



## Consob

### Consultazione in merito all'attuazione dell'art. 123-ter del d.Lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate

Milano, 9 novembre 2011

#### Considerazioni a supporto delle proposte

Il Forum per la Finanza Sostenibile è una organizzazione che nasce come Associazione senza fini di lucro nel 2001 da un'iniziativa della Commissione Europea nell'ambito delle attività di promozione della responsabilità sociale d'impresa. La missione del Forum per la Finanza Sostenibile è "la promozione della cultura della responsabilità sociale nella pratica degli investimenti finanziari in Italia". Contrariamente a quanto un pregiudizio diffuso può portare a pensare, la pratica dell'investimento sostenibile e responsabile non è supportata da motivazioni di ordine esclusivamente etico. In realtà, l'utilità dell'integrazione delle variabili ESG (Environment, Social & Governance) nei processi di investimento è supportata da una solida evidenza empirica e riconosciuta da una platea ampia e crescente di operatori. Il presupposto logico su cui si fonda è che i temi ESG diventano col passare del tempo fattori di vantaggio competitivo e quindi le imprese che li gestiscono proattivamente sono in grado di cogliere maggiori opportunità e/o evitare dei rischi (di natura operativa, legale, reputazionale, di mercato). Non c'è quindi una contraddizione tra l'obiettivo di creazione di valore degli investitori e le strategie di sostenibilità da parte delle imprese: anzi, nel medio-lungo periodo si rafforzano reciprocamente.

Il Forum per la Finanza Sostenibile considera di estrema importanza il documento in consultazione, dato che interviene sui requisiti di trasparenza ed informativa al pubblico sulle remunerazioni di amministratori, sindaci, manager e personale di importanza strategica, tematica alla quale gli investitori nella loro generalità, ed in modo particolare gli investitori responsabili<sup>1</sup>, prestano molta attenzione. Questo alla luce del fatto che il sistema di remunerazione adottato da una impresa ne rivela la reale mission perseguita, dato che agendo sul sistema di incentivi si guidano di conseguenza le strategie dell'organizzazione, rendendo certe scelte individualmente più o meno desiderabili e convenienti. Ne consegue che l'imposizione di obblighi informativi più stringenti in materia di remunerazioni ha la notevole potenzialità di contribuire ad una partecipazione più consapevole degli azionisti e degli altri stakeholder nell'indirizzare le scelte strategiche, aumentando la loro consapevolezza sugli schemi di incentivazione adottati e, conseguentemente, consentendo loro, qualora non sufficientemente soddisfatti, di ricalibrare tale sistema per disincentivare comportamenti lesivi dei propri interessi. La trasparenza in tema di remunerazione costituisce pertanto una premessa necessaria per garantire il superamento del problema di agenzia

---

<sup>1</sup> Con l'espressione "investitori responsabili" ci si riferisce, nel presente documento, a quella tipologia di investitori, sia retail che istituzionali, che, nel processo di investimento delle proprie disponibilità finanziarie, affiancano alla tradizionale analisi del profilo rischio/rendimento una analisi di carattere extra-finanziario, mirante a considerare i rischi e le opportunità connesse alle tematiche ambientali, sociali e delle buone pratiche di governo di impresa.



connesso alla delega del potere decisionale, consentendo, o quantomeno facilitando, l'allineamento degli interessi tra principali ed agenti.

Un noto esempio, purtroppo reso molto evidente, specie nel settore bancario e finanziario, dalla crisi scoppiata sui mercati internazionali a partire dall'estate del 2008, di un disallineamento degli interessi di chi gestisce l'impresa da un lato e chi fornisce il capitale finanziario, sociale ed ambientale dall'altro, è quello relativo a strategie che presentano un profilo di rendimenti ed effetti eterogeneo e diversamente distribuito nel tempo. È questo il tipico caso di miopia manageriale che, favorita da sistemi di incentivazione orientati al breve periodo, determina la massimizzazione del profitto nel breve/brevissimo o medio termine, esponendo però la società (e di conseguenza i suoi azionisti e, più in generale, la totalità degli stakeholder) a rischi non adeguatamente mitigati che, di conseguenza, nel lungo periodo possono determinare una notevole distruzione di valore. Anche in tal caso, la trasparenza informativa è il prerequisito essenziale per permettere di valutare se la politica di remunerazione adottata da una società sia coerente con una strategia di creazione stabile di valore nel medio-lungo periodo, condizione imprescindibile per un modello di crescita economica sostenibile nel tempo, che, per essere realmente tale, non può limitarsi a mirare al conseguimento del massimo profitto per l'azionista, ma deve necessariamente contemperare gli interessi della generalità degli stakeholder<sup>2</sup>.

