ned community
amministratori non esecutivi e indipendenti

Chapter Zero Italy
The Nedcommunity Climate Forum

Georgeson

GUIDA PER I COMITATI REMUNERAZIONE

A cura di

Sandro Catani, Silvia Stefini, Francesco Surace, Cinzia Donalisio, Fabiola Mascardi

Si ringrazia per il contributo il *Reflection Group Governance delle remunerazioni di Nedcommunity*

Premessa

Questa Guida si rivolge ai componenti dei Comitati Remunerazione, e più in generale ai membri dei Consigli di Amministrazione con l'intento di:

1. offrire un supporto per l'identificazione dei fattori "materiali" della politica di remunerazione nelle società quotate per facilitare una comunicazione efficace con i Proxy Advisor e gli investitori;
2. identificare gli elementi chiave di efficaci politiche di remunerazione, utili anche a società non quotate, per competere sul mercato del lavoro e dei capitali, adottando buone pratiche di governance.
3. fornire indicazioni per costruire l'agenda dei Comitati di Remunerazione delle società quotate, includendo le interazioni con il CdA;

La Guida non intende esaurire tutti i temi che gravitano attorno al Comitato Remunerazione: è evidente come molti degli aspetti trattati debbano essere approfonditi a livello dei singoli settori e naturalmente con una coerenza culturale e strategica con la specifica azienda. Riteniamo tuttavia che possa dimostrarsi utile per i consiglieri indipendenti che, quali membri di un Comitato Remunerazione o dello stesso Consiglio di Amministrazione,vogliano svolgere un ruolo propulsivo di stimolo del management, del Consiglio di Amministrazione e degli azionisti nella direzione auspicata.

La Guida è il risultato dello sforzo combinato del Reflection Group "La Governance delle Remunerazioni" di Nedcommunity con il *ChapterZero Italy - The Nedcommunity Climate Forum*, chapter italiano di Climate Governance Initiative - con il supporto di Georgeson.

Indice

1. Un calendario dei lavori del Comitato Remunerazioni

2. La relazione con il mercato: gli investitori istituzionali e i proxy advisors
   - 2.1 Chi sono gli attori e come lavorano
   - 2.2 Quando parlare con il mercato
   - 2.3 I temi da affrontare nel corso dell'engagement

3. Alcune situazioni particolari
   - 3.1 La società a controllo familiare
   - 3.2 La società a partecipazione pubblica
   - 3.3 La società appena quotata: post IPO

4. Conclusioni: il ruolo del Comitato e le 11 domande chiave

Appendice 1:
Il contesto regolamentare di riferimento

1. Un calendario dei lavori del Comitato Remunerazioni

L'agenda di un Comitato Remunerazioni (da adesso il RemCo) si articola sull'intero anno e comprende analisi e approfondimenti interni al Comitato, confronti con le funzioni aziendali e ripetute interazioni con gli stakeholder rilevanti. La Guida descrive il caso tipo di un RemCo di nuova nomina nel Consiglio di Amministrazione di una società quotata.

Il RemCo avvia i lavori dopo che, a valle dell'Assemblea che vota sulla composizione del Consiglio di Amministrazione, viene istituito il Comitato e indicato il suo Presidente. Per dare un riferimento temporale si ipotizza che queste attività si svolgano nel secondo trimestre dell'anno, dato che la nomina del Consiglio di Amministrazione avviene all'Assemblea che approva il bilancio.

L'elaborazione della politica di remunerazione è il risultato di un percorso che si svolge durante tutto l'anno e si autoalimenta con l'acquisizione di progressive informazioni e confronti con l'esterno, mantenendo, strada facendo, il Consiglio di Amministrazione nel suo complesso aggiornato sull'evoluzione dell'istruttoria.

Le buone pratiche viste dai board members

"Il Comitato Remunerazione dovrebbe monitorare i KPI strategici inclusi nella politica di remunerazione su base trimestrale, attraverso una dashboard di indicatori chiave in modo da capirne l'evoluzione e l'impatto".

