamente correlati e si influenzano reciprocamente.

Per valori, prima componente della missione, si intendono i dogmi radicati all'interno dell'organizzazione e il set contenuto di principi guida, sempre validi nel tempo, che non necessitano di giustificazioni esterne in quanto la loro importanza è evidente a tutti i membri dell'organizzazione.

I principi radicati devono esser rispettati dalla missione in quanto quest'ultima rappresenta il modo in cui l'azienda intende perseguire il suo scopo; l'obiettivo dei principi è definire il modo in cui l'organizzazione opera, prende decisioni e si comporta.

Lo Scopo, seconda componente della missione, è la ragione per cui l'impresa esiste e che spinge ogni membro dell'organizzazione a prestarvi la propria opera; si sostanzia nella dichiarazione dell'azienda di contribuire a risolvere i problemi sociali e ambientali, trasmettendo così un valore significativo ai propri clienti e creando un impatto positivo e sostenibile.

Integrare lo scopo alla missione aziendale significa fornire una direzione strategica chiara, ispirando e motivando i dipendenti, attribuendo un significato al loro lavoro e all'organizzazione nel suo complesso.

Inoltre, uno scopo ben definito permette di accrescere la fiducia dei propri clienti, degli azionisti e dei partner commerciali perché è in grado di influenzare positivamente l'immagine dell'azienda.

Il focus, terza componente della missione, è il raggio operativo su cui l'azienda intende concentrarsi nel perseguimento del suo obiettivo principale.

Può riguardare diversi elementi, come il settore di attività, il mercato di riferimento, i clienti target, la geografia, il tipo di prodotti o servizi offerti, o una combinazione di tutti questi fattori.

Ad esempio, un'azienda potrebbe avere un focus di mercato specifico, concentrando le sue attività su un segmento di clientela ben definito, come i consumatori di fascia alta o le aziende di piccole dimensioni.

Diversamente, l'azienda potrebbe avere un focus geografico specifico e di prodotto, concentrando le sue attività in una determinata regione o paese, specializzandosi in un particolare tipo di offerta che soddisfa le esigenze specifiche dei clienti.

Definire un focus chiaro può aiutare l'azienda a concentrare le proprie risorse, competenze e strategia per massimizzare il valore offerto ai clienti e raggiungere così un vantaggio competitivo nel mercato.

È importante però trovare un equilibrio tra la tipologia di focus troppo ampia e una troppo limitata.

Un focus eccessivamente limitato potrebbe ridurre le opportunità di crescita e di adattamento alle mutevoli condizioni di mercato, mentre un focus troppo ampio potrebbe portare a una mancanza di differenziazione e a una dispersione delle risorse.

Ciò implica che la definizione del focus dovrebbe essere coerente con la missione, la visione e i valori dell'azienda, nonché con l'analisi del mercato e delle opportunità di business.

Le credenze, ultima componente della missione aziendale, rappresentano le convinzioni fondamentali e i principi guida che determinano il comportamento e le decisioni dell'azienda.

Esse costituiscono una base valoriale che influenza il modo in cui l'azienda opera, si relaziona con le parti interessate e affronta le sfide del mercato.

Le credenze della missione sono specifiche dell'azienda e possono variare da un'organizzazione all'altra; tuttavia, le più comuni sono: integrità, innovazione, orientamento al cliente, responsabilità sociale, trasparenza, sviluppo sostenibile e collaborazione.

Agire in modo etico, onesto e responsabile permette in primo luogo l'instaurarsi della fiducia e di relazioni solide con i propri clienti e dipendenti, e in secondo luogo la soddisfazione dei bisogni e il superamento delle aspettative dei clienti grazie all'offerta di prodotti innovativi.

L'azienda per ottenere successo dovrà considerare le implicazioni delle proprie azioni sulle persone e sul pianeta, e collaborare con gli altri attori per affrontare le sfide in modo efficace e generare un impatto sociale significativo.

Un esempio di missione aziendale sostenibile sono le Benefit Corporation introdotte nel 2016 dal nostro ordinamento giuridico.

Si tratta di un nuovo soggetto giuridico pensato per aziende a scopo di lucro che vogliono andare oltre l'obiettivo della massimizzazione del profitto e che cercano di massimizzare l'impatto positivo delle proprie attività verso la società e l'ambiente.

Per tale ragione, è stata introdotta la possibilità che gli amministratori inseriscano nell'atto costitutivo di una società non solo la massimizzazione del profitto, ma anche il perseguimento di un beneficio comune.

Le Società Benefit, quindi, sono società che includono nei loro scopi sociali anche obiettivi non strettamente finanziari e che richiedono al management e agli azionisti di aderire a standard più elevati di scopo, responsabilità e trasparenza.

Un esempio reale di Benefit Corporation è Patagonia, azienda di abbigliamento outdoor impegnata per la sostenibilità ambientale.

La sua missione è di costruire il miglior prodotto senza arrecare danni all'ambiente e utilizzare il business per ispirare e implementare soluzioni alla crisi ambientale.

Patagonia integra pratiche sostenibili nella sua catena di approvvigionamento tramite l'utilizzo di materiali a basso impatto ambientale[166], la condivisione di valori con i propri fornitori, l'identificazione dell'origine delle proprie materie prime, la verifica del rispetto degli standard di sostenibilità tramite audit regolari e la promozione di migliori pratiche sostenibili con i propri fornitori.

[166] "Patagonia's Supplier Independence Program" che supporta i suoi fornitori nell'acquisire una maggiore autonomia e migliorare le loro pratiche sostenibili. L'azienda fornisce assistenza tecnica, formazione e finanziamenti per aiutare i fornitori a migliorare le condizioni di lavoro, la gestione ambientale e la responsabilità sociale.

La sua missione è:

"Costruire il miglior prodotto, non arrecare danni inutili, utilizzare gli affari per ispirare e implementare soluzioni alla crisi ambientale. "

2.4.4 Vision aziendale

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

La visione aziendale, al secondo livello del Tetraedro del valore assieme alla missione, esprime un obiettivo di lungo periodo, altamente sfidante, al quale l'azienda ambisce.

La visione aziendale sostenibile è una dichiarazione di intenti dell'azienda che riflette l'impegno a lungo termine verso la sostenibilità e la responsabilità sociale nel creare un impatto positivo sulla società e sull'ambiente, oltre al raggiungimento degli obiettivi di business.

La visione definisce i settori o i mercati in cui l'azienda intende operare ed esprime l'obiettivo di portare un cambiamento significativo nella società tramite l'eccellenza operativa e la creazione di soluzioni di valore per i clienti sempre nel rispetto della cultura aziendale.

Per definire la visione aziendale, i top manager devono essere logicamente dei visionari e non solo degli strateghi. In particolare, devono avere la capacità di vedere verso più direzioni e oltre le idee degli altri.

Ciò presuppone che siano in grado di sviluppare una visione del futuro, riuscendo a comprendere il passato, nonché il complesso sistema aziendale e i suoi elementi.

2.4.5 Pianificazione e direzione strategica

2.4.5.1 Analisi del contesto esterno

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

Una volta analizzata la governance, che permette di definire la leadership e di stabilire la missione e la visione, va analizzato il contesto interno ed esterno.

L'analisi del contesto esterno[167] a un'azienda è un processo fondamentale per comprendere gli elementi e le dinamiche che influenzano l'ambiente in cui opera.

Questa analisi fornisce informazioni preziose per assumere decisioni strategiche e adattare le attività aziendali alle condizioni esterne.

Gli aspetti presi in considerazione dall'analisi sono: ambiente naturale, economico, polito, socio-culturale, tecnologico e competitivo.

Nell'analisi dell'ambiente naturale l'azienda dovrebbe valutare le opportunità per adottare pratiche commerciali sostenibili e mitigare gli effetti negativi sull'ambiente.

La dimensione politica/legale dell'ambiente, invece, si riferisce all'analisi delle politiche governative e delle leggi che possono influenzare l'organizzazione. Per esempio, l'azienda deve essere consapevole delle leggi e dei regolamenti che disciplinano la sua forma giuridica, la sua costituzione, il suo funzionamento e la sua governance, perché queste le permettono di identificare e gestire i rischi, di contribuire alla sua immagine e di garantire una corretta governance.

L'analisi economica ambientale prende in considerazione aspetti economici come l'inflazione, la tassazione, la concorrenza, le condizioni di mercato e le fluttuazioni economiche, in quanto in grado di influenzare la domanda dei consumatori, i costi delle materie prime, i tassi di interesse e la disponibilità di risorse finanziarie.

[167] S. Barile, slide "*Analisi Pestel*", Sapienza Università di Roma, 2020

Una corretta analisi della situazione economica di un Paese permette di valutarne con più precisione le sue opportunità.

L'ambiente socio-culturale comprende tutti quei fattori sociali e culturali che possono influenzare le preferenze dei consumatori, le tendenze di consumo e le aspettative. Questi fattori possono includere valori culturali, stili di vita, demografia, tendenze sociali e cambiamenti nelle preferenze dei consumatori come, per esempio, l'interesse crescente per prodotti ecologici può influenzare le strategie di marketing di un'azienda.

Le innovazioni tecnologiche possono avere un impatto significativo su un'azienda perché sono in grado di offrire soluzioni efficienti, migliorare i prodotti e servizi, offrire un'esperienza unica al cliente, ridurre i costi e ottenere vantaggio competitivo. Di conseguenza, è necessario monitorare lo sviluppo di nuove tecnologie, i progressi nel settore e le tendenze emergenti capaci di influenzare le modalità di svolgimento delle attività commerciali, a titolo d'esempio l'intelligenza artificiale e l'automazione.

Da ultimo, l'analisi del contesto esterno richiede un'attenta valutazione della concorrenza per identificare le opportunità e le minacce provenienti dal contesto competitivo, quali l'introduzione di tecnologie innovative che superino le capacità dell'azienda, e quali opportunità gli accordi di partnership strategici per aumentare l'influenza nel mercato.

A livello applicativo, le aziende dovrebbero identificare i loro concorrenti diretti e indiretti, analizzare le loro strategie di marketing, le loro quote di mercato, le capacità operative e le caratteristiche distintive per avere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

2.4.5.2 Analisi del contesto interno

L'analisi del contesto interno di un'azienda è un processo volto a valutare le risorse, le capacità e le dinamiche interne che possono influenzare le sue prestazioni e la sua capacità di raggiungere gli obiettivi aziendali.

A tal fine, alcuni aspetti chiave da considerare sono: risorse umane, capacità operative, ricerca e sviluppo, capacità finanziarie, marchio, reputazione, marketing, vendite, struttura organizzativa e culturale.

L’azienda dovrà valutare le competenze, l'esperienza e la motivazione dei dipendenti per comprendere le dinamiche organizzative, identificare i punti di forza e debolezza delle risorse umane e, infine, sviluppare strategie per il loro adeguato utilizzo e sviluppo.

Ciò implica un’adeguata valutazione delle capacità del personale, della struttura organizzativa, del livello di coinvolgimento e dell'efficacia delle politiche di gestione delle risorse umane.

L'azienda dovrà svolgere le attività operative in modo efficace ed efficiente per raggiungere i propri obiettivi aziendali tramite la valutazione attenta della catena di approvvigionamento, della produzione, della logistica, dei processi di gestione della qualità e della capacità di rispondere in modo tempestivo alle richieste del mercato.

L’attività di ricerca e sviluppo dell’azienda è focalizzata e a migliorare e innovare prodotti, servizi o processi all'interno dell'organizzazione stessa con l'obiettivo principale di creare un vantaggio competitivo e generare valore per l'azienda.

L’azienda per fornire informazioni critiche per la gestione finanziaria e la pianificazione strategica deve analizzare la situazione finanziaria, comprendere le fonti di finanziamento, la liquidità, la redditività, l'efficienza nella gestione del capitale circolante e la capacità di investire in nuove opportunità.

Per comprendere la percezione che i dipendenti e gli stakeholder interni hanno dell'azienda stessa, questa dovrà valutare il valore del marchio e la sua reputazione tramite l'analisi dell'immagine del marchio, della fedeltà dei clienti, della loro soddisfazione e della percezione pubblica dell'azienda.

La capacità della funzione vendite e di marketing, uno degli aspetti chiave del contesto interno, influisce sul raggiungimento degli obiettivi di vendita dell’azienda e della sua capacità di conquistare e mantenere i clienti soddisfatti. A tal fine dovrà analizzare il posizionamento di mercato, le strategie di vendita, l'efficacia delle campagne pubblicitarie, la forza delle relazioni con i clienti, la distribuzione dei prodotti e il supporto post-vendita.

Ultimo aspetto chiave dell’analisi è la valutazione della struttura organizzativa aziendale, inclusi i processi decisionali, la comunicazione interna, la flessibilità organizzativa e la cultura aziendale poiché in grado di influenzare l'efficienza, la collaborazione e la sua adattabilità.

Riassumendo, l'azienda per migliorare l'efficienza e l'innovazione dovrà esaminare i punti di forza e di debolezza lungo la catena del valore, identificando le attività chiave che lo creano e le aree in cui migliorare.

2.4.6 Strategie competitive

Fonte: Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022

Le strategie competitive sono gli approcci adottati dalle aziende per ottenere un vantaggio competitivo sul mercato e superare la concorrenza.

Il vantaggio competitivo viene definito come *"Differenziale di valore creato rispetto ai concorrenti, che deriva fondamentalmente dal valore che un'azienda è in grado di creare per i suoi acquirenti, fornendo risultati superiori alla spesa sostenuta dall'impresa per crearlo. Si consegue una differenziazione rispetto ai concorrenti quando un'impresa è in grado di offrire qualcosa di unico al quale gli acquirenti attribuiscono un valore che va al di là delle offerte a più basso prezzo dei concorrenti"*[168].

In altri termini, il vantaggio competitivo non è altro che il risultato di una strategia condotta dall'impresa per acquisire una posizione favorevole nel mercato e aumentare la propria redditività.

Per ottenere tale vantaggio possono esser applicate diverse strategie competitive e possono esser suddivise in tre tipologie: differenziazione, leadership di costo e di focalizzazione.

[168] Porter, "*From Competitive advantage to corporate strategy"*, Macmillan Education UK, 1989.

Tabella 1 – Strategie competitive

		Fonti del vantaggio competitivo	
		Basso costo	Differenziazione
Ambito competitivo	Intero settore	Leadership di costo	Differenziazione
	Un particolare segmento	Focalizzazione	

Fonte: Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa, 2000[169]

L'obiettivo della strategia di differenziazione è quello di conferire ai prodotti caratteristiche distintive rilevanti all'occhio dell'acquirente e tali da differenziarli dai prodotti offerti dalla concorrenza.

La strategia può intervenire su componenti tangibili, come l'innovazione, il design, la qualità e i servizi ai clienti; oppure, intangibili, cioè fattori che influenzano il sistema cognitivo tali da determinare il modo in cui il consumatore si pone nei confronti del prodotto, quai l'immagine, la reputazione e la marca.

Affinché la differenziazione sia in grado di determinare una posizione di vantaggio competitivo deve rispettare il requisito di unicità.

L'offerta, dunque, dovrà essere caratterizzata da aspetti che la distinguono in maniera netta da quella dei concorrenti e dovrà fondarsi su fattori che creano effettivamente un valore per il cliente target.

È di notevole importanza che l'unicità venga percepita come tale, affinché il cliente sia disposto a pagare l'offerta differenziata ad un prezzo più alto di quello dei concorrenti.

Una differenziazione di successo consente di praticare un prezzo di vendita più elevato, incrementare le vendite e fidelizzare l'acquirente alla marca, accrescendo così la redditività dell'azienda quando il sovrapprezzo del prodotto è superiore ai costi aggiuntivi dovuti alla sua produzione.

La seconda strategia competitiva, quella della leadership di costo, è una strategia in cui un'azienda si posiziona sul mercato offrendo prodotti o servizi a prezzi più bassi rispetto ai concorrenti.

[169] L. Ferrucci, "*Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*". Vol. 51. Franco Angeli, 2000.

L'obiettivo principale della leadership di costo è quello di ridurre i costi di produzione, distribuzione e gestione al fine di offrire prezzi competitivi e attrarre una base di clienti più ampia.

Per raggiungere la leadership di costo, un'azienda deve perseguire l'efficienza operativa in tutte le sue attività, ciò implica la riduzione degli sprechi, l'ottimizzazione dei processi produttivi, la gestione attenta delle scorte e l'utilizzo efficiente delle risorse.

Un ruolo importante per garantire il successo di questa strategia è svolto dalle economie di scala: queste, infatti, all'aumentare del volume di produzione permettono di distribuire i costi fissi su un maggior numero di unità, riducendone così i costi medi e consentendo di offrire prezzi di vendita più bassi rispetto alla concorrenza.

Al fine di garantire una strategia efficace e un controllo costante dei costi in base alle esigenze e preferenze dei clienti, risulta fondamentale negoziare prezzi vantaggiosi con i fornitori, ridurre i costi di manodopera, ottimizzare le spese generali e amministrative, adottare nuove tecnologie e processi in grado di ridurre i tempi, i costi di produzione e così da migliorarne l'efficienza.

L'azienda, inoltre, per mantenere la propria posizione di leadership di costo dovrà sviluppare rapporti stretti con i fornitori, cercare opportunità di negoziazione dei prezzi, garantire la tempestiva consegna delle materie prime, identificare e gestire i rischi associati alla riduzione dei prezzi, alla competizione intensa o all'instabilità economica.

La terza strategia competitiva è quella di focalizzazione in cui un'azienda si concentra su un segmento di mercato specifico, come un particolare gruppo di clienti, un settore geografico o un'area di nicchia.

L'obiettivo principale della strategia di focalizzazione è quello di soddisfare in modo mirato le esigenze e i desideri di quel segmento di mercato, diventando il leader o un player significativo in quel settore di nicchia. Ciò può essere realizzato attraverso l'offerta di prodotti o servizi personalizzati, l'attenzione al servizio clienti e la creazione di un'esperienza unica per quel gruppo di clienti.

2.5 Modello di business

Il Business Model (BM), insieme di tutti i livelli del tetraedro aziendale, delle logiche organizzative, gestionali e operativi di un'organizzazione, attraverso una serie di attività permette di trasformare gli output in input, trasformando quindi le risorse in risultati.

Il suo scopo è quello di descrivere come un'azienda crea, rilascia e acquisisce valore a breve, medio e lungo termine e di supportarla nell'assunzione di decisioni strategiche e nell'implementazione di queste ultime[170].

Tale modello di produzione e consumo negli anni è però divenuto sempre più insostenibile perché incapace di rispondere alle attuali sfide ambientali e sociali e a cui le aziende devono far fronte.

Nel 2010 Krantz, vicepresidente del Corporate Strategic Innovation Group di Cisco Systems, per affrontare queste nuove esigenze degli ultimi 20 anni, introdusse il Sustainable Business Model (SBM), modello di business sostenibile in grado di definire sia gli obiettivi economici e finanziari, sia quelli sociali e ambientali[171].

Il SBM permette di ottenere un vantaggio competitivo attraverso la creazione di valore, percepita più ampia per il cliente, la valorizzazione e la contribuzione dello sviluppo sostenibile dell'azienda e della società[172].

Le sue caratteristiche sono:

- definizione dello scopo aziendale in termini finanziari, ambientali e sociali;
- adozione di un approccio "triplo", in risposta alle prestazioni ambientali, sociali e finanziarie[173]
- tenere conto delle esigenze di tutti i portatori di interesse[174];
- integrare la sostenibilità nella cultura aziendale tramite i leaders;

---

170 Osterwalder, Alexander, et al. "*Business Model Generation: A handbook for visionaries, game changers and challengers*". African journal of business management, 2011, 5.7: 22-30.

171 Stubbs, Wendy, and Chris Cocklin. "*Conceptualizing a "sustainability business model".* Organization & environment 21.2 (2008): 103-127.

172 Lüdeke-Freund, Florian. "*Towards a conceptual framework of'business models for sustainability".* Knowledge collaboration & learning for sustainable innovation, R. Wever, J. Quist, A. Tukker, J. Woudstra, F. Boons, N. Beute, eds., Delft (2010): 25-29.

173 Elkington, John. "*Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business.*" Environmental quality management 8.1 (1998): 37-51.

174 Freeman, R. Edward. "*The politics of stakeholder theory: Some future directions."* Business ethics quarterly (1994): 409-421.

- modificare il sistema fiscale, spostando l'onere fiscale per le pratiche commerciali che impattano negativamente sull'ambiente, come il consumo di risorse non rinnovabili;
- considerare il reinvestimento del capitale locale.

Tale modello di business, integrando aspetti e obiettivi socio-ambientali e finanziari, permette la creazione di valore economico, sociale e ambientale che avrà impatti diretti sul vantaggio competitivo.

Affinché il modello funzioni bisognerà tenere in considerazione il forte legame che sussiste tra sostenibilità dell'impresa e indicatori ESG nel medio e lungo termine, poiché l'adozione di regolamenti che rispettino gli aspetti ESG può generare implicazioni sui sistemi di controllo e di governance definendo il contesto in cui il top management dovrà prendere decisioni.