**In relazione al processo di consultazione in essere, occorre precisare da parte nostra che il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione multistakeholder, che unisce organizzazioni diverse per natura e finalità. Ciò significa che questo documento, pur validato dal suo Consiglio, non necessariamente rappresenta completamente la posizione di tutti gli Associati. Alcuni di essi possono essere portatori di interessi specifici e quindi non riconoscersi in ogni e ciascuna affermazione contenuta in questo documento – che, perciò, non ipoteca la loro posizione sull'argomento.**

---

<sup>2</sup> Tra i principali vanno qui ricordati un utilizzo sostenibile delle risorse ambientali, umane e sociali necessarie per l'attività di business dell'azienda, che ne garantisca pertanto la certezza del loro approvvigionamento futuro.



## Le proposte del Forum

### **In merito alle informazioni sulla politica della società in materia di remunerazione**

---

#### *Sezione III.A. Informazioni da includere nella prima sezione della politica in materia di remunerazione - Informazioni sulla politica della società in materia di remunerazione*

Alle lettere d), g) ed h) si propone di introdurre un obbligo per le società a rendere noto al pubblico se la politica di remunerazione preveda che la componente incentivante degli emolumenti di amministratori, sindaci, dirigenti e personale con responsabilità strategiche sia parametrata, oltre che ad indicatori di performance economico-finanziaria, anche ad indicatori che misurino l'impatto sull'ambiente e la società delle strategie aziendali implementate. In caso affermativo, si richiede inoltre che criteri ed indicatori di natura ambientale e sociale siano resi espliciti, mentre in caso negativo le società dovrebbero essere tenute a spiegare perché non ritengano necessario considerare tali aspetti nella definizione della politica di remunerazione.

Alle lettere e) ed i) si propone di introdurre un obbligo per le società ad esplicitare, in riferimento alla parte variabile delle remunerazioni, le quote (percentuali ed assolute) rispettivamente legate alle performance di breve e di medio-lungo periodo. Alle società dovrebbe altresì essere richiesto di produrre un giudizio motivato sulla proporzione relativa tra meccanismi di incentivazione focalizzati su orizzonte temporale di breve, rispetto invece a quelli con un focus di più lungo periodo e sulla sua congruità rispetto all'obiettivo di creazione di valore per la totalità degli stakeholder. In linea generale, si suggerisce di prevedere meccanismi atti ad incentivare le società a prediligere meccanismi di allineamento degli obiettivi manageriali nel lungo periodo, rispetto ad altri di più breve orizzonte temporale.

Alla lettera j) si suggerisce, coerentemente con quanto sopra esposto nel primo capoverso, di sollecitare le società a prevedere, e a darne adeguata informativa al pubblico, meccanismi di correzione ex-post che considerino effetti differiti delle scelte manageriali sull'esposizione a rischi di natura ambientale e/o sociale. Questo anche alla luce del fatto che, soprattutto in alcuni specifici settori, i rischi ambientali, oltre ad essere connaturati all'attività di business, possono facilmente sfociare in eventi, come per esempio i casi di inquinamento, che possono causare impatti negativi di notevole entità sulla redditività futura.

### **In merito all'espressione dell'assemblea generale in merito alla politica di remunerazione della società**

---

L'articolo 114-bis del TUF, al comma 1 prevede l'approvazione dell'assemblea ordinaria dei soci dell'emittente quotato per i piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di:

- (i) componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione,



- (ii) dipendenti o collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, degli stessi emittenti quotati, delle società controllanti e delle controllate.

Si propone di rendere obbligatoria, in via più generale, l'approvazione di un documento di sintesi della politica di remunerazione, che ne descriva, in maniera sintetica ma puntuale, le linee guida, i meccanismi previsti per la loro implementazione e la loro concreta traduzione.

Al fine di favorire un corretto allineamento degli obiettivi manageriali e della generalità degli azionisti, si dovrebbe inoltre prevedere che tale voto non solo fosse reso pubblico, ma risultasse vincolante.