A grandi linee, nel trimestre della nomina e in quello successivo, la priorità del Comitato è la comprensione del contesto e delle regole di riferimento. Ogni società quotata italiana, pur nell'ambito della cornice del Codice di Corporate Governance, adotta regolamenti e prassi che riflettono le sue peculiarità. La politica di remunerazione, funzionale ai suoi obiettivi di allineamento tra manager e stakeholder, e motivazionali per il management più talentuoso, pone le sue radici nella storia dell'azienda, nel suo mercato, nelle sue ambizioni e nel capitale umano necessario per perseguirle. È quindi fondamentale che tra i primi passi del RemCo ci sia l'analisi del piano strategico, per comprenderne le variabili chiave e le sfide più difficili, l'interazione tra impegni finanziari, sforzi commerciali e operativi, requisiti tecnologici e visione sulla sostenibilità del business nel medio-lungo periodo. Il passo successivo sarà la comprensione degli elementi costitutivi della politica di remunerazione in essere, avendo cura di capire il gergo, gli acronimi e i meccanismi sottostanti la struttura complessiva di incentivazione.

Infine, la lettura dei risultati assembleari ed i commenti degli azionisti, inclusi i report finanziari emessi dopo le assemblee, aiutano il Comitato ad avere una prima comprensione della percezione esterna e programmare le azioni successive.

Dopo la prima fase introduttiva, negli ultimi mesi dell'anno (ottobre-dicembre) l'istruttoria del Comitato si apre verso l'esterno attraverso informazioni che vengono dalle analisi dei *peer* di riferimento (concorrenti o aziende che lavorano in contesti simili) e dal dialogo con gli azionisti (istituzionali e non). Il campione utilizzato per il confronto influenza molto le conclusioni sulle posizioni prevalenti nello stesso settore e spesso mostra la grande diversità di posizioni che vengono prese sulle remunerazioni del top management, e del CEO in particolare. L'analisi critica del Comitato dovrà focalizzarsi nella scelta delle società da includere e nella comprensione dei divari tra di loro. L'inclusione di società estere più vicine alla realtà industriale di riferimento può aggiungere valore nel comprendere quali variabili sia opportuno tenere in considerazione. In ogni caso, il benchmarking servirà solo come riferimento e non si tradurrà in semplice adozione di modelli disegnati per altri. Più articolato e ricco di spunti è il confronto con gli stakeholder: l'azionista di riferimento (quando presente) e il mercato. Quando parlare, con chi, con quale finalità e i temi principali da affrontare nel corso dell'engagement con gli azionisti è un tema che richiede molta attenzione e verrà affrontato in dettaglio nei paragrafi 2 e 3 di questa guida.

Le buone pratiche viste dai board members
"Quando si scelgono i peers per il benchmarking bisogna essere molto selettivi e aprirsi a livello internazionale, considerando settori adiacenti con simili sfide."

Entrando nel vivo dell'attività del Comitato Remunerazioni, un momento fondamentale è la consuntivazione degli obiettivi inclusi nella politica dell'anno precedente. Spesso gli obiettivi sono molteplici e la struttura di remunerazione articolata, mentre possono intervenire "aggiustamenti" dei parametri a seguito di eventi straordinari. Questo è il momento per il Comitato per fare riflessioni sulla chiarezza della attuale struttura delle remunerazioni e sull'adeguatezza degli obiettivi: sono coerenti con il piano strategico, sono facilmente misurabili, sono sfidanti per il management? Particolare riguardo in questa fase può essere dedicato ai parametri ESG, più recentemente inclusi negli incentivi e quindi meno consolidati.