CAPITOLO 3: ESG, COME MISURARLO E COME INFLUENZA LE SCELTE DEI MANAGER

3.1 Excursus storico sulle direttive

Come si è detto, alla fine del precedente capitolo, gli ESG sono ormai non più solo un fattore cruciale per l'azienda, ma vengono integrati all'interno del modello di business stesso. Si andrà ora a fare un breve excursus storico: da un primordiale concetto di triple bottom line, fino ad arrivare a trattare delle varie direttive europee.

Il concetto di Triple bottom line, anche noto come "PPP" (Planet, People, Profit), fu elaborato dal sociologo ed economista inglese John Elkington[175] che coniò tale espressione nel 1997.

Nel trattato è evidenziato che l'impresa non ha come unico obiettivo quello di generare profitto, ma anche quello di sviluppare e migliorare le condizioni sociali delle persone e dell'ambiente.

Grazie a questo primo passo si è iniziato a sviluppare il concetto di rendicontazione della sostenibilità.

Nel 2014, la direttiva 2014/95/UE ha introdotto l'obbligatorietà della pubblicazione annuale di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità da parte delle grandi aziende di interesse pubblico.

In Italia la direttiva fu recepita dal Decreto Legislativo n. 254/2016 che ha introdotto l'obbligo di pubblicazione del bilancio di sostenibilità per le aziende di grandi dimensioni[176] e di interesse pubblico[177] al fine di promuovere una maggiore responsabilità delle stesse e di consentire agli stakeholders di assumere decisioni consapevoli sulla scorta delle informazioni pubblicate.

Con il recepimento di questa direttiva le aziende furono obbligate ad includere nella relazione sulla gestione la dichiarazione non finanziaria – cd. "DNF" – che fornisce informazioni riguardanti l'aspetto

[175] J. Elkington, "*Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line on the 21th Century Business*", New Society Publishers, 1998.
[176] Art. 1. B) D.Lgs 254/2016, *"Definizioni"*
[177] Art. 16 comma 1 D.Lgs 39/2010: "*Enti di interesse pubblico*"
.

ambientale, sociale, il rispetto dei diritti umani, la lotta alla corruzione e le diversità dei membri dei CdA delle società.

Nella compilazione della rendicontazione non finanziaria venivano presi di riferimento gli standard GRI – Global Reporting Initiative di cui tratteremo nel paragrafo 3.3.

Dal 25 Gennaio del 2017, con l'entrata in vigore del Decreto Legislativo del 30 dicembre 2016 n.254 di attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento e del Consiglio del 22 ottobre 2014, è stato reso obbligatorio e quindi esecutivo il dovere di rendicontazione non finanziaria.

Il decreto dispone l'obbligo di dichiarazione individuale di carattere non finanziario per le imprese e per i gruppi di grandi dimensioni, mentre le imprese non sottoposte a tale obbligo vi è la possibilità di presentare volontariamente tale dichiarazione in modo semplificato.

Al fine di adempiere al decreto è rilevante definire un piano d'azione a livello europeo.

A tal proposito, nel marzo del 2018 la Commissione Europea ha pubblicato l'Action Plan on Financing Sustainable Growth che contiene diverse dimensioni specifiche con scadenze definite.

In particolare, le azioni previste sono destinate: a indirizzare i flussi finanziari verso investimenti sostenibili; a gestire in maniera più efficiente i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dall'utilizzo delle risorse, dalla degradazione ambientale e dalle disuguaglianze sociali; a migliorare la trasparenza e a favorire un approccio a lungo termine delle attività[178].

Per permettere alle aziende di grandi dimensioni che dovranno redigere la rendicontazione non finanziaria, sono state definite una serie di iniziative volte a standardizzare e a rendere più comprensibili e trasparenti le informazioni di carattere non finanziario.

In particolar modo, si possono attuare gli obiettivi sopra detti attraverso l'attuazione dei seguenti punti:

[178] Commissione Europea, "*L'Action Plan on Financing Sustainable Growth 2018"*,2018

- è stata prevista l'introduzione di una tassonomia a livello europeo volta a definire e classificare le attività economiche sostenibili[179];
- Favorire l'inclusione dei criteri ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) all'interno delle agenzie di rating e delle società di ricerca di mercato;
- Integrare i criteri di sostenibilità nella definizione del dovere fiduciario che impone agli investitori istituzionali di agire nell'interesse migliore dei beneficiari;
- Migliorare la qualità e la trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle aziende;
- Promuovere l'adozione dei criteri ESG nella governance aziendale e ridurre l'approccio a breve termine da parte dei mercati finanziari.

Un ulteriore sviluppo si è avuto con il regolamento UE 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

Questo regolamento risulta essere rilevante in quanto i servizi finanziari, attraverso le attività di finanziamento e di investimento, promuoveranno e incentiveranno aziende che integreranno nel loro modello di business politiche ESG.

I provvedimenti europei sopracitati indirizzano, dunque, verso un'armonizzazione per evitare asimmetrie informative riguardanti gli aspetti della sostenibilità che potrebbero trarre in inganno gli investitori finali nelle loro politiche di investimento.

Proprio per non creare dubbi nelle scelte degli investimenti, in presenza di disomogeneità normativa, il regolamento UE 2019/2088 prevede che i partecipanti ai mercati finanziari integrino alle politiche di remunerazioni interne i fattori ESG, come previsto dall'art. 5[180].

[179] Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili.
Stabilisce un quadro per classificare le attività economiche sostenibili con l'obiettivo di fornire agli investitori, alle imprese e agli operatori del mercato una base comune di informazioni per prendere decisioni finanziarie più informate in linea con gli obiettivi di sostenibilità dell'UE.

[180] Art. 5 Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, "*Trasparenza delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità*"

Nel dicembre 2019 il Green Deal ha dato inizio al disegno di una nuova strategia di crescita con un'economia, un'industria e una rete di servizi in grado di disaccoppiare la crescita economica dall'utilizzo di risorse, ovvero di arrivare alla famosa neutralità climatica prevista entro il 2050.

L'Unione Europea, come descritto precedentemente, ha già iniziato un processo di coinvolgimento verso logiche di finanza sostenibile e in questo scenario ci sono ulteriori cinque azioni che impattano direttamente sulle prospettive di sviluppo ESG.

Esse sono:

1. Il regolamento delegato UE 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che apporta modifiche al regolamento delegato (UE) 2017/565 riguardo all'inclusione dei fattori di sostenibilità, dei rischi e delle preferenze di sostenibilità nelle attività delle imprese di investimento;
2. Il Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 modifica il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 in merito ai rischi e ai fattori di sostenibilità che devono essere presi in considerazione dai gestori di fondi di investimento alternativi;
3. Il Regolamento delegato (UE) 2021/1256 della Commissione del 21 aprile 2021 interviene sul regolamento delegato (UE) 2015/35 riguardante l'integrazione dei rischi di sostenibilità nell'ambito della governance delle imprese di assicurazione e di riassicurazione;
4. Il Regolamento delegato (UE) 2021/1257 della Commissione del 21 aprile 2021 modifica i regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 in relazione all'integrazione delle preferenze di sostenibilità, dei fattori e dei rischi di sostenibilità nei criteri di governance dei prodotti delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi;
5. La Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 apporta modifiche alla direttiva delegata (UE) 2017/593 riguardo all'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti.

3.2 Il reporting di sostenibilità

Il bilancio di sostenibilità è un documento annuale attraverso il quale le imprese comunicano a tutti gli attori interessati l'impatto della loro organizzazione in materia di sostenibilità, gli obiettivi che si prefiggono sull'argomento e le misure adottate.

Questo documento ha l'obiettivo di favorire una maggiore trasparenza da parte delle aziende riguardo all'impatto ambientale, sociale ed economico delle loro attività, al fine di promuovere una maggiore responsabilità aziendale e consentire ai consumatori di prendere decisioni più consapevoli.

Inoltre, il rapporto di sostenibilità svolge un ruolo rilevante nelle strategie governative per il clima, ovvero coinvolgere le aziende e promuoverne la transizione verso modelli di produzione circolare per raggiungere gli obiettivi internazionali di sviluppo sostenibile.

Il bilancio sociale è il precursore del bilancio di sostenibilità. Esso è stato usato come strumento di rendicontazioni per la gestione e il controllo delle aziende che desiderano assumere una disclosure di temi sociali e responsabili.

Il passaggio dal bilancio sociale a quello di sostenibilità riflette l'evoluzione delle aspettative degli stakeholders e l'aumento della consapevolezza sulle sfide ambientali e sociali che le imprese devono affrontare.

Nel 1977 in Francia diventa per la prima volta obbligatorio il bilancio sociale per le imprese industriali con un numero di dipendenti superiore a 300.

Vent'anni dopo, nel 1997, su iniziativa di CERES (Coalition of Environmentally Responsable Economies) e UNEP (United Nations Environment Program) fu introdotto per la prima volta il modello di rendicontazione GRI.

Lo scopo era quello di fornire un quadro standardizzato e universalmente accettato per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie.

L'anno successivo, per fornire una guida specifica sulle finalità e sulle procedure di formazione del bilancio sociale, nasce il Gruppo di studio per il bilancio sociale (GBS) e per la formazione le linee guida per la sua redazione.

Al fine di promuovere la responsabilità e la trasparenza delle aziende riguardo la sostenibilità il Global Reportinbg Initiative nel 2006 introdusse il framework GRI-G3 e nel 2015 il GRI-G4.

Nel seguente paragrafo si approfondiranno le linee guida del GRI attualmente in uso.

3.2.1 Principi generali GRI

Il Global Reporting Initiative (GRI) fornisce linee guida per supportare le aziende nella valutazione e comunicazione adeguata delle proprie performance economiche, sociali e ambientali.

Queste linee guida sono state sviluppate per facilitare l'implementazione di un bilancio che consenta alle aziende di misurare, monitorare e rendicontare le attività in modo coerente e trasparente.

L'obiettivo del GRI è quello di promuovere una rendicontazione di sostenibilità di alta qualità, consentendo alle aziende di misurare e comunicare il loro impatto sociale, ambientale ed economico in modo completo e accurato.

A tal fine è stato introdotto nel 2016 e successivamente nel 2021 il GRI-101 Foundation[181], standard GRI che descrive i requisiti per la preparazione di un bilancio di sostenibilità in conformità ai GRI Standards.

Le linee guida per l'implementazione del bilancio si basano su due principi fondamentali: la definizione dei contenuti e la qualità del bilancio.

I principi che deve rispettare l'azienda per definire i contenuti del bilancio sono: "Stakeholder Inclusiviness", "Sustainability Context", "Materiality" e "Completeness".

[181] Global Reporting Initiative, "*GRI Sustainability Reporting Standards*", 2021

Per assicurare la conformità del bilancio di sostenibilità ai GRI Standards, l'azienda deve: individuare le parti interessate rilevanti e illustrare come l'azienda risponde alle loro aspettative e interessi (Stakeholder Inclusiviness); rappresentare nel bilancio le propria performance in tema di sostenibilità (Sustainability Context); definire i temi materiali che impattano direttamente sul contesto interno ed esterno all'azienda e che sono in grado di influenzare le valutazioni e decisioni degli stakeholders (Materiality); infine, identificare gli impatti indiretti da essa generati sul contesto di riferimento, ad esempio lo svolgimento di attività attraverso una relazione di business (Completeness)[182].

Per l'implementazione dei principi di contenuto del bilancio vengono applicati degli specifici test riportati nella Tabella 1 seguente.

Tabella 2: Test per implementazione principi di contenuto del bilancio

Principi per definire i contenuti del bilancio	**Test**
Stakeholder Inclusivenes	1. L'organizzazione che redige il report può identificare gli stakeholder ai quali ritiene di dover rendere conto; 2. Il contenuto del report si basa sui risultati dei processi di coinvolgimento degli stakeholder utilizzati dall'organizzazione nelle sue attività correnti e come richiesto dal quadro legale e istituzionale in cui opera; 3. Il contenuto del report si basa sui risultati di qualsiasi processo di coinvolgimento degli stakeholder specificatamente intrapresi per il report processi di coinvolgimento degli stakeholder intrapresi specificamente per il report; 4. I risultati dei processi di coinvolgimento degli stakeholder influenzano le decisioni sul contenuto del report e sono coerenti con gli argomenti materiali inclusi nel rapporto.

[182] Global Reporting Initiative , "G*RI 101 – Foundation*", 2021

Sustainability Context	1. L'organizzazione che redige il report presenta la propria comprensione dello sviluppo sostenibile basandosi su informazioni oggettive e disponibili nonché su misure autorevoli dello sviluppo sostenibile per gli argomenti trattati. 2. L'organizzazione presenta la propria performance facendo riferimento a condizioni e obiettivi di sviluppo sostenibile più ampi, come riflesso in strumenti riconosciuti a livello settoriale, locale, regionale o globale. 3. Nella presentazione della performance, l'organizzazione comunica i suoi impatti e contributi in contesti geografici appropriati. 4. L'organizzazione descrive anche come i temi economici, ambientali e/o sociali sono collegati alla sua strategia a lungo termine, ai rischi, alle opportunità e agli obiettivi, incluso il loro impatto nella catena del valore dell'organizzazione.
Materiality	Nella definizione degli argomenti materiali, l'organizzazione che prepara il report ha considerato i seguenti fattori: 1. gli impatti economici, ambientali e/o sociali ragionevolmente stimabili, identificati attraverso un'indagine accurata condotta da individui con competenze riconosciute o da organismi di esperti con credenziali riconosciute. 2. gli interessi e le aspettative degli stakeholder specificamente coinvolti nell'organizzazione, come i dipendenti e gli azionisti. 3. gli interessi economici, sociali e/o ambientali più ampi e gli argomenti sollevati dagli stakeholder, come i lavoratori non dipendenti, i fornitori, le comunità locali, i gruppi vulnerabili e la società civile. 4. I temi principali e le sfide future per il settore, identificati da pari e concorrenti.

	5. Leggi, regolamenti, accordi internazionali o accordi volontari di rilevanza strategica per l'organizzazione e i suoi stakeholder. 6. Valori organizzativi chiave, politiche, strategie, sistemi di gestione operativa, obiettivi e target. 7. Le competenze chiave dell'organizzazione e il modo in cui possono contribuire allo sviluppo sostenibile. 8. Le conseguenze per l'organizzazione legate ai suoi impatti sull'economia, sull'ambiente e/o sulla società, come i rischi per il modello di business o la reputazione. 9. Gli argomenti materiali sono adeguatamente prioritari nel rapporto.
Completeness	1. Il rapporto considera gli impatti causati, ai quali l'organizzazione che lo redige contribuisce o con cui è direttamente collegata attraverso relazioni commerciali. Copre e dà priorità a tutte le informazioni materiali in base ai principi di Materialità, Contesto di sostenibilità e Inclusività degli stakeholder. 2. Le informazioni contenute nel rapporto includono tutti gli impatti significativi del periodo di rendicontazione e stime ragionevoli degli impatti futuri significativi, quando tali impatti sono prevedibili in modo ragionevole e possono diventare inevitabili o irreversibili. 3. Il rapporto non omette informazioni rilevanti che influenzano in modo sostanziale le valutazioni e le decisioni degli stakeholder, né informazioni che riflettono un impatto economico, ambientale e sociale significativo.

Fonte: GRI, GRI Sustainability Reporting Standards, 2021[183]

[183] GRI, "*GRI Sustainability Reporting Standards*", 2021

Per definire, invece, la qualità del bilancio di sostenibilità, l'azienda tramite i principi di "Accurancy", "Balance", "Clarity", "Comparability", "Reliability" e "Timeliness", dovrà presentare correttamente le informazioni per permettere agli stakeholders una coerente valutazione di questi e poter agire di conseguenza.

L'azienda, quindi, dovrà comunicare le informazioni in modo preciso e dettagliato rispettando il principio di accuratezza delle informazioni (Accuracy).

L'accuratezza delle informazioni può dipendere, ad esempio, dalle modalità di raccoglimento, di calcolo e di analisi quando si fa riferimento a informazioni di tipo quantitativo.

Per poter consentire una corretta valutazione della performance aziendale, dovranno essere indicati nel bilancio sia i risultati positivi che quelli negativi nonché le informazioni che possono influenzare significativamente le decisioni degli stakeholders (Balance).

L'azienda, al fine di rendere facilmente accessibili e comprensibili le informazioni agli stakeholders, dovrà renderle di facile rappresentazione tramite grafici e tabelle riportanti dati di sintesi (Claruty).

Al fine di agevolare la comparabilità delle informazioni nel tempo con le altre imprese, l'azienda dovrà presentare le informazioni in modo coerente utilizzando metodologie di calcolo e di presentazione uniformi.

Dovrà poi fornire non solo dati assoluti e indicizzati, ma anche informazioni di contesto per agevolare la comprensione dei fattori che influenzano l'impatto o la performance aziendale. Queste informazioni contestuali possono includere l'area geografica, le tipologie di attività svolte e le dimensioni dell'organizzazione (Comparability).

L'azienda dovrà acquisire, registrare, analizzare e rendicontare sia le informazioni che i processi al fine di consentire alle terze parti di verificare i controlli interni avvalendosi delle informazioni fornite nel bilancio (Riability).

Per assicurare la disponibilità delle informazioni in modo tempestivo e consentire agli stakeholders l'assunzione di decisioni tramite l'utilizzo di informazioni aggiornate, il bilancio dovrà esser predisposto periodicamente e cioè entro sei mesi dalla chiusura del periodo di reporting.

Per le aziende che rientrano nell'ambito di applicazione del D.Lgs 254/2016 vi è l'obbligo di allineamento delle tempistiche del bilancio di sostenibilità con quello d'esercizio (Timeliness).

Per l'implementazione dei principi di qualità del bilancio vengono applicati degli specifici test riportati nella Tabella 3 seguente.

Tabella 3: Test per implementazione principi di qualità del bilancio[184]

Principi per definire i contenuti del bilancio	**Test**
Accurancy	- Il rapporto fornisce una descrizione dei dati che sono stati misurati. - Le misurazioni dei dati e le basi di calcolo sono descritte in modo adeguato e possono essere riprodotte ottenendo risultati simili. - Il margine di errore per i dati quantitativi non è significativo al punto da influenzare in modo sostanziale la capacità degli stakeholder di trarre conclusioni appropriate e informate. - Il rapporto indica quali dati sono stati stimati e fornisce informazioni sulle ipotesi e sulle tecniche di base utilizzate per tali stime, o indica dove è possibile trovare tali informazioni. - Le affermazioni qualitative presenti nel rapporto sono coerenti con le altre informazioni riportate e con le altre evidenze disponibili.
	- Il rapporto include sia risultati positivi che negativi e tratta argomenti favorevoli e sfavorevoli.

[184]GRI, "*GRI Sustainability Reporting Standards*", 2021

Balance	- Le informazioni presenti nel rapporto sono strutturate in modo tale che gli utenti possano osservare le tendenze positive e negative della performance su base annuale. - L'importanza attribuita ai diversi argomenti nel rapporto riflette la loro relativa priorità.
Clarity	- Il rapporto fornisce il livello di informazioni richiesto dagli stakeholder senza essere eccessivamente dettagliato o superfluo. - Gli stakeholder possono facilmente trovare le informazioni specifiche desiderate attraverso tabelle dei contenuti, mappe, link o altri strumenti di navigazione. - Il rapporto evita termini tecnici, acronimi, gergo o altri contenuti che potrebbero non essere familiari agli stakeholder, fornendo spiegazioni necessarie nelle sezioni pertinenti o in un glossario. - Le informazioni nel rapporto sono accessibili agli stakeholder, compresi quelli con particolari esigenze di accessibilità legate a diversità abilitative, lingua o tecnologia.
Comparability	- Il rapporto copre sia risultati che argomenti favorevoli che sfavorevoli. - Le informazioni sono presentate in un formato che consente agli utenti di osservare le tendenze positive e negative delle performance annuali. - L'importanza data ai diversi argomenti nel rapporto riflette la loro priorità relativa. - Il rapporto può essere confrontato da un anno all'altro. - La performance dell'organizzazione può essere confrontata con benchmark appropriati. - Eventuali variazioni significative tra i periodi di rendicontazione riguardo agli argomenti, ai confini, alla

	durata del periodo o alle informazioni trattate sono identificabili ed esplicate. - Quando possibile, il rapporto utilizza protocolli generalmente accettati per la compilazione, la misurazione e la presentazione delle informazioni, inclusi i requisiti degli Standard GRI.
Reliability	- I dati misurati sono indicati nel rapporto. - Le misurazioni e le basi di calcolo sono descritte in modo adeguato e possono essere ripetute per ottenere risultati simili. - Il margine di errore per i dati quantitativi non influisce in modo significativo sulla capacità degli stakeholder di trarre conclusioni adeguate e informate. - Vengono indicati i dati stimati, le ipotesi e le tecniche utilizzate per la stima, o viene fornito un riferimento per reperire tali informazioni. Le affermazioni qualitative nel rapporto sono coerenti con altre informazioni e evidenze disponibili.
Timeliness	- Le informazioni nel rapporto sono divulgate in tempo rispetto al periodo di riferimento. - Il rapporto indica chiaramente il periodo di riferimento delle informazioni, la data di aggiornamento e la data di scadenza. - Eventuali rideterminazioni di informazioni precedenti e le relative ragioni vengono comunicate separatamente.