## Appendice 1

VBDO, una organizzazione simile alla nostra che si prefigge come mission la promozione dell'investimento responsabile in Olanda, ha realizzato, con il patrocinio del Ministero per gli affari economici olandese, uno studio specifico sulla possibilità di collegare il sistema di remunerazione ed incentivazione dei manager ed amministratori ad indicatori di sostenibilità. Il documento si propone come un manuale operativo per suggerire, sulla base dell'analisi dell'esistente, modalità operative per garantire l'allineamento tra remunerazione e politiche di sostenibilità aziendali, individuando, per variabili ambientali e sociali chiaramente misurabili, valori obiettivo che siano specifici, condivisi, realistici e per il conseguimento dei quali sia fissata un orizzonte temporale ben definito.

A titolo esemplificativo e assolutamente non esaustivo, alcune delle principali raccomandazioni contenute nello studio identificano come variabili obiettivo, alle quali poter agganciare la componente incentivante della remunerazione del team manageriale, le emissioni di CO<sub>2</sub>, l'impronta ecologica delle attività aziendali, l'efficienza energetica e la soddisfazione della clientela e del personale. Nello studio viene evidenziato inoltre che alcuni importanti società, sia in Olanda che nel resto del mondo, hanno già adottato schemi di incentivazione che leghino la parte variabile della remunerazione dei manager al conseguimento di risultati esplicitati in termine di indicatori ambientali e sociali, in particolar modo quelli sulla base dei quali vengono costruiti gli indici di sostenibilità delle principali piazze finanziarie mondiali.

Infine gli autori suggeriscono che almeno il 60% dei bonus sia agganciato al conseguimento di obiettivi di lungo periodo e che almeno un terzo dell'intero ammontare dei bonus sia vincolato al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità.

Per maggiori informazioni e per poter prendere visione dell'intero report, si rimanda al link sotto riportato.

<http://www.vbdo.nl/files/download/419/VBDO%20Sustainable%20remuneration%20guide%20270210.pdf>



## Appendice 2

Le agenzie di rating sociale che forniscono informazioni e valutazioni agli investitori responsabili già oggi considerano nei propri processi di analisi numerosi indicatori legati al sistema di remunerazione. La trasparenza e l'accesso alle informazioni rilevanti è pertanto un fattore decisivo per la qualità e l'affidabilità delle loro valutazioni.

Tra gli aspetti attualmente più contemplati nelle analisi delle suddette agenzie, i più rilevanti sono la trasparenza riguardo la remunerazione totale<sup>3</sup> individuale dei membri del team manageriale, l'indipendenza (sostanziale e non solo formale) del Comitato Remunerazioni, l'adeguata condivisione (tra manager ed azienda) dei rischi connessi agli incentivi e alle susseguenti strategie, trasparenza sulla tipologia e valore attuale di mercato di bonus previsti per i senior manager in caso di cessazione anticipata del rapporto di lavoro, trasparenza riguardo l'esito del voto dell'Assemblea degli azionisti sulla politica di remunerazione.

Le dimensioni sopra riportate sono ritenute rilevanti nell'analisi e nella formazione del giudizio da parte delle agenzie di rating, in quanto una loro non adeguata gestione ha un impatto non banale sull'esposizione della società a rischi di varia natura, tra i quali:

- rischio reputazionale, non solo perché livelli di remunerazione ritenuti iniqui dall'opinione pubblica possono impattare negativamente sulla percezione dell'impresa da parte del pubblico (configurando una perdita di immagine), ma anche perché è ormai nutrita la schiera di attori (stakeholder, ONG, dipendenti ed investitori) che ritengono importante integrare indicatori di performance delle politiche di CSR negli schemi di remunerazione;
- rischio operativo, in quanto una non corretta soluzione del problema di agenzia porta a distorsioni nelle scelte manageriali, che, risultando conseguentemente subottime, non massimizzeranno il valore complessivamente creato dall'impresa e potrebbero causare short termism e mission displacement. Inoltre, una eccessiva disparità nei trattamenti economici in una organizzazione può ostacolarne la coesione interna, con relativa perdita di focus sugli obiettivi aziendali e di motivazione individuale.

---

<sup>3</sup> Ovvero che contempli sia la parte fissa che quella variabile e, per quest'ultima, disaggregando i diversi piani di stock option e stock grant.