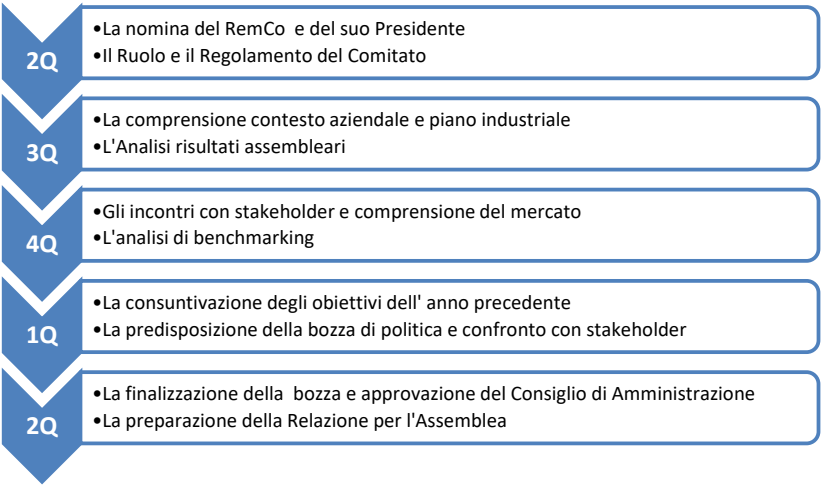
A valle delle analisi e delle considerazioni, dei confronti con il mercato e gli azionisti, il Comitato valuterà le proposte del management e le integrerà con le proprie raccomandazioni. Prima di finalizzare la bozza di Politica, saranno necessari ulteriori confronti con gli stakeholder e poi la discussione e l'allineamento con il Consiglio di Amministrazione.

Le buone pratiche viste dai board members

"Il Comitato Remunerazione dovrebbe monitorare la capacità della propria politica di remunerazione di attraction & retention di talenti".

Prima e dopo l'assemblea, il confronto con il mercato è essenziale. Per questo anche dopo l'approvazione in Assemblea della politica di remunerazione il lavoro per il Comitato continua: si raccolgono i feedback e si prosegue nel secondo anno di mandato per un continuo adattamento delle politiche di remunerazione e delle loro prassi interne, seguendo lo stesso ritmo: è un processo in cui vengono incorporate le lezioni apprese nel confronto con gli stakeholder e nei feedback interni, vengono introdotti nuovi elementi che emergono perché le variabili macroeconomiche e industriali si modificano e si rendono necessarie nuove considerazioni.

La tabella sottostante rappresenta in modo semplificato il calendario con le priorità del Comitato nei diversi momenti dell'anno.



Nei paragrafi successivi si analizzano alcuni momenti particolari dell'agenda del Comitato, da cui emergono punti di attenzione, domande chiave da porsi e suggerimenti su quali aspetti critici considerare nello sviluppo di una solida politica di remunerazione.

IL GLOSSARIO DEL COMITATO REMUNERAZIONI

Remunerazione Fissa **RAL:** Retribuzione Annua Lorda legata al rapporto di lavoro/ **Emolumento fisso** degli amministratori investiti di particolari cariche
Remunerazione Variabile di Breve Termine **MBO** Management by Objectives **/ STI** Short Term Incentives
Remunerazione Variabile di Lungo Termine **LTI** Long Term Incentives - bonus pluriennale
KPI Key Performance Indicators, gli indicatori di performance
Scorecard, il cruscotto degli indicatori e loro peso percentuale
Il Gate, condizioni di ingresso
Cap, limite al valore massimo che i sistemi di incentivazione variabile possono raggiungere, ossia il tetto massimo alla remunerazione totale (somma di retribuzione fissa, variabile a breve e lungo termine)
I Fringe benefit, forme di compensi in beni e servizi forniti a singoli dipendenti
Welfare aziendale, insieme dei benefici non monetari destinati a tutti i dipendenti o categorie omogenee
La Severance, indennità che viene pagata alla fine del rapporto di lavoro. In Italia, include il **TFR**(Trattamento di Fine Rapporto) ed eventualmente altri accordi
Il Parachute(o golden parachute), compenso significativo che viene corrisposto in caso di cessazione anticipata del mandato esecutivo, in principio legato al cambio del controllo
Le Claw-back, clausole che prevedono la possibile restituzione di compensi già erogati nella parte variabile in caso si manifestino situazioni di malcondotta o frode, tipicamente legate a restatement dei conti
Gli Strumenti del Piano di incentivazione azionaria, diverse modalità di pagamento degli incentivi per alcune categorie di dipendenti basate sulle azioni (ad esempio: Stock option, Performance share, Restricted share, RSU)
Vesting period,periodo di tempo durante il quale il beneficiario di un piano di incentivazione a lungo termine matura gradualmente il diritto a ricevere la propria quota
Holding / Lock up period, periodo di tempo durante il quale il beneficiario non può cedere le azioni ricevute
Azionariato diffuso, programma aziendale che consente ad un ampio gruppo o alla totalità dei dipendenti di acquisire azioni a prezzi vantaggiosi
Il Gender Pay Gap, la differenza media tra i salari percepiti da uomini donne in percentuale
Il CEO Pay Ratio, il rapporto tra il compenso del CEOe la retribuzione mediana dei lavoratori della stessa azienda
Il Pay for performance, la percentuale di compenso variabile promessa come opportunità in funzione della performance