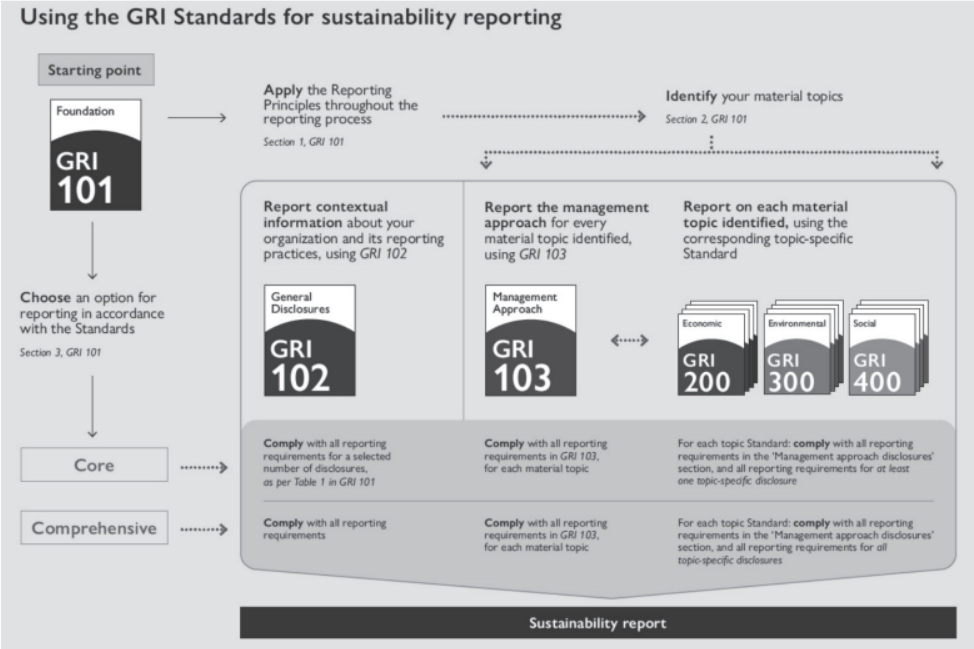
Vi sono due metodologie di implementazione di un bilancio di sostenibilità conforme ai GRI Standards: l'utilizzo dei GRI Standards come struttura unica oppure l'utilizzo di Standard selezionati per rendicontare informazioni specifiche, e in questo caso si parlerà di approccio GRI referenced.

Il primo approccio, denominato anche "In Accordance" viene applicato da quelle aziende che hanno intenzione di rendicontare tutti i loro impatti – economici, ambientali e sociali – e le relative modalità di

gestione. In questo approccio, l'azienda adotta tutti i GRI Standards come quadro di riferimento per la rendicontazione delle informazioni di sostenibilità. Pertanto, segue e riporta tutti i requisiti e gli indicatori specificati nei GRI Standards per tutti gli aspetti materiali dell'attività aziendale.

A sua volta le aziende che adottano tale approccio hanno due possibilità di applicazione: "Core" e "Comprehensive".

Figura 10: Utilizzo dei GRI Standards per la redazione del bilancio di sostenibilità



Fonte: GRI site, 2021

L'approccio "In accordance - Core" indica che il report redatto è caratterizzato dalle minime informazioni necessarie a comprendere la natura dell'azienda, i temi materiali, gli impatti e la loro gestione.

In particolare, secondo l'approccio Core è necessario che per ogni tema materiale vengano rispettati i requisiti del GRI 103-Management Approach; della sezione Management approach disclosures nell'ambito del Topic-specific Standard nonché di tutti quei requisiti di rendicontazione di almeno una topic-specific Disclosure. Viene quindi richiesta una rendicontazione completa di almeno un indicatore di performance per ogni topic del GRI risultato materiale.

L’approccio “In accordance – Comprehensive” invece, ha le basi dell’approccio “Core”, ma richiede informazioni aggiuntive sulla strategia, l’etica, l’integrità e la governance dell’azienda. Inoltre, richiede una comunicazione più approfondita degli impatti dell’azienda nel suo contesto tramite la rendicontazione dei requisiti delle Disclosure per ogni tema materiale.

In questo scenario, è fondamentale che ogni tema materiale soddisfi i requisiti del GRI 103 Management Approach, inclusa la sezione Management Approach disclosures all'interno dello Standard specifico dell'argomento, e rispetti altresì tutti i requisiti di rendicontazione di tutte le topic-specific disclosures.

La differenza rispetto all'approccio "Core" sta nel fatto che si richiede una rendicontazione completa di tutti gli indicatori di performance collegati ai temi del GRI che risultano materiali, anziché limitarsi a un solo indicatore.

Un'alternativa all’approccio “In Accordance” è quello di utilizzare solo alcuni GRI Standards selezionati, o una parte di essi, per la rendicontazione di informazioni specifiche.

Questo secondo approccio, chiamato GRI-referenced, è raccomandato per le aziende che desiderano rendicontare solo alcuni degli impatti economici, sociali e ambientali che riguardano la loro attività.

Le aziende che seguono l'approccio GRI-referenced devono specificare in dettaglio gli Standards del GRI (o le parti di essi) utilizzati per ciascuna delle informazioni GRI-referenced.

Tuttavia, un'azienda che adotta un uso selettivo degli standard non può dichiarare di redigere il bilancio "in accordance" con i GRI Standards.

Nonostante ciò, è comunque importante applicare i principi di rendicontazione per garantire la qualità del bilancio, anche se non obbligatori in questo caso. Questo assicura che le informazioni fornite siano accurate e di alta qualità, permettendo agli stakeholders valutazioni solide e appropriate.

3.3 Gli indicatori GRI

Il GRI, come detto precedentemente, fu costituito nel 1977 a Boston su iniziativa di CERES e UNEP, al fine di sviluppare un sistema contabile che permettesse alle aziende di redigere un rendiconto ambientale conforme ai principi di condotta socialmente responsabile definiti dal CERES.

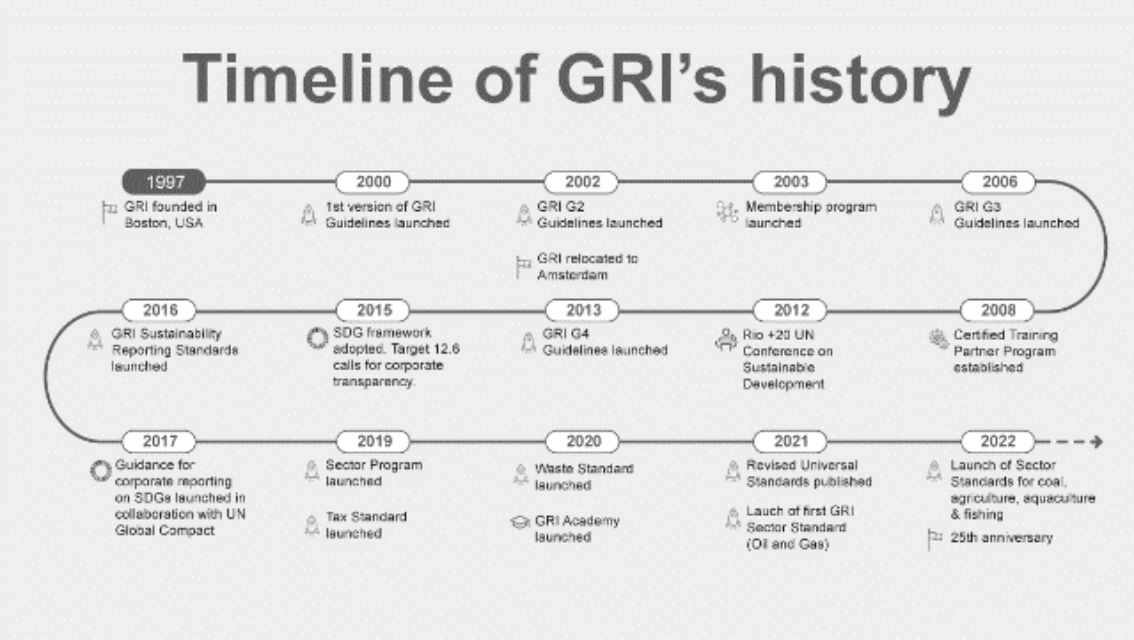
Le prime linee guida formulate dal GRI, conosciute come G1, sono state pubblicate nel 2000, e hanno fornito una visione iniziale e introduttiva per la rendicontazione sostenibile.

Successivamente, sono state rilasciate una serie di aggiornamenti G2 nel 2002, G3 nel 2006 e G4 nel 2013.

Tuttavia, la svolta più significativa si è verificata nel 2016 con l'introduzione del G5, quando il GRI si è trasformato in uno standard vero e proprio.

Grazie all'adesione di un numero sempre maggiore di soggetti, il GRI è stato in grado di fornire alle imprese strumenti sempre più esaustivi ed efficaci per la preparazione del report sulla sostenibilità.

Figura 11: Timeline of GRI's history

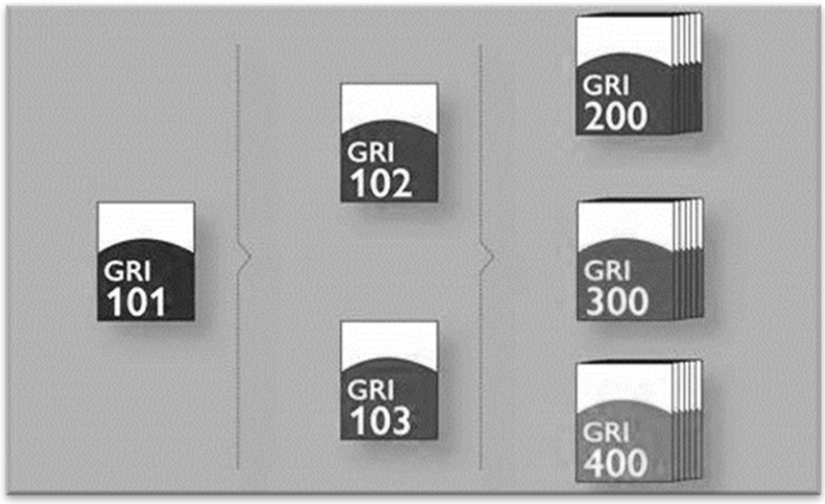


Fonte: Global Reporting site, 2021

L'aggiornamento GRI del 2021, in vigore dal 1° gennaio 2023, ha stabilito una struttura ben definita che si articola in quattro serie distinte, per consentire all'ente emittente di apportare modifiche e aggiornamenti alle regole senza causare impatti significativi sulle applicazioni precedenti.

La struttura può esser raffigurata come illustrato nella figura seguente:

Figura 12: Struttura degli standard GRI



Fonte: GRI, 2021

La struttura si suddivide in due macro aree in base alle due tipologie di Standard: universali e specifici.

Gli Standard universali, serie 100, costituiscono un punto iniziale fondamentale per avviare la creazione di un report di sostenibilità e possono esser suddivisi in tre categorie distinte:

- GRI 101[185]: come precedentemente affermato nel paragrafo - *3.2.1 – GRI 101 – Foundation* – questi standard definiscono i principi di rendicontazione utilizzabili per la redazione di un bilancio sostenibile, stabilendone i contenuti e la qualità delle informazioni da includere.
- GRI 102[186]: standard della sezione sull'informativa generale, che offrono una visione generale sulla dimensione, contesto geografico, strategia, etica, governance e attività svolte dall'organizzazione.

[185] Global Reporting Initiative , GRI 101, "*Principi di rendicontazione*", 2021
[186] Global Reporting Initiative, GRI 102, "*Informativa Generale*", 2021

Le informazioni che vengono ricavate risultano essenziali per consentire agli stakeholders di comprendere la natura dell'organizzazione e i suoi impatti economici, ambientali e sociali.

L'organizzazione dovrà quindi rendicontare ad esempio: nome, luogo sede principale, dimensioni, valori, numero dei paesi in cui opera, natura e forma giuridica, descrizione delle attività dell'organizzazione, della catena di fornitura, dei suoi sistemi interni ed esterni e dei suoi impatti, marchi principali, prodotti e servizi, mercati in cui opera, modalità di applicazione del principio di precauzione[187].

- GRI 103[188]: standard che forniscono linee guida e requisiti specifici per la rendicontazione delle modalità di gestione relative ai temi materiali, consentendo così all'organizzazione di fornire una rappresentazione degli impatti ambientali generati da ciascun tema materiale e le soluzioni adottate per la loro gestione.

  Per ciascun tema materiare l'azienda dovrà fornire le motivazioni per le quali il tema viene definito materiale, dove questo impatta, la gestione e le finalità di esso, la descrizione delle politiche, degli impegni e obiettivi target, delle responsabilità e delle risorse e, infine, la modalità di valutazione della gestione.

  Nel caso in cui un'organizzazione non abbia una modalità di gestione per un tema materiale, è necessario che fornisca una descrizione di qualsiasi progetto in corso per implementare una modalità di gestione per quel tema, oppure che fornisca le ragioni per le quali al momento ne sia priva.

Gli Standard Specifici, Serie 200, 300, 400, vengono utilizzati per riportare nel bilancio sostenibile le informazioni relative agli impatti generati dall'azienda nelle dimensioni economica, ambientale e sociale.

[187] GRI 102-11 richiede di includere informazioni sulla gestione dei rischi dell'organizzazione nel contesto delle sue operazioni e nello sviluppo e lancio di nuovi prodotti. GRI, Global Reporting Initiative about GRI, 2021
[188] GRI 103, Modalità di gestione, Global Reporting Initiative, 2021

I GRI 200 forniscono indicazioni dettagliate su come riportare e rendicontare le informazioni relative agli aspetti economici e finanziari dell'organizzazione al fine di garantire una maggiore trasparenza e resposanbilità nella divulgazione delle informazioni economico-finanziarie.

GRI 200 si articolano in diverse sezioni:

- GRI 201[189]: fornisce informazioni sulle caratteristiche economiche generali dell'organizzazione, inclusi il suo settore di attività, la struttura di proprietà, le principali attività operative e altre informazioni rilevanti.

  L'organizzazione dovrà fornire informazioni: sul valore economico diretto generato e distribuito attraverso diverse componenti delle sue operazioni globali; sui rischi e sulle opportunità legati al cambiamento climatico; sul valore stimato degli impegni del piano pensionistico e sulla loro copertura; sul valore complessivo dell'assistenza finanziaria ricevuta da governi, includendo ad esempio sgravi fiscali, sussidi, sovvenzioni e premi.
- GRI 202 - Informazioni finanziarie[190]: richiede la divulgazione di informazioni finanziarie significative, come i risultati finanziari dell'organizzazione, le strategie di gestione finanziaria, gli investimenti e le performance finanziarie chiave.
- GRI 203 - Impatti economici indiretti[191]: riguarda gli impatti economici che l'organizzazione può avere sulla società e sull'economia più ampia, come l'occupazione generata, i pagamenti alle autorità fiscali e altre forme di contributo economico.
- GRI 204 – Pratiche di approvvigionamento[192]: l'organizzazione deve rendicontare la quantità di denaro speso per l'acquisto di beni e servizi presso fornitori locali nelle sedi operative rilevanti, prendendo in considerazione le transazioni effettivamente registrate nelle fatture emesse o negli impegni presi dall'organizzazione.

[189] Global Reporting Initiative, GRI 201, "*Performance economiche*", 2016
[190] Global Reporting Initiative, GRI 202, "*Informazioni finanziarie*", 2016
[191] Global Reporting Initiative, GRI 203, "*Impatti economici indiretti*", 2016
[192] Global Reporting Initiative, GRI 204, "*Pratiche di approvvigionamento*", 2016

- GRI 205 - Anticorruzione[193]: fornisce indicazioni per le organizzazioni che devono fornire informazioni riguardanti i loro impatti correlati alla corruzione e su come gestirli. L'organizzazione, dunque, dovrà fornire informazioni sulle modalità di gestione dell'anticorruzione, includere il numero totale e la percentuale di operazioni che sono state valutate per determinare i rischi legati alla corruzione, i rischi significativi correlati alla corruzione che sono stati individuati attraverso la valutazione
- GRI 206 – Comportamento anticoncorrenziale [194]: l'organizzazione è tenuta a fornire dettagli del conteggio del numero di azioni legali attualmente in corso o concluse nel periodo di rendicontazione riguardanti comportamenti anticoncorrenziali o violazioni delle normative antitrust e i risultati principali delle azioni legali concluse, inclusi eventuali decisioni o sentenze rilevanti.
- GRI 207 – Trasparenza fiscale[195]: fornisce informazioni alle organizzazioni per la rendicontazione dei loro impatti legati alle imposte e sulla gestione di queste ultime. Le informazioni contenute nel GRI 207 consentono alle organizzazioni di comunicare come gestiscono le imposte, i ricavi, le imposte stesse e le attività commerciali per ogni Paese in cui operano. In sostanza, il documento fornisce linee guida sul modo in cui le organizzazioni possono fornire una chiara e trasparente rendicontazione delle loro attività fiscali e delle strategie di gestione correlate.

La serie GRI 300 riguarda gli standard specifici per la rendicontazione degli aspetti ambientali.

Questi standard forniscono indicazioni sulle informazioni che un'organizzazione dovrebbe fornire riguardo ai propri impatti ambientali e alle misure adottate per gestirli.

[193] Global Reporting Initiative, GRI 205, "*Anticorruzione*", 2016
[194] Global Reporting Initiative, GRI 206, "*Comportamento anticoncorrenziale*", 2016
[195] Global Reporting Initiative, GRI 207, "*Trasparenza fiscale*", 2019

Ogni informativa specifica ha i suoi requisiti dettagliati, che possono includere la descrizione delle metriche utilizzate per la misurazione degli impatti ambientali, la divulgazione delle politiche e degli obiettivi ambientali dell'organizzazione, l'analisi dei rischi e delle opportunità ambientali.

La serie GRI 300 include diverse informative specifiche, come ad esempio:

- GRI 301 - Emissioni dirette di gas serra (GHG)[196]: l'organizzazione dovrà specificare il totale del peso o volume dei materiali impiegati per la produzione e l'imballaggio dei suoi prodotti e/o servizi durante il periodo di rendicontazione, suddivisi tra materiali rinnovabili e non; e infine la percentuale dei materiali d'ingresso riciclati.
- GRI 302 - Emissioni energetiche indirette (GHG)[197]: l'organizzazione dovrà fornire informazioni sul consumo totale di combustibile rinnovabile e non rinnovabile, oltre al consumo totale di energia utilizzata e venduta. Dovrà inoltre fornire informazioni su standard e strumenti di calcolo utilizzati per il consumo di energia all'esterno dell'organizzazione, l'indice di intensità energetica, base di calcolo per le riduzioni dei consumi energetici e infine la riduzione del fabbisogno energetico dei prodotti o servizi venduti.
- GRI 303 – Acqua[198]: fornisce indicazioni per le organizzazioni che devono fornire informazioni riguardanti gli impatti legati all'uso dell'acqua e la gestione delle risorse idriche. L'organizzazione dovrà descrivere dettagliatamente le modalità e i luoghi di prelievo, il consumo e lo scarico dell'acqua, i suoi impatti correlati alle attività svolte.
- GRI 304 – Biodiversità[199]: le organizzazioni dovranno fornire informazioni sui loro impatti correlati alla biodiversità e sul modo in cui li gestiscono. Le informazioni richieste riguardano ad esempio i siti operativi di proprietà dell'organizzazione e quelli gestiti in leasing, le dimensioni e la posizione geografica di tutti gli habitat protetti, lo stato di ciascuna area in base alle sue

[196] Global Reporting Initiative, GRI 301, *"Materials*", 2016
[197] Global Reporting Initiative, GRI 302, "*Energia",* 2016
[198] Global Reporting Initiative, GRI 303, "*Acqua e scarichi idrici",* 2018
[199] Global Reporting Initiative, GRI 304, "*Bio*diversity", 2016

condizioni alla fine del periodo di rendicontazione e gli standard, le metodologie e le ipotesi utilizzate per valutare gli impatti sulla biodiversità.

- GRI 305 - Emissioni atmosferiche[200]: informazioni riguardo le emissioni di gas serra espresse in tonnellate metriche di CO2 equivalente; i gas inclusi nel calcolo, che possono comprendere CO2, CH4, N2O, HFC, PFC, SF6, NF3 o tutti; le emissioni biogeniche di CO2 espresse in tonnellate metriche di CO2 equivalente. L'organizzazione dovrà fornire informazioni anche sull'anno di riferimento per il calcolo, se applicabile, includendo: le motivazioni, le emissioni rilevate nell'anno di riferimento e il contesto di eventuali variazioni significative delle emissioni che hanno comportato un ricalcolo delle emissioni dell'anno di riferimento.
- GRI 306 - Effluenti e rifiuti[201]: le organizzazioni dovranno rendicontare i loro impatti legati ai rifiuti e le modalità con cui gestiscono tali impatti. Queste informazioni consentono all'organizzazione di descrivere come prevenire la generazione di rifiuti e come gestire quelli che non possono essere evitati, sia all'interno delle proprie attività che lungo la catena del valore. Per gli impatti rilevanti correlati ai rifiuti, sia effettivi che potenziali, il documento richiede ad esempio una descrizione degli elementi di input, delle attività e degli elementi di output che contribuiscono o potrebbero contribuire a tali impatti.
- GRI 307 - Impatti ambientali dei prodotti e dei servizi[202]: l'organizzazione è tenuta a fornire le seguenti informazioni nel rendiconto: le sanzioni pecuniarie e non monetarie per la violazione delle leggi e/o delle normative ambientali, con riferimento all'importo totale delle sanzioni e i casi in cui si è fatto ricorso ai sistemi di risoluzione delle controversie.