2. La relazione con il mercato: gli Investitori Istituzionali e i Proxy Advisor

2.1 Chi sono gli attori e come lavorano

Negli ultimi anni si è assistito ad un aumento della propensione al voto da parte degli investitori istituzionali sia in Europa che in Italia, dove si è registrata una crescita del quorum medio pari a +7% nel periodo 2018-2023. Parimenti si è verificata una contemporanea riduzione del divario tra la quota media di capitale riconducibile agli azionisti strategici e quella relativa alle minoranze azionarie (nel 2023 pari a 1,35p.p. dai 10,42p.p. nel 2018).

Ciò è dovuto principalmente a due fattori: in primo luogo, il mercato pone una sempre maggiore attenzione alle pratiche di corporate governance delle società, in virtù della loro rilevanza nel processo di creazione di valore sostenibile ed a lungo termine. In secondo luogo, è aumentata la pressione sugli investitori istituzionali, anche attraverso interventi normativi, affinché esercitino efficacemente le loro responsabilità di stewardship, in particolare impegnandosi attivamente a collaborare con le società in cui investono attraverso l'engagement e la partecipazione in assemblea.

In questo contesto assumono particolare rilevanza i Proxy Advisor, società specializzate nell'analisi della documentazione assembleare pubblicata dagli emittenti al fine di fornire consulenza di voto agli investitori. Attraverso le raccomandazioni di voto, il Proxy Advisor fornisce un giudizio di coerenza tra la propria politica di voto e/o quella dell'investitore e i singoli punti all'ordine del giorno dell'assemblea degli azionisti.

Gli investitori istituzionali ricorrono ai Proxy Advisor per diverse ragioni: le raccomandazioni di voto e le analisi svolte sono utilizzate come fonte di sintesi delle informazioni, in alternativa alla corposa documentazione pubblicata dalla società e servono come input per il processo di analisi interna ai team degli investitori. Questi ultimi utilizzano infatti tali informazioni per ottenere una informativa standardizzata dei diversi punti all'ordine del giorno, consentendo di ottimizzare le proprie risorse nelle ristrette tempistiche tra la pubblicazione della documentazione assembleare e l'assemblea stessa.

Lo scopo dei Proxy Advisor è dunque quello di facilitare agli investitori istituzionali l'esercizio del voto in modo tempestivo e informato. Senza i servizi di un Proxy Advisor, gli investitori istituzionali sarebbero costretti a costruire complessi sistemi e processi interni per adattarsi alle esigenze dei singoli mercati in cui investono. In sintesi, poiché gli investitori istituzionali e i gestori attivi detengono nei propri portafogli un gran numero di partecipazioni in società quotate e non hanno un numero di analisti sufficienti a poter analizzare tutte le delibere sottoposte al voto dalle società investite, i proxy advisors rappresentano uno strumento fondamentale per il corretto e continuo esercizio dei diritti amministrativi.

I principali Proxy Advisor in Italia sono sostanzialmente due: ISS e Glass Lewis.

ISS. Institutional Shareholder Services è il più grande proxy advisor al mondo, fondato nel 1985 ad oggi conta circa 3400 clienti e l'azionista di maggioranza è Deutsche Börse Group. Glass Lewis, con gli attuali 1300 clienti, rappresenta il secondo proxy advisor per numero di clienti ed i suoi principali azionisti sono Peloton Capital Management e Stephen Smith.

Attraverso un'analisi svolta da Georgeson su un campione di 30 investitori istituzionali (compresi, tra gli altri, Blackrock, Vanguard, Amundi e Legal&General), complessivamente rappresentativi di circa €44 trilioni di AUM, emerge che l'87% circa degli investitori utilizza i servizi di ISS e il 53% quelli di Glass Lewis.

Se da una parte la presenza dei Proxy Advisor garantisce che i dipartimenti di stewardship degli investitori istituzionali abbiano uno screening preliminare, attraverso le raccomandazioni di voto, su come esercitare i diritti nelle società investite, tale strumento ha aperto un dibattito sull'impatto effettivo delle raccomandazioni nelle attività e risultati delle società quotate.

A tal proposito nello studio già menzionato si è tentato di verificare il livello effettivo di allineamento tra raccomandazioni dei principali proxy advisors, ISS e Glass Lewis, ed il voto espresso da 30 investitori istituzionali nelle assemblee annuali 2023 delle società quotate nell'indice FTSE MIB. Con particolare riferimento alle delibere di remunerazione, emerge un significativo allineamento tra le raccomandazioni dei proxy advisors ed il voto espresso dagli investitori.

Un allineamento maggiore è emerso con riferimento ad altre delibere maggiormente routinarie, ad esempio l'approvazione del bilancio o della distribuzione del dividendo.

Come di immediata percezione il livello di allineamento risulta minore sulla politica di remunerazione in quanto rispetto alle altre due categorie di delibere, il voto sulla politica di remunerazione presenta maggiore complessità ed impatto.

Se quindi troviamo un discreto grado di allineamento tra raccomandazione dei proxy advisor e voto degli investitori, ciò è in parte dovuto ad una simmetria tra i criteri di valutazione dei due soggetti. Pur non volendo sostenere che i grandi fondi seguano in modo pedissequo le raccomandazioni dei proxy advisors effettuando una sorta di robot-voting, è indubbio che, per le ragioni citate in precedenza, i dipartimenti di stewardship utilizzano i report dei proxy advisor, almeno a fini consultivi, per lo svolgimento delle loro analisi interne. Pertanto, lo strumento più efficace affinché i fondi siano portati ad assumere una decisione diversa da quella "raccomandata" dai proxy advisors è l'engagement diretto con gli investitori, attraverso il quale un emittente può spiegare le proprie peculiarità e le ragioni alla base di una determinata scelta.

Gli investitori istituzionali sono generalmente dotati di politiche di voto autonome, talvolta rese pubbliche sui loro siti web, che definiscono quali sono i criteri attraverso cui valutare l'adeguatezza delle proposte delle società nelle quali investono. Ciò rende il processo di definizione dell'orientamento di voto più veloce ed efficace e fornisce alle società la possibilità di conoscere in anticipo gli elementi necessari ad ottenere il supporto della loro base azionaria.

Secondo uno schema generico, il processo che porta alla decisione di voto è il seguente:

a) Il dipartimento di stewardship interno all'investitore istituzionale analizza l'aderenza delle proposte della società alla politica di voto prestabilita. Nel determinare quale sia il miglior orientamento di voto da seguire per ogni delibera, il team tiene in considerazione sia i risultati di tale analisi, che tutti i documenti a sua disposizione (pubblici e non), le raccomandazioni di voto di uno o più proxy advisor e le informazioni ottenute tramite gli incontri di engagement.

b) Nel caso in cui la proposta dell'emittente e l'intenzione di voto siano pienamente allineati alla politica di voto dell'investitore, non ci siano conflitti di interessi, né altre situazioni particolari che richiedano un'ulteriore analisi, i risultati delle attività del team di stewardship sono trasmessi ad un Comitato interno all'investitore che ha la funzione di rivedere gli stessi, avendo anche riguardo all'opinione del portfolio manager, al fine di decidere come effettivamente votare le delibere dell'assemblea in questione.