  L'obiettivo è fornire una descrizione completa delle conseguenze finanziarie e non finanziarie derivanti dalla violazione delle leggi e delle normative ambientali da parte dell'organizzazione. Queste informazioni evidenziano l'impatto delle sanzioni sul bilancio e sulle operazioni dell'organizzazione, permettendo una valutazione della sua conformità ambientale e delle

[200] Global Reporting Initiative, GRI 305, *"Emissioni*", 2016
[201] Global Reporting Initiative, GRI 306, "*Waste",* 2020
[202] Global Reporting Initiative, GRI 307, "Compliance ambientale", 2016

misure adottate per correggere eventuali violazioni. Inoltre, è importante anche comprendere se l'organizzazione ha utilizzato i sistemi di risoluzione delle controversie per affrontare le violazioni ambientali, evidenziando il suo impegno nel cercare soluzioni efficaci e collaborative.

- GRI 308 - Fornitori ambientali[203]: la valutazione ambientale dei fornitori 2016 fornisce informazioni alle organizzazioni che devono rendicontare i loro impatti ambientali all'interno della loro catena di fornitura, nonché le modalità con cui gestiscono tali impatti.
  Le informazioni contenute nel documento consentono all'organizzazione di descrivere il proprio approccio nella prevenzione e mitigazione degli impatti ambientali negativi all'interno della catena di fornitura.
  L'obiettivo del documento è fornire una guida alle organizzazioni per rendicontare in modo accurato e completo gli impatti ambientali derivanti dalle attività dei propri fornitori.
  Ciò include la raccolta di informazioni sui processi, le pratiche e le politiche adottate per identificare, valutare e gestire gli impatti ambientali lungo la catena di fornitura. In sintesi, il documento permette alle organizzazioni di fornire dettagli sulle misure adottate per prevenire e mitigare gli impatti ambientali negativi nella catena di fornitura, consentendo così una maggiore trasparenza e responsabilità nella gestione ambientale complessiva dell'organizzazione.

I GRI 400, infine, forniscono indicazioni dettagliate su come riportare e rendicontare le informazioni relative agli aspetti sociali per consentire alle organizzazioni di fornire una chiara e completa rendicontazione degli impatti sociali sulle proprie attività, contribuendo alla trasparenza e alla responsabilità sociale.

Le informative possono includere la descrizione delle politiche e delle pratiche relative all'occupazione e al lavoro, la promozione della diversità e dell'inclusione, la gestione dei rischi per la salute e la sicurezza sul lavoro, la promozione dei diritti umani e molte altre informazioni pertinenti.

[203] Global Reporting Initiative, GRI 308, "*Valutazione ambientale dei fornitori*", 2016

La serie GRI 400 include:

- GRI 401 – Occupazione[204]: l'obiettivo è quello di fornire una descrizione esauriente delle politiche e delle azioni adottate dall'organizzazione per affrontare queste questioni e garantire che i rapporti di lavoro all'interno della catena di fornitura rispettino gli standard legali e i diritti dei lavoratori.
- GRI 402 - Gestione del lavoro e delle relazioni sindacali[205]: fornisce informazioni alle organizzazioni che devono rendicontare gli impatti correlati alla gestione del lavoro e delle relazioni sindacali, nonché le modalità con cui gestiscono tali impatti. Uno degli elementi rilevanti che devono essere resi noti riguarda il numero minimo di settimane di preavviso generalmente comunicate ai dipendenti e ai loro rappresentanti prima dell'attuazione di modifiche operative significative che potrebbero avere un impatto sostanziale su di loro.
  In particolare, per le organizzazioni che hanno accordi di contrattazione collettiva, è richiesto di specificare se il periodo di preavviso e le disposizioni per la consultazione e la trattativa sono definiti negli accordi stessi.
  Inoltre, fornisce trasparenza sulle modalità con cui l'organizzazione affronta le modifiche operative rilevanti che potrebbero influire sui dipendenti, inclusa la consultazione e la negoziazione con i rappresentanti sindacali, quando applicabile.
- GRI 403 - Salute e sicurezza sul lavoro[206]: l'organizzazione dovrà fornire informazioni sul sistema se è stato implementato per adempiere agli obblighi di legge, e in tal caso, fornire un elenco di tali obblighi oppure in base a un sistema accreditato di gestione del rischio e/o a standard del sistema di gestione, e in tal caso, dovrà fornire un elenco delle linee guida adottati.
  Inoltre, è richiesta una descrizione dettagliata delle mansioni dei lavoratori, delle loro attività e dei luoghi di lavoro che rientrano nel sistema di gestione della salute e sicurezza sul lavoro.

[204] Global Reporting Initiative, GRI 401, "*Employment*", 2016
[205] Global Reporting Initiative, GRI 402, "*Labor management relations*", 2016
[206] Global Reporting Initiative, GRI 403, "*Salute e sicurezza sul lavoro*", 2018

Qualora vi siano lavoratori, attività o luoghi di lavoro specifici che non sono soggetti a tale sistema, è necessario specificare il motivo per cui non sono inclusi.

- GRI 404 – Formazione e istruzione[207]: fornisce informazioni sugli impatti correlati a formazione ed istruzione e di come vengono gestiti tali impatti. L'organizzazione, ad esempio, dovrà indicare il numero medio di ore di formazione dei dipendenti suddividendole per genere e categorie di dipendenti, oltre alle informazioni relative ai programmi di assistenza offerta per migliorare le competenze dei dipendenti.
- GRI 405 – Diversità e pari opportunità[208]: fornisce informazioni sugli impatti relativamente a diversità e pari opportunità sul lavoro, e su come vengono gestiti. Ad esempio, l'organizzazione dovrà specificare la percentuale di persone all'interno degli organi di governance dell'organizzazione appartenenti a diverse categorie di diversità in base al genere, la fascia d'età e altri indicatori di diversità rilevanti.
- GRI 406 - Episodi di discriminazione e misure correttive adottate[209]: fornisce informazioni sugli impatti correlati alla discriminazione e di come questi vengono gestiti. Lo stato di tali episodi e le azioni intraprese vengono descritti in base agli episodi di discriminazione, ai piani di rimedio attuali e già in corso per affrontarli.
- GRI 407 – Libertà di associazione e contrattazione collettiva[210]: l'organizzazione deve fornire informazioni sulla libertà di associazione e la contrattazione collettiva, nonché sul modo in cui gestisce tali impatti. Questo rapporto fornisce linee guida per le organizzazioni che devono rendere conto dei loro impatti relativi alla libertà di associazione e alla contrattazione collettiva, nonché sulle strategie e le pratiche adottate per gestire tali impatti in modo responsabile.
- GRI 408 – Lavoro minorile[211]: l'organizzazione deve identificare le attività e i fornitori che sono considerati a rischio significativo di episodi di lavoro minorile e giovani lavoratori esposti a

[207] Global Reporting Initiative, GRI 404, "*Formazione e istruzione*", 2016
[208] Global Reporting Initiative, GRI 405, "*Diversità e pari opportunità*", 2016
[209] Global Reporting Initiative, GRI 406, "*Non discriminazione*", 2016
[210]Global Reporting Initiative, GRI 407, "*Libertà di associazione e contrattazione collettiva*", 2016
[211] Global Reporting Initiative, GRI 408, "*Lavoro minorile*", 2016

lavoro pericoloso. Questo implica individuare le aree o i settori delle proprie operazioni in cui è presente un rischio elevato di violazioni dei diritti dei lavoratori minorili o di giovani lavoratori che svolgono attività pericolose.

Deve specificare le attività e i fornitori ritenuti a rischio significativo di episodi di lavoro minorile, indicando il tipo di attività (ad esempio, un impianto di produzione) e il fornitore associato. Inoltre, deve identificare i paesi o le aree geografiche in cui queste attività operative e fornitori a rischio sono localizzati.

Deve descrivere le misure adottate dall'organizzazione nel periodo di rendicontazione per contribuire all'effettiva abolizione del lavoro minorile. Ciò può includere politiche, procedure o azioni specifiche messe in atto per prevenire, mitigare o risolvere situazioni di lavoro minorile nelle proprie operazioni o nella catena di fornitura.

Fornendo queste informazioni, l'organizzazione dimostra la sua consapevolezza e l'impegno a contrastare il lavoro minorile e a garantire un ambiente di lavoro sicuro e protetto per i giovani lavoratori. Inoltre, evidenzia le azioni intraprese per promuovere la responsabilità sociale e il rispetto dei diritti dei lavoratori nelle proprie operazioni e nella catena di fornitura.

- GRI 409 – Lavoro forzato o obbligatori[212]: il documento fornisce informazioni dettagliate per le organizzazioni che devono riportare i propri impatti in relazione al lavoro forzato o obbligatorio e come gestiscono tali situazioni. Inoltre, vengono fornite indicazioni sulle misure adottate per garantire il rispetto dei diritti dei lavoratori, promuovere un ambiente di lavoro sicuro e dignitoso, nonché per identificare e risolvere eventuali casi di lavoro forzato o obbligatorio che possono emerger lungo la catena del valore dell'organizzazione
- GRI 410 – Pratiche di sicurezza[213]: queste informative sono destinate alle organizzazioni che devono fornire dettagli sugli impatti legati alle loro pratiche di sicurezza e sulla gestione di tali impatti. Il documento fornisce linee guida su come le organizzazioni possono rendicontare in

[212] Global Reporting Initiative, GRI 409, "*Lavoro forzato o obbligatori*", 2016
[213] Global Reporting Initiative, GRI 410, "*Security practices*", 2016

modo completo e accurato le informazioni relative alle misure di sicurezza adottate, nonché sui risultati e sugli effetti di tali pratiche sulla sicurezza dei dipendenti, dei clienti e del pubblico in generale. Vengono forniti suggerimenti su come gestire in modo responsabile le questioni di sicurezza, inclusa la valutazione dei rischi, l'implementazione di procedure di sicurezza, la formazione del personale e la comunicazione trasparente delle politiche e dei risultati di sicurezza agli stakeholder interessati.

- GRI 411 – Diritti dei popoli indigeni[214]: l'organizzazione deve includere gli episodi di violazione dei diritti dei popoli indigeni che coinvolgono i lavoratori impiegati dall'organizzazione per svolgere le sue attività e le comunità sulle quali l'organizzazione opera o ha un impatto significativo.

  L'obiettivo è raccogliere e rendicontare informazioni accurate e complete sugli episodi di violazione dei diritti dei popoli indigeni, sia che coinvolgano direttamente i lavoratori dell'organizzazione sia che riguardino le comunità locali interessate dalle sue attività. Ciò permette all'organizzazione di valutare e affrontare in modo appropriato queste violazioni, nonché di adottare misure correttive e preventive per garantire il rispetto dei diritti dei popoli indigeni.
- GRI 412 – Valutazione del rispetto dei diritti umani[215]: l'organizzazione dovrà fornire informazioni sul numero totale o percentuale delle attività oggetto di verifica nel rispetto dei diritti umani, e delle ore dedicate alla formazione sul tema oltre al numero di dipendenti formati. Fornendo queste informazioni, l'organizzazione dimostra la sua dedizione alla promozione e al rispetto dei diritti umani all'interno delle proprie attività e nel contesto delle relazioni con le parti interessate.
- GRI 413 – Comunità locali[216]: informative sono destinate alle organizzazioni che devono fornire dettagli sugli impatti correlati alle comunità locali e sulla loro gestione. Vengono forniti

[214] Global Reporting Initiative, GRI 411, "*Rights or indigenous peoples",* 2016
[215] Global Reporting Initiative, GRI 412, "*Human right assessment*", 2016
[216] Global Reporting Initiative, GRI 413, "*Comunità locali*", 2016

suggerimenti su come identificare e coinvolgere le comunità locali interessate, valutare gli impatti sociali ed economici delle attività dell'organizzazione, promuovere il dialogo e la collaborazione con le comunità, nonché sulle azioni intraprese per contribuire al loro sviluppo sostenibile e al benessere generale. L'obiettivo principale è fornire una trasparenza e un'accountability riguardo agli impatti dell'organizzazione sulle comunità locali e alle strategie adottate per promuovere una relazione positiva e reciprocamente vantaggiosa con esse.

- GRI 414 – Valutazione sociale dei fornitori[217]: informative sono destinate alle organizzazioni che devono rendicontare sui loro impatti sociali nella loro catena di fornitura e sulla gestione di questi. Vengono forniti suggerimenti su come identificare e valutare gli impatti sociali lungo la catena di fornitura, coinvolgere i fornitori e le parti interessate, promuovere pratiche di lavoro dignitose e rispettose dei diritti umani, garantire la sicurezza e il benessere dei lavoratori, e supportare lo sviluppo sociale e comunitario nelle aree in cui opera la catena di fornitura
- GRI 415 – Politica pubblica[218]: l'organizzazione deve rendicontare il valore monetario totale dei contributi politici erogati direttamente e indirettamente dall'organizzazione; Se l'organizzazione ha erogato contributi in natura, deve specificare il metodo utilizzato per stimare il valore monetario di tali contributi. Ad esempio, se ha fornito beni o servizi invece di denaro, deve indicare come ha calcolato il valore monetario corrispondente a tali contributi.
  Fornendo queste informazioni, l'organizzazione fornisce una trasparenza sulle sue attività di contribuzione politica e sulla portata finanziaria di tali contributi. Ciò consente agli stakeholder di valutare l'impatto e l'influenza dell'organizzazione nei processi politici, nonché di valutare la sua trasparenza e responsabilità nel campo delle donazioni politiche.
- GRI 416 – Salute e sicurezza dei clienti[219]: rivolte alle organizzazioni che devono rendicontare riguardo ai loro impatti correlati alla salute e sicurezza dei clienti e sulla gestione di tali impatti. Vengono forniti suggerimenti su come identificare e valutare i potenziali rischi per la salute e

[217] Global Reporting Initiative, GRI 414, "*Valutazione sociale dei fornitori*", 2016
[218] Global Reporting Initiative, GRI 415, "*Politica pubblica*", 2016
[219] Global Reporting Initiative, GRI 416, "*Salute e sicurezza dei clienti*", 2016

sicurezza dei clienti, implementare misure preventive e protettive, comunicare in modo chiaro e trasparente le informazioni sulla sicurezza dei prodotti o servizi offerti, e gestire eventuali reclami o segnalazioni in merito alla salute e sicurezza dei clienti.

- GRI 417 – Marketing ed etichettatura[220]: queste informative sono rivolte alle organizzazioni che devono fornire dettagli sugli impatti legati al marketing e all'etichettatura e sulla gestione di tali impatti. Vengono forniti suggerimenti su come gestire in modo responsabile le attività di marketing, inclusa la comunicazione di informazioni precise, trasparenti e verificabili ai consumatori, nonché su come adottare politiche di etichettatura chiare e conformi alle normative applicabili.

3.4 Uno sguardo al futuro: la CSRD come direttiva

Il primo gennaio 2023 è entrata in vigore la "Corporate Sustainabiltiy Reporting Standard Directive" (CSRD) ossia la direttiva UE 2022/2464 che modifica il precedente regime elativo alla rendicontazione non finanziaria, ampliando la resposanbilità delle imprese in tema di economia sostenibile.

L'Italia ha a disposizione fino a 18 mesi per recepire la direttiva nella legislazione nazionale.

Con questa direttiva si è finalmente giunti ad una comunicazione di informazioni pertinenti, comparabili e affidabili sulla sostenibilità che si sostanziano nella comunicazione non finanziaria denominata "comunicazione ESG".

L'Italia, con il Decreto Legge 254/2016 è stata precursore della comunicazione delle informazioni in tema di sostenibilità, successivamente superato dalla CSRD Directive.

La Direttiva italiana è stata successivamente modificata con l'approvazione e introduzione della nuova direttiva CSRD, la quale aumenta il numero di soggetti interessati, la tipologia di informazioni pubblicate e, da ultimo, la stessa denominazione del documento da pubblicare che è mutata da "rendicontazione non finanziaria" a "rendicontazione sulla sostenibilità".

[220] Global Reporting Initiative, GRI 417, "*Marketing ed etichettatura",* 2016

La CSRD prevede l'adozione di standard europei obbligatori per la rendicontazione della sostenibilità (ESRS – Eurpean Sustainaiblity Reporting Standard) redatti dall' EFRAG - European Financial Reporting Advisory Group – e che nello scorso 23 novembre 2022 ha consegnato alla Commissione Europea le prime bozze ufficiali riguardo i 13 standard.

Questi standard presentati alla Commissione Europea sono armonizzati con i principi internazionali e incorporano sia gli standard del Global Reporitng Initiative (GRI), sia i Principi dell'Agenda Onu 2050 e i principi internazionali dell'ISSB (International Sustainability Reporting Standards Board).

Tali principi di rendicontazione sono suddivisi principalmente in 4 gruppi: il primo di carattere generale, il secondo riguarda i fattori ambientali, il terzo i fattori sociali e il quarto la governance.

3.4.1 Nuovo scenario futuro per il reporting: EFRAG e i 12 standards

La CSRD, la cui applicazione è prevista per l'inizio del 2024 e riguarda inizialmente le grandi imprese con più di 500 dipendenti, rappresenta un importante aggiornamento della Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (NFRD) del 2014.

Direttiva che attualmente costituisce il quadro normativo dell'UE per la rendicontazione sulla sostenibilità.

Le nuove norme avranno un impatto significativo aumentando il numero di aziende tenute a fornire informazioni sulla sostenibilità da 12.000 a oltre 50.000.

Inoltre, introdurranno requisiti di rendicontazione più dettagliati sull'impatto ambientale, i diritti umani, gli standard sociali e i rischi legati alla sostenibilità delle società.

Per questo motivo, la Commissione Europea nel giugno 2020 ha assegnato all' European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), organo di consulenza della Commissione nel campo della rendicontazione aziendale, il compito di elaborare i nuovi criteri per la rendicontazione di sostenibilità dell'UE nell'ambito della revisione della NFRD.

Successivamente, nel maggio 2021, è stato richiesto all'EFRAG di sviluppare gli standard di rendicontazione per la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

Con l'obiettivo di redigere i report secondo principi europei ritenuti conformi agli standard internazionali Issb, e che tengono anche conto dei criteri stabiliti dalla Corporate Sustainability Reporting Directive (Csrd), l'EFRAG lo scorso 23 novembre ha consegnato alla Commissione UE il primo pacchetto contenente gli European sustainability reporting standards (Esrs).

Le 12 bozze sono suddivise in due gruppi: il primo denominato "cross-cutting" consiste in standard applicati n modo trasversale a tutti gli argomenti legati alla sostenibilità (denominati ESRS 1 ed ESRS 2); il secondo gruppo invece comprende i "topic standard", standard specifici riguardanti le tematiche ESG, ovvero ambientali, sociali e di governance.

L'obiettivo della bozza "ESRS 1 - general requirements" del blocco "cross cutting" è quello di stabilire principi generali che le imprese devono seguire nella preparazione e presentazione delle informazioni sulla sostenibilità.

I principi e le tematiche che vengono affrontate nel documento includono:

- approccio della doppia materialità: secondo questo approccio, affinché un'informazione sia considerata materiale e debba quindi essere inclusa nel rapporto di sostenibilità, deve avere un impatto economico-finanziario sull'azienda o essere rilevante nel contesto socio-ambientale in relazione ai fattori ambientali, sociali e di governance.

  Risulta così importante distinguere tra "materialità finanziaria" e "materialità dell'impatto", entrambe di uguale rilevanza per la determinazione del contenuto della relazione di sostenibilità.

  L'analisi di materialità, finalizzata a determinare quali informazioni devono essere riportate nel rapporto di sostenibilità, avviene prima a livello tematico (ad esempio, inquinamento, economia circolare, biodiversità, acqua e risorse marine) per comprendere se e quali di questi argomenti possano esser considerati "materiali" o rilevanti.

Successivamente, nel caso in cui si rilevi la materialità, risulterà necessario condurre un'analisi di materialità a livello degli obblighi informativi (disclosure requirements) previsti dagli standard specifici.

- Due Diligence di sostenibilità: comprende l'analisi e la valutazione dei rischi e delle opportunità in ambito di sostenibilità, al fine di integrarli nella strategia aziendale. Lo scopo è quello di incoraggiare un comportamento responsabile e sostenibile da parte delle imprese che devono identificare gli effetti dannosi delle proprie attività in rapporto ai diritti umani e sull'ambiente, cercando di mitigarli o prevenirli.
- Catena del valore: gli standard devono tenere conto delle difficoltà di acquisizione delle informazioni da parte degli attori all'interno della catena del valore.

  Le informazioni riguardanti le catene del valore dovranno essere proporzionate e pertinenti in relazione alle dimensioni e alla complessità delle attività, nonché alla capacità e alle caratteristiche delle imprese coinvolte nella catena.