c) Nel caso in cui, invece, la delibera non sia tra le fattispecie contemplate nella politica di voto il team che la sta analizzando collabora con il Comitato citato in precedenza e con eventuali altre funzioni (come quella di sostenibilità), al fine di definire il miglior orientamento di voto da seguire alla luce degli interessi ed obiettivi dell'investitore.

d) È possibile, infine, che le analisi condotte dal team di stewardship portino ad un orientamento di voto che differisce da quello che si otterrebbe applicando pienamente la politica di voto. Si tratta di situazioni, come citate in precedenza, in cui il voto suggerito al Comitato deroga alla politica di voto dell'investitore e/o alle raccomandazioni dei proxy advisor, secondo un processo cosiddetto di "*override*", originato da un eventuale *rebuttal letter*, incontri di engagement o altre comunicazioni dell'emittente.

Proprio in virtù di quanto descritto, è generalmente opportuno e sennonché necessario nelle situazioni di eccezione che le società adottino un atteggiamento proattivo per spiegare agli investitori istituzionali le ragioni alla base delle loro proposte e come queste siano allineate agli interessi di tutti i loro azionisti, anche se si discostano dalle best practice. Le proposte del management, infatti, sono valutate dagli investitori attraverso la lente delle politiche di voto, ma comunque adottando un approccio case-by-case e quindi non applicando le stesse in maniera cieca ed indistinta ma guardando anche alle specificità delle singole società, agli esiti degli incontri di engagement svolti ed alle raccomandazioni di voto ricevute.

Le buone pratiche viste dai board members

"Una politica chiara e trasparente ha portato a ricevere un forte consenso fondato sulla comprensione in dettaglio della strategia. Questo sia da parte dei finanziatori che dei dipendenti e clienti".

Nel processo di *override*, generalmente, il portfolio manager o un membro del dipartimento di stewardship può proporre, in virtù delle sue analisi, di non seguire la politica di voto o una raccomandazione di un proxy advisor. In questi casi, il Comitato responsabile per la decisione finale del voto esamina preliminarmente l'esistenza di un conflitto di interessi tra l'investitore stesso o i suoi dipendenti e la società ed i clienti del fondo. In assenza di un conflitto sostanziale, la proposta di deviazione sarà esaminata congiuntamente tra il proponente, il Comitato ed eventualmente da altre funzioni interessate dalla procedura dello specifico investitore, col fine ultimo di determinare l'orientamento di voto più idoneo per la proposta dell'emittente. In questi casi è molto utile all'investitore avere una dichiarazione dell'emittente a supporto delle proposte.

Difatti, l'efficacia di un processo di engagement volto a spingere gli investitori verso una "deviazione" dalla raccomandazione di voto del proxy advisor di riferimento è confermata da diversi casi in cui a fronte di una raccomandazione negativa, le società hanno svolto un massiccio engagement ed ottenuto comunque risultati significativi. Inoltre, alcuni investitori forniscono il razionale dei voti espressi nelle assemblee delle società partecipate dando evidenza di tale deviazione. Un esempio è T. Rowe Price che per la proposta di una società italiana nel 2023 riporta: "*Following engagement it is clear that, while there are some non-standard practices, the company has tried to bring the remuneration policy more in line with investor expectations and improve disclosure over the last two years*".

2.2 Quando parlare con il mercato

L'engagement con investitori e proxy advisors si articola sostanzialmente in due periodi: Engagement off-season ed Engagement on-season

Engagement off-season

La prima forma di engagement si svolge tipicamente al di fuori della stagione assembleare e rappresenta lo strumento più efficace per un dialogo a 360 gradi tra l'emittente e i proxy advisors ed investitori al fine di chiarire le peculiarità della società. L'engagement off-season rappresenta pertanto lo strumento

Le buone pratiche viste dai board members

"Per una società quotata, e ancor di più se a proprietà diffusa, l'engagement con gli investitori offre un importante stimolo al miglioramento della politica retributiva".

più efficace per consolidare il rapporto di fiducia tra emittente, la propria base azionaria e più in generale il mercato e per spiegare, con riferimento anche agli aspetti di remunerazione, eventuali tipicità o esigenze specifiche dell'emittente che differiscono dalle best practice, per ricevere feedback sul razionale dei voti contrari ricevuti nella precedente stagione, specie sulle delibere di remunerazione. Tale forma di engagement rappresenta inoltre una pratica fortemente suggerita per le emittenti che nella precedente assemblea degli azionisti hanno ricevuto un dissenso superiore al 25% delle minoranze azionarie, poiché il mercato si aspetta che al di sopra di tale soglia di dissenso venga data disclosure nella Relazione sulla remunerazione della consapevolezza della società sul razionale dei voti contrari e sulle decisioni assunte per mitigare il dissenso. Infine, l'engagement off-season rappresenta uno strumento per ricevere feedback dal mercato su specifichi argomenti che i comitati remunerazione o le strutture stanno vagliando.

L'attività di engagement **off-season** si svolge molto prima dell'assemblea vera e propria, in una fase antecedente all'approvazione della versione finale della documentazione assembleare ed in un'ottica esplorativa, come precedentemente descritta. È importante specificare che l'engagement con i proxy advisor viene generalmente svolto nei primi mesi dell'anno; infatti, il periodo in cui è possibile organizzare un incontro con essi termina intorno alla fine di febbraio (con la cosiddetta "cut-off date"). Tuttavia, i proxy advisor sono solitamente disponibili a tenere incontri di engagement anche dopo la chiusura di questo periodo, in caso di situazioni di particolare interesse o complessità o nel caso di assemblee successive al periodo centrale della stagione assembleare; con Glass Lewis, secondo le loro politiche interne, non è comunque possibile svolgere attività di engagement dopo la pubblicazione della documentazione da parte dell'emittente.

Engagement on-season

L'engagement on-season è invece strettamente connesso alle dinamiche assembleari e finalizzato a raggiungere il massimo livello di approvazione di una delibera assembleare. In questa forma di engagement rientra anche il dialogo posto in essere dall'emittente a seguito della pubblicazione della raccomandazione di voto dei proxy advisor, le cui tempistiche sono dettagliate nel calendario sottostante, con l'obiettivo di ridurre il dissenso assembleare nel caso di raccomandazione di voto contraria, attraverso il dialogo diretto con gli investitori.

Secondo la normativa attualmente vigente, le società devono pubblicare l'avviso di convocazione e le relazioni illustrative per ciascun punto in agenda almeno 30 giorni prima dell'assemblea, mentre il limite massimo per la pubblicazione della restante documentazione è 21 giorni. Tuttavia, la pratica maggiormente diffusa dalle società appartenenti all'indice FTSE MIB prevede la pubblicazione della documentazione tra i 30 ed i 45 giorni prima dell'adunanza. La pubblicazione della documentazione 30 giorni prima dell'assemblea consente agli emittenti di poter accedere al draft della raccomandazione di voto di ISS e l'IDR di Glass LewisA valle della pubblicazione della documentazione assembleare (sia in lingua italiana che inglese), alle società vengono concesse 24/48 ore per esaminare le bozze di raccomandazione di voto dei Proxy advisor, prima della loro effettiva pubblicazione sulle piattaforme, al fine di evidenziare eventuali errori e omissioni. Si tratta di un processo di verifica dei dati alla base delle analisi dei proxy advisor e quindi di tipo fattuale, senza entrare nel merito delle analisi stesse e men che meno delle raccomandazioni di voto eventualmente anticipate.

Al fine di poter sfruttare tale opportunità, le società devono richiedere la trasmissione della bozza di raccomandazione a seguito della pubblicazione di tutta la documentazione assembleare, compresi quindi il bilancio e tutte le relazioni necessarie, che deve essere effettuata necessariamente entro i 30 giorni dalla data dell'assemblea. Inoltre, i proxy advisor non offrono la possibilità di rivedere le bozze di raccomandazione nel caso di assemblee con questioni particolarmente controverse, come ad esempio fusioni, acquisizioni, proxy fight, ecc. Il programma di revisione segue le stesse tempistiche sia con riferimento ad ISS che a Glass Lewis anche se vi sono delle differenze.