  Gli standard, quindi, devono fare in modo che le imprese non siano gravate da oneri eccessivi e devono considerare le sfide legate alla raccolta di informazioni lungo la catena del valore.
- Orizzonte temporale: si riferisce alla valutazione dei rischi e delle opportunità a lungo termine, al fine di garantire una gestione sostenibile nel tempo.

  Gli standard richiedono che le informazioni retrospettive coprano almeno l'anno precedente a quello in cui viene redatto il rapporto, seguendo un approccio simile a quello utilizzato per il reporting finanziario. Tuttavia, le informazioni di sostenibilità presentano una maggiore complessità a causa della loro diversità rispetto ai dati finanziari. Pertanto, è spesso consigliabile fornire una spiegazione delle informazioni dell'anno in esame non solo considerando l'anno precedente, ma anche valutando un andamento storico più ampio. Le linee guida potrebbero suggerire di commentare i dati dell'anno in relazione ai due anni precedenti per fornire un quadro più completo.

- Preparazione e presentazione delle informazioni sulla sostenibilità: riguarda le linee guida per la raccolta, l'elaborazione e la divulgazione delle informazioni sulla sostenibilità in modo accurato, trasparente e affidabile.

  In questo caso gli standard dovrebbero includere istruzioni sul processo da seguire per individuare le informazioni da fornire e l'impresa dovrebbe essere tenuta a comunicare solo le informazioni rilevanti per comprendere l'impatto dell'attività su questioni e sugli aspetti di sostenibilità che sono in grado di influenzare i rischi e le opportunità aziendali.
- Struttura della dichiarazione di sostenibilità: comprende gli elementi e la struttura di base che dovrebbero essere inclusi nella dichiarazione di sostenibilità aziendale.
- Collegamenti con altre componenti del reporting aziendale e informazioni connesse: si riferisce all'integrazione delle informazioni sulla sostenibilità con altre componenti del reporting aziendale, come il bilancio e altre informazioni finanziarie.
- Disposizioni transitorie: riguarda le regole e le linee guida per la transizione verso l'applicazione dei nuovi standard di reporting sulla sostenibilità, al fine di garantire una transizione efficace e coerente.

L'obiettivo della bozza "ESRS 2 - general disclosures" è quello di stabilire i requisiti di contenuto che sono applicabili a tutte le imprese, indipendentemente dalle conclusioni sulla materialità.

Nello specifico, vengono definiti i seguenti elementi:

- Principi di base per la preparazione del Bilancio di Sostenibilità: vengono forniti i principi fondamentali da seguire nella preparazione del bilancio di sostenibilità aziendale.
- Requisiti di governance: sono stabiliti i requisiti relativi alla governance aziendale in relazione alla sostenibilità, includendo le responsabilità dei soggetti coinvolti e le modalità di gestione delle informazioni.
- Strategia: vengono specificati i requisiti per l'inclusione della strategia aziendale in materia di sostenibilità nel bilancio di sostenibilità, evidenziando gli obiettivi e gli approcci adottati.

- Gestione degli impatti, dei rischi e delle opportunità: sono delineate le modalità per la gestione degli impatti, dei rischi e delle opportunità legati alla sostenibilità, includendo le azioni messe in atto e le misure di monitoraggio e valutazione.
- Metriche e target: vengono definiti i criteri per l'identificazione, la selezione e la presentazione delle metriche e dei target che riflettono gli aspetti chiave della sostenibilità aziendale, consentendo una misurazione e un monitoraggio adeguati dei progressi.

Il secondo gruppo "topic standard" può esser suddiviso in tre categorie di standard: ambientale, sociale e di governance.

Figura 13: Definizioni ed esempi di fattori ESG

Ambientali	Sociali	Governance
Il modo in cui una società utilizza le risorse e l'energia, il modo in cui gestisce i rifiuti e le emissioni, così come i piani per il cambiamento climatico possono essere criteri ambientali importanti.	Il modo in cui una società tratta la propria forza lavoro, il modo in cui si occupa della salute e della sicurezza e il modo in cui si relaziona con le comunità locali in cui opera possono essere criteri sociali importanti.	La diversità all'interno di una società, l'etica aziendale, la struttura remunerativa dei dipendenti, l'indipendenza del consiglio di amministrazione e l'azionariato possono essere criteri di governance importanti.
Energia	Lavoro	Etica
Rifiuti	Comunità	Diversità
Materiali	Salute e sanità	Azionariato

Fonte: Borsa Italiana

Gli standard ambientali inviati dall'EFRAG alla Commissione Europea sono:

- ESRS E1 - Cambiamento climatico: riguarda l'obbligo di fornire informazioni su sette gas a effetto serra come anidride carbonica (CO2) o metano (CH4), al fine di fornire una comprensione del suo impatto sul cambiamento climatico, le azioni intraprese nel rispetto dell'Accordo di Parigi e del limite di riscaldamento globale di 1,5°C e infine, il suo percorso per la transazione verso un'economia sostenibile.

  La rendicontazione sul cambiamento climatico deve includere tre tipi di emissioni: dirette di tipo Scope 1 proveniente da fonti di emissione direttamente possedute o controllate dall'azienda; indirette di tipo Scope 2, che derivano dalle attività dell'azienda, ma si verificano presso fonti di

emissione di altre società; indirette di tipo Scope 3, che si verificano lungo l'intera catena del valore dell'azienda.

- ESRS E2 – Inquinamento: requisiti informativi necessari per consentire agli utenti dei report di sostenibilità di comprendere l'impatto dell'azienda sull'inquinamento. L'obiettivo della bozza è quello di fornire informazioni chiare e dettagliate sulle azioni e sulle politiche dell'azienda per ridurre l'impatto negativo sull'ambiente, promuovendo la prevenzione dell'inquinamento e il raggiungimento di un'elevata qualità dell'aria, dell'acqua e del suolo.
- ESRS E3 - Risorse idriche e marine: in questo caso l'obiettivo è quello di permettere una comprensione degli impatti aziendali sulle risorse idriche e marine. L'organizzazione dovrà rendicontare le azioni intraprese e i risultati ottenuti per proteggere tali risorse, come la riduzione dell'uso dell'acqua e dei consumi idrici.
- ESRS E4 - Biodiversità ed ecosistemi: l'organizzazione dovrò rendicontare tutte le azioni intraprese e i risultati ottenuti per prevenire, mitigare o rimediare agli impatti negativi sulla biodiversità e sugli ecosistemi.

  I piani aziendali dovranno condividere l'obiettivo di garantire a tutti gli ecosistemi di essere in buone condizioni entro il 2050.
- ESRS E5 - Risorse ed economia circolare: tale standard evidenzia gli impatti dell'azienda sull'utilizzo delle risorse.

  Viene richiesta all'organizzazione l'adattamento del suo modello di business e delle sue operazioni ai principi dell'economia circolare, come l'eliminazione dei rifiuti e il riciclaggio dei prodotti.

  Per economia circolare si intende il metodo di produzione e consumo basato sulla condivisione, prestito, riparazione e riciclo dei materiali e dei prodotti esistenti per il più lungo periodo possibile.

Lo scopo degli standard ambientali è dunque quello di raccogliere informazioni per comprendere se un'organizzazione attua politiche e strategie a tutela dell'ambiente.

Gli standard sociali sono:

- ESRS S1 - Forza lavoro propria[221]: fornisce le informazioni sull'impatto dell'impresa sulla propria forza lavoro, sulle azioni intraprese e sui risultati ottenuti per prevenire, mitigare o affrontare gli impatti negativi, effettivi o potenziali; sulla natura, il tipo e l'entità dei rischi e delle opportunità materiali correlati alla forza lavoro dell'impresa, sulle dipendenze dell'impresa stessa, sullo sviluppo, sulle performance e sulla posizione a breve, medio e lungo termine dell'impresa e, quindi, sulla sua capacità di creare valore.
- ESRS S2 - Lavoratori della catena del valore[222]: l'obiettivo della seguente bozza è quello di specificare i requisiti informativi che consentiranno agli utilizzatori dei bilanci di sostenibilità di comprendere: l'impatto dell'impresa sui lavoratori della sua catena del valore; le azioni intraprese e i risultati ottenuti per prevenire eventuali conseguenze negative; la natura, il tipo e l'entità dei rischi e delle opportunità materiali dell'impresa e dei suoi effetti, sui rischi e sulle opportunità legati agli impatti e alle dipendenze dell'impresa sui lavoratori della catena del valore, sullo sviluppo, sulle performance e sulla sua capacità di creare valore d'impresa.
- ESRS S3 - Comunità interessate[223]: fornisce un quadro informativo completo sul modo in cui l'impresa influisce sulle comunità locali, sulle azioni intraprese per gestire gli impatti negativi, sui rischi e sulle opportunità associati e sugli effetti di tali fattori sullo sviluppo e sulla posizione a lungo termine dell'impresa.
- ESRS S4 - Clienti e utenti finali[224]: mira a promuovere una maggiore trasparenza e responsabilità da parte delle imprese nei confronti dei consumatori e degli utenti finali dei suoi prodotti e/o servizi, attraverso una comunicazione chiara e completa degli impatti, delle azioni intraprese e dei risultati conseguiti.

[221] ESRS S1 Own Workforce, Exposure Draft, April 2022
[222] ESRS S2 Workers in the value chain, Exposure Draft, April 2022
[223] ESRS S3 Affected communities, Exposure Draft, April 2022
[224] ESRS S4 Consumers and end-users, Exposure Draft, April 2022

Integrare le considerazioni sociali nell'analisi ESG consente di valutare l'effetto delle pratiche aziendali sulle persone, sia all'interno che all'esterno dell'organizzazione, e di valutare l'impatto sociale complessivo dell'azienda.

Al fine di valutare l'impatto che l'azienda ha sulla vita delle persone, gli standard sociali e dei diritti umani richiedono l'ottenimento di informazioni inerenti alla formazione e allo sviluppo del personale, alla parità di trattamento e opportunità, alle condizioni di lavoro, e al rispetto dei diritti umani e delle libertà fondamentali[225].

Infine, per definire come un'azienda eviti la corruzione e garantisca investimenti sostenibili per il futuro, gli standard sui fattori di governance (ESRS G1: Governance, gestione del rischio e controllo interno) richiedono la definizione degli obiettivi sostenibili, del modello e delle strategie aziendali, delle caratteristiche dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi dell'impresa, dell'etica e della cultura aziendale, delle modalità di gestione e di qualità delle relazioni con le parti interessate all'attività d'impresa.

[225] ONU, "Carta Internazionale dei diritto dell'uomo", Parigi, 10 dicembre 1948

CAPITOLO 4: IL MODELLO DI MONCLER: RELAZIONE TRA SOSTENIBILITÀ E POLITICA IN MATERIA DI REMUNERAZIONE

4.1 Panoramica sugli studi letterali del passato in ordine alla relazione tra ESG e remunerazioni del top management

Il metodo degli studi di caso, definito nel 1990 da Scapens, è un approccio di ricerca utilizzato per indagare fenomeni complessi all'interno di un contesto specifico. Si basa sull'analisi approfondita di un singolo caso o di un piccolo numero di casi, consentendo di esaminare in dettaglio le caratteristiche, le dinamiche e le relazioni all'interno di un contesto specifico.

Questo metodo di ricerca viene spesso utilizzato per comprendere come determinati fenomeni si manifestano nella pratica e come vengono gestiti. Attraverso lo studio di casi concreti, si cerca di acquisire una conoscenza approfondita delle tecniche, dei processi decisionali, dei sistemi di controllo, delle strategie aziendali e di altri aspetti rilevanti che possono influenzare l'ambito oggetto di studio.

I vantaggi del metodo degli studi di caso includono la possibilità di ottenere una comprensione approfondita e dettagliata di un fenomeno specifico, di esplorare la complessità del contesto in cui si verifica e di identificare eventuali relazioni causa-effetto. Inoltre, può consentire di esaminare aspetti che potrebbero non essere facilmente accessibili attraverso altre metodologie di ricerca, come l'accesso a informazioni riservate o l'analisi di situazioni particolari.

Per questo motivo, poter comprendere il legame tra la politica di retribuzione applicata e la strategia aziendale sostenibile dell'organizzazione, risulta opportuno esaminare le opinioni degli studiosi su questo tema e il caso oggetto di analisi.

Come detto precedentemente, l'inclusione di parametri ESG nella remunerazione degli amministratori esecutivi può costituire un importante strumento per incentivare l'integrazione della sostenibilità nei processi decisionali aziendali. Con l'assegnazione di una componente variabile della retribuzione ai top

manager e agli amministratori delegati in funzione degli obiettivi da raggiungere, si attribuisce un peso significativo alla promozione della sostenibilità.

La direttiva degli azionisti recepita all'articolo 123- ter 3 bis 3-bis del Testo Unico della Finanza stabilisce che la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società.

Anche il Codice di Corporate Governance prevede che la remunerazione del management sia strettamente legata al perseguimento del successo sostenibile della società e che la sua determinazione dipenda dall'utilizzo di parametri non finanziari.

Nel 2021 il rapporto Consob[226] sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate in Italia, in riferimento all'importanza dei parametri non finanziari, ha rilevato che un numero significativo di società emittenti che integrano questi ultimi nei compensi degli amministratori delegati, è aumentato da 63 a 106 rispetto all'anno precedente, sia con riferimento alle remunerazioni a breve termine in 97 casi, sia con riferimento alla componente a lungo termine in 56 casi. Ha rilevato inoltre l'esistenza di un forte legame tra i fattori ESG e le remunerazioni nelle imprese di maggiori dimensioni, come quelle appartenenti all'indice FTSE Mib o al Mid Cap.

Nel 2022 nella IV Edizione dell'Osservatorio "Governance della sostenibilità" condotto dal CSR Manager Network ed ALTIS in collaborazione con Assonime[227], sono stati analizzati i criteri di sostenibilità utilizzati nella determinazione della retribuzione dei manager delle società quotate nell'indice FTSE MIB nel periodo 2016-2020.

[226] Rapporto 2021 sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob
[227] Minciullo, M., Pedrini, M., & Zaccone, M. C. (2021). "*L'integrazione della sostenibilità nella governance: quando la forma diventa sostanza?".* EGEA, Milano

È stato rilevato, dai valori confrontati con gli indici dei principali paesi europei con caratteristiche simili al FTSE MIB, che nel mercato francese, rispetto a quello italiano, è presente un maggior legame tra la remunerazione e la sostenibilità dovuto al codice di corporate governance francese[228].

L'integrazione dei criteri ESG da parte delle società quotate nella retribuzione dei top manager è aumentata notevolmente negli anni perché considerata buona pratica di corporate governance in grado di incoraggiare i dirigenti a sacrificare i guadagni a breve termine per ottenere vantaggi a lungo termine[229].

L'incorporazione di metriche ESG nei piani di incentivazione del management oltre ad allineare gli interessi degli azionisti, riflette la volontà delle aziende di indirizzare l'azione dei top manager verso obiettivi che rispondano alle richieste provenienti da un'ampia gamma di stakeholder.

Attraverso l'inclusione di obiettivi di sviluppo sostenibile nella remunerazione dei manager, è possibile spostare l'attenzione da obiettivi puramente economici a target più inclusivi e orientati al lungo termine, facendo così diventare la remunerazione degli amministratori uno strumento efficace per spingere le decisioni in linea con i principi della CSR[230] e al miglioramento delle performance ESG[231].

Un esempio interessante del collegamento tra l'introduzione di metriche ESG e gli obiettivi aziendali è dato dalla Relazione sulla Remunerazione di ENI, in cui si afferma che l'azienda, impegnata a fornire una transizione energetica equa dal punto di vista sociale, mira a contribuire direttamente o indirettamente al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) dell'Agenda 2030.

Per rendere più comprensibili agli investitori gli obiettivi perseguiti attraverso la Politica di Remunerazione, viene fornita una spiegazione grafica della correlazione tra la remunerazione del CEO e la strategia aziendale nella seguente tabella.

---

[228] Maas, Karen, and Sanne Rosendaal. "*Sustainability targets in executive remuneration: Targets, time frame, country and sector specification.*" Business Strategy and the Environment 25.6 (2016): 390-401.
[229] Flammer, Caroline, and Aleksandra Kacperczyk. "*Corporate social responsibility as a defense against knowledge spillovers: Evidence from the inevitable disclosure doctrine.*" Strategic Management Journal 40.8 (2019): 1243-1267.
[230] Arjaliès, Diane-Laure, and Julia Mundy. "*The use of management control systems to manage CSR strategy: A levers of control perspective."* Management Accounting Research 24.4 (2013): 284-300.
[231] Schmidt, Eric, and Jaren Cohen. "*La nuova era digitale*". Etas, 2013.

Tabella 4: Correlazione tra retribuzione CEO e strategia aziendale

Drivers strategici	Sostenibilità ambientale e passaggio a fonti energetiche sostenibili	Miglioramento ed espansione del business	Ottimizzazione delle operazioni e della gestione finanziaria
Performance economico-finanziaria (25%)		✓	✓
Performance aziendale e stabilità finanziaria (25%)	✓	✓	✓
Sostenibilità ambientale e benessere delle persone (25%)	✓		
Gestione finanziaria efficiente e stabile (25%)			✓
Total Shareholder Return normalizzato (25%)		✓	
Valore attuale netto delle riserve garantite (20%)		✓	
FCF organico (20%)			✓
Neutralità carbonica (15%)	✓	✓	✓
Passaggio a fonti energetiche sostenibili (10%)	✓	✓	
Circular Economy (10%)	✓	✓	✓

Fonte: Università Sapienza Roma

Nel 2019 l'articolo di Koors afferma che le imprese, tramite un mix di variabili e una particolare attenzione ai fattori di breve e lungo periodo e ai criteri finanziari e non, dovrebbero collegare le retribuzioni degli amministratori ai criteri ESG.

A sostegno dell'ipotesi di Koors, Berrone e Gomez-Mejia ritengono che lo sviluppo di un sistema di remunerazione basato sull'ESG oltre ad avere un impatto positivo sulle performance finanziarie dell'azienda, lo abbia anche sulle performance ESG e sulla crescita sostenibile dell'azienda stessa.

Nel 2021, PwC, al fine di valutare l'adozione delle metriche ESG nei piani di incentivazione del management ha condotto il *"Paying well by paying for good"*[232] in collaborazione con il Centre for Corporate Governance presso la London Business School.

Dalla ricerca basata sulle società quotate nell'indice FTSE 100 del Regno Unite emerge che il 45% include metriche ESG nei piani di incentivazione a breve o lungo termine, o in entrambi; il 37% includono piani

[232] PwC, "*Paying well by paying for good*", PwC site, 2021

di incentivazione di breve termine con un peso medio del 15% e il 19% di lungo termine con un peso medio del 16%. Le metriche sociali sono quelle più diffuse nei piani incentivazione di breve termine, mentre per quelli di lungo termine predominano le metriche ambientali.

Le motivazioni di inclusione delle metriche ESG nei piani di incentivazione del management individuate dagli autori sono tre: interesse delle società nel dimostrare di avere a cuore i problemi emergenti del momento; soddisfare le crescenti richieste degli investitori socialmente responsabili e creare un impatto positivo sulla società e sulle comunità in cui operano e sull'ambiente; soddisfare simultaneamente le esigenze dei clienti e dei dipendenti focalizzandosi sul purpose aziendale.

Tuttavia, l'implementazione di un piano di sostenibilità può richiedere almeno cinque anni, laddove le performance su cui si basa la remunerazione dei manager sono generalmente annuali, per i piani a breve termine, e triennali per i piani a lungo termine[233] .

Inoltre, potrebbe portare al raggiungimento di specifici obiettivi, mancando quelli più ampi, e a criticità sulle modalità di valutazione che variano significativamente a seconda del provider utilizzato.

Dopo la breve panoramica esposta sulla letteratura in tema ESG e retribuzioni del top management, l'obiettivo di questo scritto è quello di analizzare attraverso un caso-studio l'importanza sempre più crescente che hanno i fattori ESG sulle retribuzioni.

Si è deciso di prendere come caso-studio Moncler S.p.A, azienda leader di lusso nel settore fashion appartenente al FTSE Mib, che ha sempre mostrato interesse a tematiche sulla sostenibilità.

Nel 2020, infatti, Moncler S.p.A è stata eletta per il secondo anno consecutivo campione globale di sostenibilità nel settore "*Textiles Apparel & Luxury Goods*" dal Dow Jones Sustainability Index. Questo premio dimostra come in Moncler la sostenibilità sia sempre di più un asset strategico e un impegno verso tutti gli stakeholders.

[233] Nel settore finanziario, i piani di incentivazione a lungo termine possono avere un orizzonte temporale più ampio attraverso il differimento di parte della remunerazione variabile.

Moncler S.p.A negli anni ha ulteriormente investito nella sostenibilità attraverso il lancio di un nuovo progetto di responsabilità sociale denominato "*Moncler Born to Protect*" focalizzato su cinque priorità strategiche: cambiamenti climatici, economia circolare, catena di fornitura responsabile, valorizzazione della diversità e supporto delle comunità locali.

Moncler, quindi, concentra la propria attenzione su diverse aree tematiche, come il cambiamento climatico, il benessere dei dipendenti e la biodiversità, coinvolgendo quali attori all'interno dell'organizzazione i clienti finali, i dipendenti e gli investitori e utilizzando un prospetto costantemente aggiornato delle loro aspettative al fine di stabilire una relazione stabile nel tempo.

La discriminazione razziale e di genere è duramente combattuta, e lo si evince dalle pari opportunità offerte in azienda: le donne rappresentano il 71% della popolazione societaria e il 56% del Management. La gestione del personale è per Moncler una questione di fondamentale importanza, così come la valorizzazione dei dipendenti.

L'azienda cerca talenti che si contraddistinguano non solo per le conoscenze apprese, ma anche e soprattutto per la loro disponibilità a contribuire alla creazione di un valore effettivo; per la loro valutazione si avvale del modello PIUMA e di un modulo di autovalutazione, ciò che consente di conoscere la percezione che il personale ha della realtà aziendale.

La gestione del personale è di fondamentale importanza per Moncler, che valorizza i dipendenti e cerca talenti che non solo abbiano competenze, ma che siano anche disposti a contribuire alla creazione di valore reale.

Un aspetto cruciale nel rapporto con la catena di approvvigionamento per Moncler è il benessere degli animali: i fornitori di piume, che sono una risorsa essenziale per i prodotti del marchio, devono seguire rigorosamente il Protocollo tecnico Moncler (DIST), che stabilisce i requisiti necessari per ottenere le piume garantendo la salute degli animali.

Oltre alla durata del prodotto, l'azienda si fa carico di eventuali riparazioni e offre la possibilità di dare una "seconda vita" al capo attraverso il riciclo, seguendo il principio dell' "economia circolare".

Un altro elemento di grande importanza è l'aspetto ecologico, soprattutto in relazione all'attuale problema del cambiamento climatico e ai suoi effetti sulle attività economiche.

Nel corso del tempo, Moncler ha implementato varie soluzioni in questo ambito, tra cui l'utilizzo esclusivo di energia elettrica da fonti rinnovabili, l'ottimizzazione delle risorse, il controllo dei consumi energetici ed emissivi. In riferimento all'ultimo tema, un esempio di soluzione identificata dall'azienda per ridurre le emissioni di CO_2 è stata l'adozione di piani ecosostenibili e la collaborazione con enti terzi specializzati in sostenibilità ambientale.

4.2 Analisi del modello di Moncler: pay mix e KPI ESG adottati

4.2.1 Pay Mix

Nella "*Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*" approvata dal Consiglio di Amministrazione di Moncler S.p.A del 28 febbraio 2023[234] vengono promossi lo sviluppo sostenibile e il successo sostenibile attraverso l'adozione di politiche retributive basate sulla visione di lungo termine.

A tal fine sono state integrate tematiche ambientali, sociali e di governance attraverso la progettazione di un sistema di incentivazione manageriale a breve e lungo termine.

La relazione, predisposta ai sensi dell'art 123-ter del TUF[235] e conforme all'Art.84-quarter del Regolamento Emittenti[236], fornisce una spiegazione chiara, dettagliata e trasparente dei criteri di remunerazione utilizzati e permette di identificare i beneficiari della Politica attutata e conforme al Codice di Corporate Governance di Moncler S.p.A.

---

[234] Moncler, "*Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti", 2023*

[235] Art 123-ter comma 1 TUF, "*Relazione sulla remunerazione"*
Almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una relazione sulla remunerazione, presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla CONSOB con regolamento".

[236]Art.84-quarter del Regolamento Emittenti, "*Informazioni sull'esercizio dei diritti".*
Il Regolamento afferma che gli emittenti di strumenti finanziari devono fornire al pubblico le informazioni necessarie affinché i portatori dei loro strumenti finanziari possano esercitare i propri diritti. Queste informazioni devono essere disponibili nel paese di origine dell'emittente o nel paese in cui gli strumenti finanziari sono negoziati in un mercato regolamentato, garantendo l'integrità delle informazioni.
Gli emittenti di azioni devono pubblicare l'avviso di convocazione dell'assemblea secondo le modalità previste dalla legge. Le società cooperative devono fare lo stesso, rispettando le disposizioni specifiche.
Gli emittenti di azioni possono adottare, con delibera assembleare, l'uso di mezzi elettronici per la trasmissione delle informazioni agli azionisti, a condizione che siano rispettate alcune condizioni, tra cui l'indipendenza dalla posizione geografica dell'azionista e l'implementazione di sistemi di identificazione. Gli azionisti devono essere consultati per ottenere il loro consenso all'uso dei mezzi elettronici, e i costi relativi alla trasmissione delle informazioni devono essere stabiliti in conformità al principio di parità di trattamento.
Gli adempimenti relativi all'uso dei mezzi elettronici sono curati dall'emittente, anche tramite intermediari.
Gli emittenti italiani di titoli di debito possono utilizzare mezzi elettronici per la trasmissione delle informazioni ai possessori di tali titoli, a condizione che sia presa una decisione nell'assemblea speciale dei possessori di titoli di debito e che siano rispettate determinate condizioni.
Se vengono invitati solo i possessori di titoli di debito con un valore nominale unitario di almeno 100.000 euro (o equivalente in valuta diversa dall'euro), l'emittente può scegliere la sede dell'assemblea in qualsiasi Stato membro, a condizione che tutti gli strumenti e le informazioni necessarie siano disponibili in tale Stato membro. La stessa opzione si applica anche ai possessori di titoli di debito con un valore nominale unitario di almeno 50.000 euro (o equivalente in valuta diversa dall'euro) ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'UE prima del 31 dicembre 2010.

La relazione si compone di due Sezioni[237]:

- Sezione 1[238]: approvata con un voto vincolante degli azionisti durante l'assemblea del 21 aprile 2022, ha l'obiettivo di specificate le finalità generali perseguite, gli organi coinvolti e le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione della Politica di retribuzione degli Amministratori, dei Sindaci e dei dirigenti strategici per l'intero mandato del Consiglio attuale, ovvero per il triennio 2022-2024.
- Sezione 2[239]: sottoposta a un voto consultivo degli azionisti durante l'assemblea convocata per il 18 aprile 2023, è a sua volta suddivisa in due parti: nella prima vengono rappresentate di tutte le voci relative ai compensi percepiti o maturati dai membri del Consiglio, del Collegio Sindacale e dai dirigenti strategici nel corso dell'anno di riferimento;
  nella seconda parte vengono analizzati nel dettaglio, dalla società e della sue controllate, i compensi corrisposti nell'esercizio 2022 in qualsiasi forma e a qualsiasi titolo.

Nel seguente paragrafo si analizzerà la Sezione 1 sopra descritta, rinviando al successivo paragrafo l'approfondimento della seconda Sezione.

Questo tipo di impostazione mira a descrivere in primis l'approccio teorico adottato da Moncler S.p.A; successivamente, nel paragrafo 4.3, si dimostrerà l'obiettivo di questa tesi e cioè come e quanto i fattori ESG impattano sulle retribuzioni.

---

[237] Art 123-ter comma 2 TUF, *"Relazione sulla remunerazione"*
La relazione sulla remunerazione è divisa in due sezioni, come stabilito nei commi 3 e 4, ed è approvata dal consiglio di amministrazione. Nelle società con sistema dualistico, la sezione prevista dal comma 4, lettera b), della relazione è approvata dal consiglio di sorveglianza, su proposta del consiglio di gestione.
[238] Art 123-ter comma 3 TUF, *"Relazione sulla remunerazione"*.
Ove la prima sezione della relazione descrive la politica della società riguardante la retribuzione dei membri degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche per l'esercizio successivo. Vengono inoltre spiegate le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica
[239] Art 123-ter comma 4 TUF, *"Relazione sulla remunerazione"*:
Ove la seconda sezione della relazione fornisce una rappresentazione adeguata delle diverse componenti della remunerazione per i membri degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e, in forma aggregata, per i dirigenti con responsabilità strategiche. Vengono illustrati dettagliatamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento, inclusi i trattamenti in caso di cessazione dalla carica o risoluzione del rapporto di lavoro. Vengono evidenziate la coerenza di tali compensi con la politica di remunerazione approvata precedentemente e le componenti dei compensi riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti. Inoltre, vengono segnalati i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi in base all'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente fornendo una stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento.

Passando all'analisi della Sezione 1, in essa viene definita la Politica adottata da Moncler S.p.A, per il triennio 2022-2024, al fine di trattenere a sé e attirare i ruoli chiave con caratteristiche e competenze atte a garantire la creazione di valore per gli stakeholder, fornendo un contributo tangibile alla strategia e alla sostenibilità dell'azienda.

La Politica è caratterizzata da cinque componenti retributive: remunerazione fissa, incentivazione variabile di breve termine definita anche come MBO, incentivazione variabile di lungo termine (LTI), benefit e Severance.

La retribuzione fissa, stabilita in base al ruolo e alle responsabilità assegnate, prende in considerazione anche i livelli salariali applicati sia internamente che sul mercato esterno per posizioni di pari grado con lo scopo di attrarre, motivare e fidelizzare lavoratori di talento.

L'MBO è un sistema di incentivazione erogato annualmente al CEO, Amministratori esecutivi o ai DRS sotto forma di compensazione monetaria per il conseguimento di risultati prefissati previa autorizzazione del CdA.

L'incentivazione variabile di lungo termine, definita anche come LTI, viene invece erogata a figure manageriali e a quelle risorse che hanno contribuito attivamente al raggiungimento dell'effettivo risultato della Società. Tale forma di incentivazione, per attrarre e trattenere a sé persone di talento, indirizza le persone verso il raggiungimento di risultati duraturi e a lungo termine allineando gli interessi dei beneficiari con quelli degli azionisti e degli investitori.

I benefit sono delle forme di ricompensa o privilegi aggiuntivi che vengono offerti ai dipendenti oltre al salario base. Oltre ad attrarre e trattenere talenti, questi vantaggi migliorano la soddisfazione dei dipendenti e promuovono un ambiente di lavoro positivo.

Infine, i Severance, definiti anche come indennità di licenziamento o trattamenti di fine rapporto, sono dei compensi o benefici finanziari che vengono concessi ai dipendenti in caso di cessazione del rapporto

di lavoro, solitamente a seguito di licenziamento o di un accordo di risoluzione consensuale del contratto di lavoro.

L'obiettivo principale dei severance è quello di fornire un supporto finanziario ai dipendenti che si trovano improvvisamente senza lavoro a causa di circostanze al di fuori del loro controllo.

Queste forme di compensi possono includere vari elementi, come un pagamento di una somma forfettaria, una liquidazione economica, un periodo di preavviso retribuito o altri benefici aggiuntivi.

Le diverse combinazioni di queste cinque componenti della politica retributiva definiscono il pay mix.

Il pay mix, quindi, indica come la retribuzione totale di un dipendente sia suddivisa tra diverse forme di compensi e può variare in base alla posizione lavorativa del dipendente.

Un pay mix equilibrato permette di attrarre, motivare e trattenere i dipendenti soddisfacendo le esigenze finanziarie e le aspettative dei lavoratori, supportando contemporaneamente gli obiettivi e gli interessi dell'azienda.

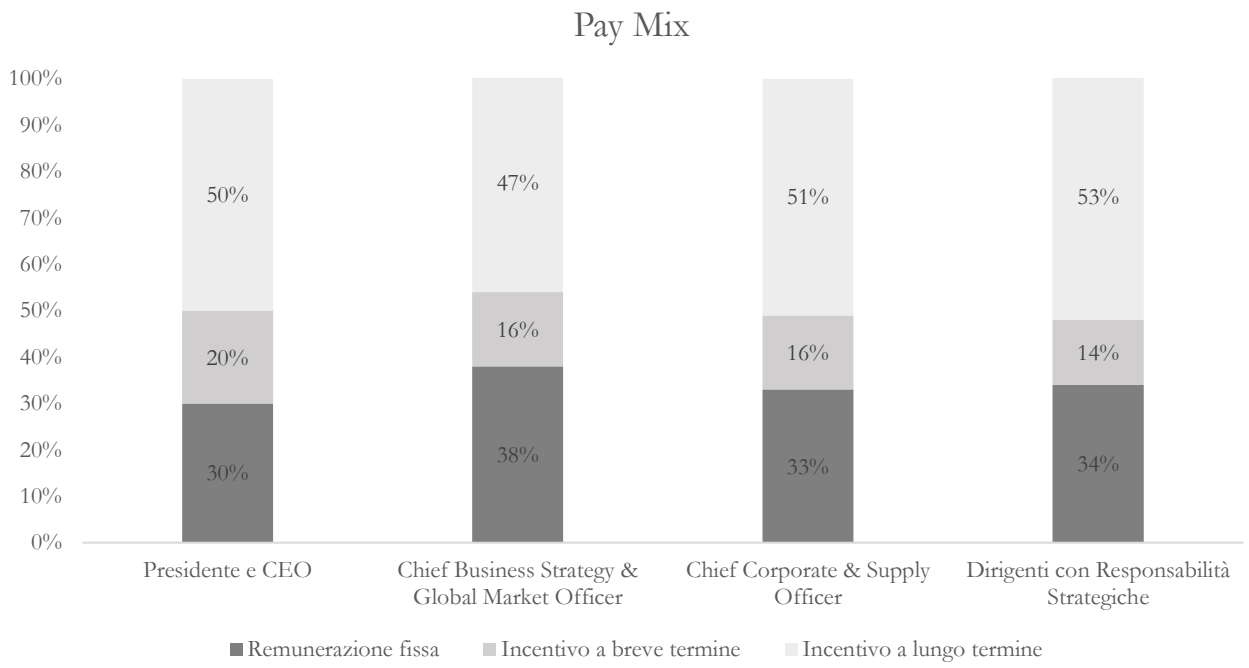
Il compenso complessivo del Presidente e CEO, degli Amministratori Esecutivi e dei DRS è caratterizzato dai seguenti elementi:

- una parte significativa del compenso è legata al raggiungimento di obiettivi predefiniti;
- una porzione considerevole della componente variabile è differita nel medio e lungo termine, come mostrato nel grafico sottostante;
- i compensi variabili sono principalmente costituiti da azioni soggette a restrizioni di vendita.

In particolare, oltre il 70% del pacchetto retributivo è rappresentato dalla componente variabile, di cui più di due terzi viene erogato in azioni.

Questo approccio collega direttamente gli incentivi con i seguenti risultati: economici, finanziari e ESG, al fine di garantire un costante allineamento degli interessi tra il management e gli azionisti.

Figura 14: Rappresentazione grafica Pay Mix 2023 Moncler



Fonte: Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti 28.02.2023

4.2.2 Pacchetto retributivo

Come suesposto, Moncler S.p.A, attraverso l'utilizzo di criteri di performance chiari e direttamente collegati agli obiettivi, ha implementato un sistema di incentivi trasparente e facile da comprendere al fine di allineare gli interessi dei dirigenti con quelli degli stakeholder.

Per questa ragione le componenti del pacchetto retributivo, come quella fissa, vengono definite in maniera appropriata considerando le deleghe, le posizioni particolari, nonché il ruolo e le responsabilità strategiche assegnate.

La trasparenza della retribuzione, inoltre, permette di visionare le percentuali di incentivi previsti nella componente variabile, le cui principali forme di incentivazione sono: MBO e LTI.

L'incentivo di breve termine MBO, legato al raggiungimento degli obiettivi prestabiliti, solitamente rappresenta una percentuale compresa tra il 30% e il 70% della componente fissa della retribuzione.

Tuttavia, è importante tenere presente che l'incentivo massimo ottenibile in caso di raggiungimento degli obiettivi, non può superare il 150% della componente fissa.

La scheda MBO del Presidente e del CEO, degli Amministratori Esecutivi e dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche è costituita da un KPI ESG pari al 10%. Ciò significa che il 10% degli indicatori chiave di performance utilizzati per misurare il raggiungimento degli obiettivi e valutare l'efficacia e l'efficienza di un'organizzazione, o di un individuo, riguardano aspetti ambientali, sociali e di Governance.

Gli obiettivi ESG di breve termine si fondano su cinque pilastri:

- "Act on Climate & Nature": l'obiettivo è quello di mitigare l'impatto ambientale dell'organizzazione e contribuire alla lotta contro i cambiamenti climatici, per farlo l'organizzazione si impegna nella riduzione delle emissioni di CO2 e nell'adozione di azioni per preservare la biodiversità.
- "Think Circular & Bold": tramite l'utilizzo di materiali a basso impatto, il prolungamento della durata dei prodotti, l'adozione di imballaggi sostenibili e altre iniziative che promuovono l'economia circolare, l'organizzazione si concentra sull'adozione di pratiche aziendali circolari e audaci.
- "Be Fair": l'obiettivo è quello di concentrare la promozione di una catena di approvvigionamento equa in grado di tutelare anche i diritti dei lavoratori tramite l'implementazione di sistemi di tracciabilità per le materie prime, la creazione di ambienti di lavoro sicuri ed equi e altre misure volte a garantire giustizia ed equità nei processi aziendali.
- "Nurture Uniqueness": la formazione del personale, l'implementazione di politiche e procedure che supportano la diversità, l'equità e l'inclusione, e la creazione di un ambiente di lavoro che valorizza e rispetta le differenze individuali, sono fattori che permettono di promuovere una cultura inclusiva all'interno dell'organizzazione.
- "Give Back": l'obiettivo riguarda l'impegno dell'organizzazione nel generare valore condiviso e nell'aiutare le persone vulnerabili includendo iniziative di beneficenza, programmi di

responsabilità sociale d'impresa e altre azioni volte a contribuire al benessere delle comunità in cui l'organizzazione opera.

L'incentivo Long-Term Incentive, relativo agli obiettivi a lungo termine, assume un valore annualizzato che varia tra il 120% e il 180% della componente fissa. È importante notare che l'incentivo massimo ottenibile nell'ambito dell'LTI non può superare 1,2 volte l'incentivo previsto per il raggiungimento degli obiettivi stabiliti.

In questo caso i KPI ESG fanno riferimento a 3 obiettivi di lungo termine:

- Climate Change: l'azienda mira a raggiungere la neutralità carbonica nelle proprie sedi, gestite direttamente in tutto il mondo, attraverso l'utilizzo di energia proveniente al 100% da fonti rinnovabili. Inoltre, l'azienda si impegna a rendere il 90% dei suoi veicoli a basso impatto ambientale e di ridurre le emissioni residuali entro il 2024.

  La decisione di raggiungere la neutralità carbonica è in linea con l'adesione dell'azienda all'iniziativa Science Based Target, che richiede alle aziende di vari settori di contribuire al controllo dell'aumento della temperatura globale.
- Circular Economy: l'obiettivo riguarda la transizione verso un modello economico sostenibile in cui i materiali e le risorse vengono utilizzati in modo efficiente, riducendo gli sprechi e promuovendo il riciclo e il riutilizzo. Per questo motivo Moncler mira a utilizzare una percentuale specifica di nylon, pari al 25%, a più basso impatto nelle sue collezioni entro il 2024, riducendo così l'impatto ambientale legato al suo utilizzo nelle attività di produzione.
- Diversity, Equity & Inclusion: al fine di promuovere una cultura aziendale inclusiva e di garantire un trattamento paritario ai dipendenti in termini di retribuzione, Moncler si impegna a ottenere una certificazione di Equal Pay entro il 2024.

  Per raggiungere questo obiettivo, ricerca talenti più qualificati, investe nella loro formazione e sviluppo professionale, promuove un ambiente di lavoro sicuro, stimolante e in cui ogni individuo ha l'opportunità di esprimere al meglio le proprie capacità, potenzialità e unicità.

Gli indicatori chiave di performance ESG descritti, unitamente a quelli del Net Income, Free Cash Flow, EBIT e People Engagement, determinano l'effettiva attribuzione delle Azioni in base al livello di performance raggiunto.

Quindi, l'assegnazione gratuita di Azioni prevista nel Piano 2022 attraverso i "Diritti Moncler", permette di ricevere gratuitamente un'azione per ogni "Diritto Moncler" in caso di raggiungimento degli obiettivi di performance.

Il Piano 2022, per consentire una pianificazione e un monitoraggio a lungo termine delle performance aziendali, prevede fino a tre cicli di assegnazioni annuali di Azioni, ognuno dei quali copre un periodo triennale di riferimento per le performance, definito anche come periodo di vesting.

Il periodo di performance 2022-2024 con l'assegnazione delle Azioni nel 2025 fa riferimento al primo ciclo di attribuzione delle Azioni. Il secondo ciclo di assegnazione invece copre il periodo di performance 2023-2025 con la relativa assegnazione delle Azioni nel 2026. Il terzo ciclo di assegnazione, infine, copre il periodo di performance 2024-2026 con l'assegnazione delle Azioni che avverrà nel 2027.

4.3 Analisi dei dati di Moncler: compensi corrisposti e le performance ESG

Nel paragrafo precedente si è potuto analizzare l'impostazione teorica per la determinazione dei piani di incentivazione di Moncler, ora si andrà ad esaminare i dati del piano 2022 cercando di dimostrare che i fattori ESG hanno un impatto sulle retribuzioni.

Per ogni KPI definito da Moncler (Net Income, Free Cash Flow, ESG) viene associato un peso percentuale, in modo tale che la somma risulti pari al 100%.

In particolare il Net Income andrà a pesare il 70%, il Free Cash Flow il 15% e l'ESG il 15%.

Del 15% del KPI ESG, il 5% è composto dalla variabile definita dal People Engagement, livello di coinvolgimento e partecipazione delle persone.

Inoltre, vengono definiti tre livelli performance e ad essi associati ci sono tre livelli diversi di payout: minimo, target e massimo.

La performance, quindi, viene misurata in base alla posizione dei risultati rispetto ai livelli prefissati.

Se i risultati si collocano in una fascia intermedia tra il minimo e il target, o tra il target e il massimo per tutti gli obiettivi, viene attribuito un numero di azioni che riflette il grado di raggiungimento in quella fascia intermedia.

Questo sistema ha lo scopo di premiare sia il raggiungimento di livelli target o massimi, sia il raggiungimento di obiettivi intermedi.

Se i risultati ottenuti per un singolo obiettivo sono inferiori al livello minimo, non vengono assegnate azioni per quella specifica condizione di performance.

Tuttavia, il raggiungimento o mancato raggiungimento di un determinato obiettivo, non influisce sul raggiungimento e sulle valutazioni degli altri obiettivi.

Qualora, invece, venga superato il livello target per un obiettivo specifico, verrà fornito un incentivo aggiuntivo con un massimo del 120% rispetto all'incentivo base stabilito.

Si raggiungerà un "payout minimo" pari all'80% quando verranno raggiunti almeno due obiettivi ESG (soglia di accesso) e un "payout massimo", definito come il limite massimo di pagamento, al raggiungimento di tutti e tre gli obiettivi ESG identificati in "Carbon neutrality", "Circular economy" ed "Equal Pay".

Analizzando la tabella sottostante si possono pertanto osservare tre casistiche:

- Il primo caso corrisponde ad un raggiungimento di una performance minima conseguente all'ottenimento di almeno due degli obiettivi ESG suindicati; a questo livello minimo di performance viene associato un payout pari all'80%.
- Nel secondo caso, al raggiungimento di tutti e tre gli obiettivi ESG nel periodo di riferimento, si avrà un corrispondente payout performance pari al 100%

- Nel terzo e ultimo caso, qualora si raggiungano, oltre a tutti gli obiettivi ESG anche il riconoscimento, da parte delle società di rating, dell'impegno e del successo del gruppo nel perseguimento di pratiche sostenibili, verrà associato al livello di performance un payout pari al 120%.

Tabella 5: Struttura e scala di performance Piano 2022 Moncler

			PERFORMANCE / PAYOUT		
KPI	PESO (%)		MINIMO	KPI TARGET	MASSIMO
ESG	15%	Performance	Raggiungimento di almeno due obiettivi nel periodo di riferimento	Raggiungimento di tutti e tre gli obiettivi nel periodo di riferimento	Raggiungimento di tutti e tre gli obiettivi nel periodo di riferimento e ottenimento di un'alta valutazione della performance
		Payout	80%	100%	120%

Fonte: Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti 28.02.2023

In base alla tabella precedente, appena descritta, Moncler ha elaborato e determinato una ulteriore analisi sul payout potenziale durante la fase di distribuzione delle azioni.

In particolare, si può analizzare questa tabella a doppia entrata con le sue due variabili: il ruolo e i livelli di payout.

Qualora il payout minimo non sia raggiunto in tutti i ruoli elencati in tabella,si otterrà un payout potenziale di zero, ossia il salario sarà solamente il base salary.

Qualora, invece, i differenti ruoli in azienda (Presidente e CEO, Amministratori Esecutivi e DRS) ottengano livelli di payout maggiori o uguali al target minimo, avranno diritto a percentuali basate sul base salary che varieranno in base al ruolo e payout raggiunto (minimo, target, massimo).

Tabella 6: Payot potenziale

Ruolo	Payout 0%	Payout 80% (minimo)	Payout 100% (target)	Payout 120% (massimo)
Presidente e CEO	0%	133%	167%	200%
Amministratori Esecutivi	0%	99% - 126%	124% - 158%	148% - 189%
Dirigenti con Responsabilità strategiche	0%	125%	157%	188%

Fonte: Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti, Moncler 2023

4.3.1 Calcolo delle remunerazioni

Vengono analizzati i compensi percepiti nell'anno fiscale 2022 da parte di tutte le figure apicali.

Successivamente, si analizza il compenso percepito dal Presidente e Ceo.

4.3.1 Remunerazione del Presidente e CEO

Nel corso del 2022 il Presidente e CEO dell'azienda ha percepito complessivamente 2.775.246 Euro, di cui 1.535.165 Euro di compensi fissi e 1.227.780 Euro di compensi variabili annuali.

La remunerazione variabile annuale per il 2022 è stata distinta in una parte a breve (MBO) per un valore complessivo di Euro 1.227.780,e una parte a lungo (LTI) attribuita sotto forma di azioni, e, infine, un'ultima parte di benefit per un l valore trascurabile.

4.3.2 Remunerazione Amministratore esecutivo e Chief Corporate & Suplly Officer

Nel corso del 2022 l'Amministratore esecutivo e Chief Corporate & Suplly Officer dell'azienda ha percepito complessivamente 1.563.560 Euro, di cui 965.165 Euro di compensi fissi e 577.057 Euro di compensi variabili annuali.

L'Amministratore percepisce dei 965.165 di compensi fissi il 79,7%, pari a 770.000 Euro, da Moncler l'85% dei 577.057 di compensi variabili pari a 491.112 Euro.

La remunerazione variabile annuale per il 2022 è stata distinta in una parte a breve (MBO) per un valore complessivo di Euro 577.057 e una parte a lungo (LTI) attribuita sotto forma di azioni, e, infine, un'ultima parte di benefit del valore pari a 21.338 Euro (di cui 15.068. Euro percepiti da Moncler).

4.3.3 Remunerazione dirigenti strategici

I dirigenti strategici hanno percepito nel complesso 2.658.185 Euro di cui 1.726.000 di compensi fissi e 896.017 di compensi variabili annuali.

Sui 896.017 Euro di compensi variabili annuali il KPI di sostenibilità ha un peso pari al 10% con un livello di raggiungimento degli obiettivi e payout pari al 100%. Ciò vuol dire che nelle remunerazioni totali i dirigenti strategici hanno ottenuto 72.458 Euro in più per esser riusciti a raggiungere tutti e tre gli obiettivi ESG dell'azienda.

La remunerazione variabile annuale per il 2022 è stata distinta in una parte a breve (MBO), per un valore complessivo di Euro 896.017, e una parte a lungo (LTI) attribuita sotto forma di azioni, e, infine, un'ultima parte di benefit del valore di 39.950 Euro.

4.4 Obiettivi e risultati raggiunti nel 2022

Il piano strategico di sostenibilità, come riportato nella Relazione della remunerazione 2023 di Moncler[240], si fonda su cinque driver: lotta ai cambiamenti, climatici, economia circolare, catena di fornitura responsabile, valorizzazione delle diversità e supporto alle comunità.

Per traguardare questi cinque driver, Moncler ha deciso di scomporli in più obiettivi strategici da raggiungere entro la fine dell'anno. Al 31 dicembre 2022 Moncler ha raggiunto tutti gli obiettivi

[240]Moncler, "Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti", 2023

prefissati come ad esempio la realizzazione al 100% del packaging con materiali inferiore rispetto a quelli convenzionali, creazione di valore condiviso costruendo la l'asilo per i figli dei dipendenti di una sede produttiva, attività di sensibilizzazione sui fornitori per promuovere l'importanza dei processi di certificazione.

Come si è precedentemente detto, si andranno ad analizzare i compensi del Presidente e CEO, con particolare attenzione alla variabile ESG.

Il KPI ESG, che vale il 10%, è stato raggiunto al 100%, quindi, ha avuto un payout a target pari al 100% ottenendo così un corrispettivo pari a 100.000 Euro.

Il KPI People Engagement, che vale al 5%, è stato raggiunto al 100%, quindi, ha avuto un payout a target pari al 100% ottenendo così un corrispettivo pari a 50.000 Euro.

Tabella 7: Livello KPI, percentuale payout e corrispettivo Moncler

Carica	KPI	PESO	Target	% Achievement	% Payout	CEO
Presidente / CEO e Amm. Esecutivi	ESG	10%	Cfr. par. ad hoc	100%	100%	100.000
	People Engagement	5%	70% DE&I 72%	104%	100%	50.000

Fonte: Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti, Moncler 2023

CONCLUSIONI

In conclusione, in accordo con lo studio e le conclusioni a cui sono arrivati Cohen Shira and Kadach, Igor and Ormazabal, Gaizka and Reichelstein, Stefan [241], si può affermare che il numero delle aziende in tutto il mondo che adotta i KPI ESG come KPI valutativi all'interno della retribuzione dei loro executives sta crescendo sempre di più. Inoltre, esistono ulteriori studi in linea con questa teoria, infatti, secondo uno studio dell'S&P Global-London Business School PWC del 2021[242], anche negli Stati Uniti, circa il 50% delle società appartenenti all'S&P 500 hanno adottato parametri ESG all'interno dei piani di remunerazione dei loro executives e managers. Anche in Italia questa tendenza è confermata, infatti secondo lo studio Mercer del 2020[243], il quale tratta dei compensi dei C.d.A., prende in considerazione le società quotate al FTSE-MIB. Questa ricerca ha dimostrato che gli obiettivi ESG sono presenti nei pacchetti retributivi. In particolar modo, è emerso che il 69% delle aziende prese in esame appartenenti al FTSE-MIB prevede retribuzioni dei loro executives collegate a KPI ESG.

All'interno del primo capitolo di questo elaborato, si è trattato dell'evoluzione delle retribuzioni degli executive e dei top managers, dopo aver visto e analizzato nel secondo capitolo l'evoluzione del concetto di sostenibilità e la sua applicazione nell'azienda, il terzo capitolo ha affrontato la regolamentazione della disclosure delle performance ESG secondo quanto previsto dalle direttive europee con uno sguardo al prossimo futuro per quanto riguarda i 12 standards EFRAG. Infine, nel quarto capitolo queste importanti tematiche sono state abbinate e analizzate, portando un esempio di eccellenza italiana, non solo in termini di performance economiche, ma anche in termini di ESG e sostenibilità. Infatti, nel corso degli ultimi anni Moncler, non solo ha dimostrato di investire in tematiche ESG, ma anche di legare le remunerazioni dei suoi executive e manager a KPI di sostenibilità.

---

241 Cohen, Shira and Kadach, Igor and Ormazabal, Gaizka and Reichelstein, Stefan, "*Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*" (September 29, 2022). TRR 266 Accounting for Transparency Working Paper Series No. 103

242 PWC, S&P Global-London Business School PWC, PwC site, 2021

243 Clark, Andrew, et al. "*Global, regional, and national estimates of the population at increased risk of severe COVID-19 due to underlying health conditions in 2020: a modelling study.*" The Lancet Global Health 8.8 (2020): e1003-e1017.

La ricerca ha confermato che lo schema di Moncler per l'executive compensation è stato disegnato per massimizzare il valore dell'azienda dal punto di vista, non solo degli shareholders, ma di tutti gli stakeholders.

Secondo lo studio effettuato da M. Fabrizi, C. Malin e G. Michelon e pubblicato nell'articolo *"The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility"* [244], un aspetto particolarmente interessante è che le decisioni dei CEO sulla CSRD non sono guidate solamente da incentivi monetari, ma anche da incentivi personali e dalle loro carriere.

Il loro studio in particolare ha dimostrato che amministratori delegati più vicini al pensionamento avvertono meno le pressioni del mercato e tendono a investire maggiormente in tematiche ESG, questo si può notare anche nel caso studio preso in esame in quanto Moncler ha dimostrato di investire e di impegnarsi verso principi e valori sostenibili, attuando investimenti favorevoli agli obiettivi ESG che si era prefissata riportati nel capitolo 4. Questi traguardi raggiunti negli anni e specialmente nel 2022 da Moncler, sono derivanti da un impegno e raggiungimento da parte dei top manager dei singoli obiettivi a loro assegnati. Ciò dimostra che legare le retribuzioni dei manager a indicatori di performance ESG è un fattore chiave per l'ottenimento dei successi a livello complessivo aziendale; quindi, la relazione tra le due variabili nel caso studio di Moncler è coerente e positiva.

Tuttavia, questo studio su Moncler ha delle limitazioni derivanti da molteplici fattori e teorie contrastanti.

Un primo studio condotto da M. E. Carter, A. Pawlieczek, R. Zhong, pubblicato nel giugno 2023, afferma che in concomitanza con l'aumento dell'attenzione degli investitori per le performance ESG, è aumentato l'uso di metriche ESG nei contratti di retribuzione dei dirigenti. Tuttavia, gli studiosi affermano che non è ben chiaro se questi contratti facilitino il miglioramento delle performance ESG.

Una seconda teoria, riporta che su tutte le componenti della retribuzione dei CEO, le stock option risultano essere la componente più insidiosa, in quanto sono i titoli che maggiormente incentivano sia i

[244] M. Fabrizi, C. Malin e G. Michelon, The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility, 2013

profitti dei manager, sia l'assunzione di rischio. Ma, in generale, le componenti basate sull'equity allineano gli interessi dei CEO con quelli degli shareholders, per quanto riguarda la performance finanziaria; la retribuzione equity based sembra allineare gli interessi dei CEO con gli interessi della vasta gamma di stakeholder interni ed esterni; ed infine le varie componenti equity based sembrano allineare gli interessi dei CEO con gli interessi degli shareholder e degli stakeholder anche dal punto di vista della comunicazione finanziaria.

Tuttavia, per smentire quanto riportato nella seconda teoria riguardo le stock option, in accordo con la optimal contracting view, le stock option rappresentano un efficace strumento di governance, indirizzato alla shareholder value maximization e utile a limitare i comportamenti opportunistici dei CEO. Nonostante gli incentivi equity-based come le stock option siano strumenti efficaci, gli stessi sono finiti al centro di numerosi dibattiti con riferimento alla loro effettiva capacità di garantire l'allineamento degli interessi di manager e azionisti. Le stock option si sono diffuse infatti in società con asset proprietari e di governance differenti rispetto alle imprese manageriali, caratterizzate da azionariato diffuso senza nessuno a controllo. In questo contesto nasce, in contrasto con la optimal contracting view, la rent extraction view. La tematica della valuation e dell'iscrizione a bilancio degli option plan, contesi tra fair value e valore intrinseco, unitamente agli incentivi fiscali ad essi collegati, hanno fatto nascere una terza visione, definita perceived cost view, utilizzata per spiegare e definire la vera funzione delle stock option e la loro incrementale diffusione nel tempo. Nonostante le varie correnti di pensiero, nessuna isolatamente, è in grado di spiegare empiricamente lo sviluppo e andamento nel tempo di questi strumenti. Ognuna offre il proprio "contributo" e peso, che varia nel corso del tempo.

In conclusione, la futura nuova introduzione da parte dell'Unione Europea degli standards EFRAG per quanto riguarda il reporting di sostenibilità porterà un nuovo e più definito asseto della disclosure ESG. Grazie a questa nuova introduzione, vi sarà certamente una più precisa determinazione della relazione tra performance di sostenibilità e remunerazione dei manager attraverso regole e parametrizzazioni precise e puntuali, determinate dalla stessa Comunità Europea attraverso i 12 standards che verranno emanati in via ufficiale entro giugno 2023. Dal primo gennaio 2024 avranno corso le nuove direttive e regolamenti

per quanto riguarda la disclosure delle performance raggiunge in tema ESG, ciò determinerà un nuovo, più ampio e più regolamentato panorama, dove si dovranno ridefinire da un lato tutti gli obiettivi di breve e lungo periodo a livello strategico per ogni azienda, al fine di assegnare obiettivi chiari ad ogni manager e dall'altro tutte le aziende interessate dovranno muoversi verso indicatori sempre più precisi e dettagliati al fine di tracciare tutte le sfaccettature della nuova regolamentazione.

BIBLIOGRAFIA

- A. Nicita, V. Scoppa, "*Economia dei contratti*", 2005
- A. Zoppoli, "*Incentivazione e lavoro manageriale", 2013*
- Anderson, R. C., & Bizjak, J. M. "*An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*", Journal of Banking & Finance 27.7 (2003): 1323-1348.
- Arjaliès, Diane-Laure, and Julia Mundy. "*The use of management control systems to manage CSR strategy: A levers of control perspective."* Management Accounting Research 24.4 (2013): 284-300.
- Arora, A., & Alam, P. "*CEO Compensation and Stakeholders' Claims*", Contemporary Accounting Research 22.3 (2005): 519-547.
- Assonime, "*Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate 2010,*" 2010
- Banca d'Italia, "*Disposizioni di vigilanza per le banche*", Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, aggiornamento n. 37
- Banca d'Italia, "*Il sistema dei controlli interni, il sistema informativo e la continuità operativa",* Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione III, punto 8, 2013
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M. and Walker, D.I. 2002, "*Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*". University of Chicago Law Review, 69, 751-846
- Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. "*Environmental Performance and Executive Compensation: An Integrated Agency Institutional Perspective*", Academy of Management Journal 52.1 (2009): 103-126.
- Borsa Italiana, *"Codice di Corporate Governance*", 2020
- Borsa Italiana, "*Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate"*, 1999
- C. Arija Garcia, "*Retribuzione: la guida completa*", La Legge è uguale per tutti, 2021
- C. Babbage, "*On the economics of machinery and manufactures",* Londra, 1832, pag 257 e segg
- C. Bagnoli e A. Maura, "*Business Model Circolari"*, 2021
- Cai, J., & Walkling, R. A. "*Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value?",* Journal of Financial and Quantitative Analysis 46.2 (2011): 299-339.

- Carolillo, Gemma, Piero Mastroberardino, and Claudio Nigro. "*The 2007 financial crisis: strategic actors and processes of construction of a concrete system*." Journal of Management & Governance 17 (2013): 453-489.
- Clark, Andrew, et al. "*Global, regional, and national estimates of the population at increased risk of severe COVID-19 due to underlying health conditions in 2020: a modelling study.*" The Lancet Global Health 8.8 (2020): e1003-e1017.
- Cohen, Shira and Kadach, Igor and Ormazabal, Gaizka and Reichelstein, Stefan, "*Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*" (September 29, 2022). TRR 266 Accounting for Transparency Working Paper Series No. 103
- Commissione delle comunità Europee, "*Comunicazione della Commissione dl Consiglio e al Parlamento Europeo",* 2003
- Commissione Europea , "*L'Action Plan on Financing Sustainable Growth*", 2018
- Conferenza ONU, "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*", 1972
- Cordeiro, J. J., & Sarkis, J. "*Does Explicit Contracting Effectively Link CEO Compensation to Environmental Performance?*", Business Strategy and the Environment 17.5 (2008): 304-317.
- Core, J., & Guay, W, "*The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels*", Journal of accounting and economics 28.2 (1999): 151-184.
- Cynthia D. Scott, Dennis T. Jaffe, Glenn R. Tobe, *"Organizational vision, values and mission*", Crisp Learning, 1993.
- D. U. Santosuosso, "*Il rapporto di amministrazione. Il compenso degli amministratori*", in M. Vietti, 2013
- D. Yermack, "*Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*", The journal of Finance 52.2 (1997): 449-476.
- Deckop, J. R., Merriman, K. K., & Gupta, S. "*The Effects of CEO Pay Structure on Corporate Social Performance*", Journal of Management 32.3 (2006): 329-342.

- Dowling, J., & Pfeffer, J.. "O*rganizational legitimacy: Social values and organizational behavior.*" Pacific sociological review, 18(1), pag. 122-136, 1975
- Edmans, A., Gabaix, X., Jenter, D. "*Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*", The handbook of the economics of corporate governance 1 (2017): 383-539.
- Elkington, John. "*Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business.*" Environmental quality management 8.1 (1998): 37-51.
- ESRS S1 Own Workforce Exposure Draft, April 2022
- ESRS S2 Workers in the value chain, Exposure Draft, April 2022
- ESRS S3 Affected communities Exposure Draft, April 2022
- ESRS S4 Consumers and end-users Exposure Draft, April 2022
- European Corporate Governance Forum, "*Statement of the european corporate governance forum on director remuneration*", 2009.
- Fabrizi, M., Mallin, C., & Michelon, G. *"The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility*", Journal of Business Ethics 124 (2014): 311-326.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C., "*Agency problems and residual claims".* The journal of law and Economics, 26(2), pag. 327-349, 1983
- Financial Stability Board, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* 2009
- Financial Stability Forum, "*Principles for sound compensation practices*", 2009
- Flammer, Caroline, and Aleksandra Kacperczyk. "*Corporate social responsibility as a defense against knowledge spillovers: Evidence from the inevitable disclosure doctrine.*" Strategic Management Journal 40.8 (2019): 1243-1267.
- Freeman R.E., Reed D.L., "*Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*", in California Management Review, 25(3), 1983
- Freeman, R. Edward. "*The politics of stakeholder theory: Some future directions."* Business ethics quarterly (1994): 409-421.
- Frye, M. B., Nelling, E., & Webb, E. "*Executive Compensation in Socially Responsible Firms*," 2006

- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards*", standard 8, 2009.
- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 5, 2009.
- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 9, 2009.
- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 7, 2009.
- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 6, 2009.
- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards",* standard 11, 2009.
- FSB, "*Principles for sound compensation practices*", principle 1, 2009
- FSB, "*Principles for sound compensation practices*", principle 2, 2009
- FSB, "*Principles for sound compensation practices"*, principle 4, 2009
- FSB, "*Principles for sound compensation practices",* principle 7, 2009.
- G. Costa, "*Remunerazione variabile, incentivazione e politiche retributive*", in RI, 1989, pag. 273.
- G. Ferrarini – M. C. Ungureanu, "Economics, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at european banks", cit., pag. 467, 2011
- G. Ferrarini – N. Moloney, "*Executive remuneration and corporate governance in the UK: convergence, divergence and reform perspectives*", in European Company and Financial Law Review, 2007.
- G. Ferrarini – N. Moloney, "*Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa"*, in Riv. soc., 2005, 2-3, pag. 589
- G. Rugolo, "*Compensi variabili, clawback clauses e regolamentazione del rapporto di amministrazione*", 2013
- Gazzetta Ufficiale, "*Regolamento delegato (UE) n. 527 del 12 marzo 2014*", 2014
- General Assembly, Resolution adobted by the General Assembly on 25 September 2015
- Global Reporting Initiative , "G*RI 101 – Foundation*", 2021
- Global Reporting Initiative GRI 103, *"Modalità di gestione*", 2021
- Global Reporting Initiative, "*GRI Sustainability Reporting Standards*", 2021

- Global Reporting Initiative, GRI 101, "*Principi di rendicontazione*", 2021
- Global Reporting Initiative, GRI 102, "*Informativa Generale*", 2021
- Global Reporting Initiative, GRI 201, "*Performance economiche*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 202, "*Informazioni finanziarie*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 203, "*Impatti economici indiretti*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 204, "*Pratiche di approvvigionamento*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 205, "*Anticorruzione*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 206, "*Comportamento anticoncorrenziale*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 207, "*Trasparenza fiscale*", 2019
- Global Reporting Initiative, GRI 301, *"Materials*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 302, "*Energia",* 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 303, "*Acqua e scarichi idrici",* 2018
- Global Reporting Initiative, GRI 304, "*Bi*odiversity", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 305, *"Emissioni*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 306, "*Waste",* 2020
- Global Reporting Initiative, GRI 307, "Compliance ambientale", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 308, "*Valutazione ambientale dei fornitori*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 401, "*Employmen*t", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 402, "*Labor management relations*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 403, "*Salute e sicurezza sul lavoro*", 2018
- Global Reporting Initiative, GRI 404, "*Formazione e istruzione*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 405, "*Diversità e pari opportunità*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 406, "*Non discriminazione*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 407, "*Libertà di associazione e contrattazione collettiva*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 408, "*Lavoro minorile*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 409, "*Lavoro forzato o obbligatori*", 2016

- Global Reporting Initiative, GRI 410, "*Security practices*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 411, "*Rights or indigenous peoples",* 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 412, "*Human right assessment*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 413, "*Comunità locali*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 414, "*Valutazione sociale dei fornitori*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 415, "*Politica pubblica*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 416, "*Salute e sicurezza dei clienti*", 2016
- Global Reporting Initiative, GRI 417, "*Marketing ed etichettatura",* 2016
- GRI, "*GRI Sustainability Reporting Standards*", 2021
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. "*Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats*?", 1998
- Hall, Brian, J., and Kevin J. Murphy, "*The Trouble with Stock Options*.", 2003.
- Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. "*The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises*", 1995
- Istat, "*17 Sustainable Development goals*", 2019
- Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, "*Regolamento n. 38 del 3 luglio 2018*", capo VII, sezione I, art. 40, 2018
- J. Elkington, Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line on the 21th Century Business, New Society Publishers, 1998.
- Jensen, M. e Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior", 1976
- John E. Core, Robert W. Holthausen e David F. Larcker, "*Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*", 1999
- Khana, R., Dharwadkarb, R., & Brandes, P. "*Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination*", 2005
- Kozlowski, "*Environmental Impacts in the Fashion Industry: A Life-cycle and Stakeholder Framework*", 2012
- L. Ferrucci, "*Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*". Vol. 51. Franco Angeli, 2000.

- Laffont, Martimort, "*The Theory of incentivs*", 2002
- Lehmann, M. et al., 2018. "*Pulse of the Fashion Industry*", Global Fashion Agenda and The Boston Consulting Group
- Linder, S., & Foss, N. J., *Agency theory*. International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences,(1), 2015
- Lüdeke-Freund, Florian. "*Towards a conceptual framework of 'business models for sustainability"*. Knowledge collaboration & learning for sustainable innovation, R. Wever, J. Quist, A. Tukker, J. Woudstra, F. Boons, N. Beute, eds., Delft (2010): 25-29.
- M. C. Zaccone, M. Pedrini, *"Le competenze di sostenibilità nella governance d'impresa: il caso italiano*", 2022
- M. Campobasso, "*I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*", in Riv. soc., 2011, pag. 702 e segg..
- M. Carnevale, "*Contratto condizionato e buona fede*", in I contratti, 2005, 6, pag. 559 e segg..
- M. D'Antona, "*Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese",* in Enc. Giur., XXII, 1990 ora in ID., Opere, II, Milano, 2000, pag. 202
- M. Fabrizi, C. Malin e G. Michelon, The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility, 2013
- M. Molteni, M. Minciullo e M. Pedrini, "*C.d.A. e Politiche di sostenibilità. Come sostenibilità e CSR entrano nell'agenda dei board delle imprese quotate italiane*", 2015
- M., Pedrini, M., & Zaccone, M. C. (2021). "*L'integrazione della sostenibilità nella governance: quando la forma diventa sostanza?"*. EGEA, Milano
- Maas, Karen, and Sanne Rosendaal. "*Sustainability targets in executive remuneration: Targets, time frame, country and sector specification*." Business Strategy and the Environment 25.6 (2016): 390-401.
- Macho-Stadler, Pérez-Castrillo, "*An Introduciòn to the Economic of Information*", 2001
- Moncler, "*Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti", 2023*

- Newman, H. A., & Mozes, H. A., "*Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO compensation practices?."* Financial management *(1999): 41-53.*
- ONU, "Carta Internazionale dei diritto dell'uomo", Parigi, 10 dicembre 1948
- Osterwalder, Alexander, et al. "*Business Model Generation: A handbook for visionaries, game changers and challengers*". African journal of business management, 2011, 5.7: 22-30.
- Padilla, Alexandre. "*Property economics of agency problems*." Economics Department, George Mason University, Working Paper (2002).
- Porter, "*From Competitive advantage to corporate strategy"*, Macmillan Education UK, 1989.
- Principles for Responsible Investment and Global Compact LEAD. "*Integrating ESG issues into executive pay. Guidance for investors and companies*", 2012.
- PwC, "*Paying well by paying for good*", PwC site, 2021
- PWC, S&P Global-London Business School PWC, PwC site, 2021
- R. Pavoni, D. Piselli, "*The Sustainable Development Goals and International Environmental Law: Normative Value and Challenges for Implementation"*, in Veredas do Direito, 2016, n.26
- R. S. Thomas, "*International executive pay: current practices and future trends",* in C. Amatucci, La remunerazione degli amministratori, Milano, 2010
- Rapporto 2021 sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob
- Report of the World Commission on Environment and Development, "*Our Common Future*". United Nations, 1987.
- Ryan Jr., H. E., & Wiggins III, R. A. "*Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring*", Journal of Financial Economics 73.3 (2004): 497-524.
- S. Barile, slide "*Analisi Pestel*", Sapienza Università di Roma, 2020
- Schmidt, Eric, and Jaren Cohen. "*La nuova era digitale*". Etas, 2013.
- Shocker, A. D., & Sethi, S. P.. "*An approach to incorporating societal preferences in developing corporate action strategies".* California management review, 15(4), pag. 97-105, 1973.

- Slide C. Bagnoli, corso di "*Pianificazione Strategica e Management della Sostenibilità*", 2022
- Stati Uniti, "*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, 2010, sezione 951
- Stati Uniti, "*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, 2010, sezione 953
- Stati Uniti, "*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, 2010, sezione 954
- Stubbs, Wendy, and Chris Cocklin. "*Conceptualizing a "sustainability business model".* Organization & environment 21.2 (2008): 103-127.

SITOGRAFIA

- A. Zoppoli, "*Incentivazione e lavoro manageriale", 2013:* Art. 2349 c.c aggiornato al D. Lgs. n. 6 del 2003: *https://www.theseusconsulting.it/media/14_bvc0613_1488789670_85.pdf*
- Art 123-ter comma 1 TUF, "*Relazione sulla remunerazione"*: https://www.ricercagiuridica.com/codici/vis.php?num=24725#:~:text=Almeno%20ventuno%20giorni%20prima%20della%20data%20dell%27assemblea%20prevista,le%20altre%20modalita%27%20stabilite%20dalla%20CONSOB%20con%20regolamento.
- Art 123-ter comma 2, 3, 4 TUF, *"Relazione sulla remunerazione*": https://www.ricercagiuridica.com/codici/vis.php?num=24725#:~:text=Almeno%20ventuno%20giorni%20prima%20della%20data%20dell%27assemblea%20prevista,le%20altre%20modalita%27%20stabilite%20dalla%20CONSOB%20con%20regolamento.
- Art. 1, comma 5, D.Lgs. n. 175 del 2016, "*Testo unico in materia di societa' a partecipazione pubblica*":https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2016;175#:~:text=5.%20Le%20disposizioni%20del%20presente%20decreto%20si%20applicano%2C,lettera%20p%29%2C%20nonche%27%20alle%20societa%27%20da%20esse%20%28%28controllate%29%29.
- Art. 1. B) D.Lgs 254/2016, *"Definizioni": https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2016;254*
- Art. 1175 c.c, "*Comportamento secondo correttezza*": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quarto/titolo-i/capo-i/art1175.html
- Art. 1331 c.c, "*Opzione*": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quarto/titolo-ii/capo-ii/sezione-i/art1331.html
- Art. 1359 c.c, "*Avveramento della condizione*": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quarto/titolo-ii/capo-iii/art1359.html
- Art. 16 comma 1 D.Lgs 39/2010: "*Enti di interesse pubblico*": https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2010-01-27;39~art16-com1

- Art. 19 del D.Lgs. n. 165/2001, "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Incarichi di funzioni dirigenziali: https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2001;165~art19-com6
- Art. 2033 c.c, "*Indebito oggettivo*": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quarto/titolo-vii/art2033.html
- Art. 2102 c.c:, "*Partecipazione agli utili*": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-ii/capo-i/sezione-iii/art2102.html
- Art. 23 bis del Decreto Salva Italia, *"Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici": https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2020-10-28;137~art23bis-com1#:~:text=Art.%2023-bis.%20%28Disposizioni%20per%20la%20decisione%20dei%20giudizi,nel%20periodo%20di%20emergenza%20epidemiologica%20da%20COVID-19%29.%201*.
- Art. 2342 c.c, "*Conferimenti": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-iv/art2342.html*
- Art. 2349 c.c aggiornato al D. Lgs. n. 6 del 2003: https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2022-10-10;149#:~:text=-%20Il%20tutore%20non%20puo%27%20senza%20l%27autorizzazione%20del,per%20riscuotere%20frutti%20o%20per%20ottenere%20provvedimenti%20conservativi.%C2%BB%3B
- Art. 2349 cc, "*Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro*": https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-v/art2349.html
- Art. 2389 c.c, "*Compensi degli amministratori*": *https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-vi-bis/art2389.html*
- Art. 2389 Codice Civile, comma 1, 2 e 3: https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-vi-bis/art2389.html

- Art. 24 del D,Lgs. n. 165/2001:, "*Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*", Trattamento economico: https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2001;165
- Art. 5 Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, "*Trasparenza delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità*": https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:4434253
- Art.84-quarter del Regolamento Emittenti, "*Informazioni sull'esercizio dei diritti".:* https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_1999_11971.html/1c3731c3-b60b-f7c2-b62c-d421a92d49df#Art._84
- Assonime, "*Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate 2010":* https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/sezioni/corporate/Documents/228984/Note_e_Studi_3_2011.pdf
- Atr. 2099 co 3 c.c, *"Retribuzione" https://www.ricercagiuridica.com/codici/vis.php?num=10601#:~:text=Art.%202099.%20%28Retribuzione%29.%20La%20retribuzione%20del%20prestatore%20di,nel%20luogo%20in%20cui%20il%20lavoro%20viene%20eseguito.*
- Banca d'Italia, "*Disposizioni di vigilanza per le banche*", 2013: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2018/politiche-remunerazione-incentivazione/Documento_consultazione_remunerazioni.pdf
- Banca d'Italia, "*Il sistema dei controlli interni, il sistema informativo e la continuità operativa",* 2013: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Circ-285-nota-chiarimenti-controlli-interni.pdf#:~:text=La%20Circ.%20285%2F2013%20dispone%20che%20le%20banche%20assicurino,dei%20sistemi%20di%20misurazione%20e%20controllo%20dei%20rischi.
- Borsa Italiana, *"Codice di Corporate Governance*", 2020: https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf

- Borsa Italiana, "*Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate"*, 1999: https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/1999.pdf
- C. Arija Garcia, "*Retribuzione: la guida completa*", La Legge è uguale per tutti, 2021: https://www.laleggepertutti.it/462751_retribuzione-la-guida-completa
- Cass., 13 aprile 1937, n. 1095, in Foro it., 1, c. 1386, "*Principio della non contestazione*", 1937: https://www.treccani.it/enciclopedia/principio-della-non-contestazione-e-art-115-c-p-c_(Il-Libro-dell'anno-del-Diritto)/
- Codice di corporate governance, raccomandazione n. 27, lett. C, 2020: https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf
- Cohen, Shira and Kadach, Igor and Ormazabal, Gaizka and Reichelstein, Stefan, "*Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*" (September 29, 2022). TRR 266 Accounting for Transparency Working Paper Series No. 103, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4237665 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4237665
- Comitato Corporate Governance, "*Raccomandazione 27 Codice di Corporate Governance",* 2020: https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf
- Commissione delle comunità Europee, "*Comunicazione della Commissione dl Consiglio e al Parlamento Europeo",* 2003: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52003DC0284
- Corte di Cassazione, Trib. Milano, 20 maggio 2008, in Riv. crit. dir. lav., 208, pag. 1015 e segg.: *https://www.jstor.org/stable/23204056*
- Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment, 1972: https://www.isprambiente.gov.it/files/agenda21/1972-dichiarazione-stoccolma.pdf
- Decreto legislativo n. 58/1998: https://www.normattiva.it/urires/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2022;149

- ESRS S1 Own Workforce Exposure Draft, April 2022: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FED_ESRS_S1.pdf&AspxAutoDetectCookieSupport=1
- ESRS S2 Workers in the value chain, Exposure Draft, April 2022: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FED_ESRS_S2.pdf
- ESRS S3 Affected communities Exposure Draft, April 2022: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FED_ESRS_S3.pdf
- ESRS S4 Consumers and end-users Exposure Draft, April 2022: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FED_ESRS_S4.pdf
- FSB, "*Principles for sound compensation practices: implementation standards":* https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_090925c.pdf
- FSB, "*Principles for sound compensation practices*": https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf
- Gazzetta Ufficiale, "*Regolamento delegato (UE) n. 527 del 12 marzo 2014*", 2014: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0527
- Global Reporting Initiative GRI 103, *"Modalità di gestione*", 2021: https://www.globalreporting.org/standards/media/1038/gri-103-management-approach-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 101, "*Principi di rendicontazione*", 2021: https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf#:~:text=Il%20GRI%20101definisce%20i%20Principi%20di%20rendicontazione%20per,che%20modo%20utilizzare%20e%20fare%20riferimento%20a%20questi.

- Global Reporting Initiative, GRI 102, "*Informativa Generale*", 2021: https://www.globalreporting.org/standards/media/2122/italian-gri-102-general-disclosures-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 201, "*Performance economiche*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2124/italian-gri-201-economic-performance-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 202, "*Informazioni finanziarie*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1003/gri-202-market-presence-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 203, "*Impatti economici indiretti*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2126/italian-gri-203-indirect-economic-impacts-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 204, "*Pratiche di approvvigionamento*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2127/italian-gri-204-procurement-practices-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 205, "*Anticorruzione*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2128/italian-gri-205-anti-corruption-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 206, "*Comportamento anticoncorrenziale*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2129/italian-gri-206-anti-competitive-behavior-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 207, "*Trasparenza fiscale*", 2019: https://www.globalreporting.org/standards/media/2482/gri-207-tax-2019.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 301, *"Materials*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1008/gri-301-materials-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 302, "*Energia",* 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2131/italian-gri-302-energy-2016.pdf

- Global Reporting Initiative, GRI 303, "*Acqua e scarichi idrici",* 2018: https://www.globalreporting.org/standards/media/2133/italian-gri-303-water-and-effluents-2018.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 304, "*Bi*odiversity", 2016:
- Global Reporting Initiative, GRI 305, *"Emissioni*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2135/italian-gri-305-emissions-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 306, "*Waste",* 2020: https://www.globalreporting.org/standards/media/2573/gri-306-waste-2020.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 307, "Compliance ambientale", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2137/italian-gri-307-environmental-compliance-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 308, "*Valutazione ambientale dei fornitori*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2138/italian-gri-308-supplier-environmental-assessment-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 401, "*Employmen*t", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1016/gri-401-employment-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 402, "*Labor management relations*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1017/gri-402-labor-management-relations-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 403, "*Salute e sicurezza sul lavoro*", 2018: https://www.globalreporting.org/standards/media/2142/italian-gri-403-occupational-health-and-safety-2018.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 404, "*Formazione e istruzione*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2143/italian-gri-404-training-and-education-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 405, "*Diversità e pari opportunità*", 2016:

- Global Reporting Initiative, GRI 406, "*Non discriminazione*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2145/italian-gri-406-non-discrimination-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 407, "*Libertà di associazione e contrattazione collettiva*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2146/italian-gri-407-freedom-of-association-and-collective-bargaining-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 408, "*Lavoro minorile*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2147/italian-gri-408-child-labor-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 409, "*Lavoro forzato o obbligatori*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1024/gri-409-forced-or-compulsory-labor-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 410, "*Security practices*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1025/gri-410-security-practices-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 411, "*Rights or indigenous peoples",* 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1026/gri-411-rights-of-indigenous-peoples-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 412, "*Human right assessment*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/ media/2151/italian-gri-412-human-rights-assessment-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 413, "*Comunità locali*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2152/italian-gri-413-local-communities-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 414, "*Valutazione sociale dei fornitori*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2153/italian-gri-414-supplier-social-assessment-2016.pdf

- Global Reporting Initiative, GRI 415, "*Politica pubblica*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1030/gri-415-public-policy-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 416, "*Salute e sicurezza dei clienti*", 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/1031/gri-416-customer-health-and-safety-2016.pdf
- Global Reporting Initiative, GRI 417, "*Marketing ed etichettatura",* 2016: https://www.globalreporting.org/standards/media/2156/italian-gri-417-marketing-and-labeling-2016.pdf
- GRI site, 2021: https://www.globalreporting.org/
- https://www.globalreporting.org/standards/media/1011/gri-304-biodiversity-2016.pdf https://www.globalreporting.org/standards/media/1020/gri-405-diversity-and-equal-opportunity-2016.pdf
- https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2003;006
- Istat, "*17 Sustainable Development goals*", 2019: https://www.istat.it/it/benessere-e-sostenibilit%C3%A0/obiettivi-di-sviluppo-sostenibile/quali-sono-i-17-goals
- Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, "*Regolamento n. 38 del 3 luglio 2018*", capo VII, sezione I, art. 40, 2018: https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondariaivass/regolamenti/2018/n38/Regolamento_IVASS_38_del_3_7_2018.pdf
- L'art. 123 ter del TUF co. 2,3, 4 e 6: https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-iii/capo-ii/sezione-i/art123ter.html
- M. Molteni, M. Minciullo e M. Pedrini, "*C.d.A. e Politiche di sostenibilità*", 2015: https://www.sustainability-makers.it/wp-content/uploads/2015/12/cda-e-politiche-di-sostenibilita.pdf

- Moncler, "Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti", 2023: https://d2jb2t40p81ydg.cloudfront.net/wp-content/uploads/2016/07/RELAZIONE-REMUNERAZIONE-2023-3.pdf
- ONU, "Carta Internazionale dei diritto dell'uomo", Parigi, 10 dicembre 1948: https://unipd-centrodirittiumani.it/public/docs/87_01_139.pdf
- Paul Wan & Co, Corporate Governance Framework, 2020: https://pwco.com.sg/corporate-governance-framework/
- Public Law 111–203—July 21, 2010: https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf
- Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili: eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852
- S. Barile, slide "*Analisi Pestel*", Sapienza Università di Roma, 2020: https://web.uniroma1.it/dip_management/sites/default/files/allegati/ANALISI%20PESTLE%20e%20SWOT.pdf
- *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation:* https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P090318-1.pdf