Nel caso di ISS, viene sottoposta alla revisione della società la bozza dell'intero "proxy paper", contenente sia i dati estratti dalla documentazione pubblica che le analisi effettuate e le raccomandazioni che saranno espresse dal proxy advisor (al netto di modifiche a seguito di eventuali segnalazioni della società). Per quanto riguarda Glass Lewis invece, il programma di revisione prevede la trasmissione all'emittente del cosiddetto "Issuer Data Report" (o IDR) che non contiene l'analisi o le raccomandazioni di voto di Glass Lewis, ma i dati sottostanti alle stesse.

La pubblicazione della versione finale delle raccomandazioni di voto dei proxy advisor avviene generalmente tra 15 e 18 giorni prima dell'evento assembleare. Nel caso di raccomandazione contraria di voto, alle società rimane poco più di una settimana per l'eventuale redazione e trasmissione di una *rebuttal letter* e lo svolgimento di attività di engagement di recupero. È quindi evidente come sia opportuno anticipare tale fase esplicativa durante una preliminare fase di engagement off-season.
Si ricorda che per esigenze tecniche legate all'elaborazione e trasmissione delle intenzioni di voto da parte delle piattaforme di voto, la maggior parte delle deleghe, e quindi anche delle istruzioni di voto, vengono rilasciate circa 5/7 giorni prima dell'assemblea, mentre la quasi totalità dei depositi si ha entro 3/4 giorni prima della stessa. Questo significa che i tempi disponibili per tutte le attività da svolgere dopo la pubblicazione della documentazione sono ancora più ristrette, sia per la società che per investitori e Proxy Advisor.

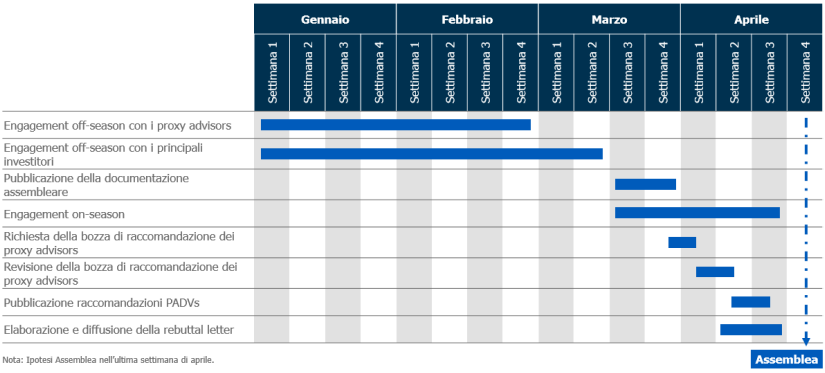
Come anticipato, a seguito di tale processo e della pubblicazione delle raccomandazioni di voto, in caso queste siano negative le società possono scegliere di redigere e trasmettere ai propri investitori una *rebuttal letter*, nell'ambito di un engagement on-season.

Una *rebuttal letter* è una lettera scritta dalla società per rispondere alle critiche sollevate nella raccomandazione di voto di un Proxy Advisor. Questa lettera viene inviata agli azionisti dell'emittente, sottoscrittori dei servizi del Proxy Advisor, per fornire una diversa visione delle scelte della società e per giustificare le stesse o per evidenziare degli errori di valutazione che secondo la società sono stati commessi nel processo di analisi del proxy advisor. La lettera è utilizzata anche per sottolineare come le pratiche della società, anche se differenti dalle best practice, sono allineate agli interessi della propria base azionaria. Inoltre, la lettera può essere utilizzata anche per fornire informazioni aggiuntive sui piani e obiettivi della società.

Attraverso l'utilizzo di questo strumento l'emittente si rivolge al mercato per proporre una diversa visione delle tematiche esposte nel proxy paper. È importante sottolineare infine che il mercato in genere apprezza la trasmissione di una *rebuttal letter* in quanto fornisce agli investitori materiale aggiuntivo su cui basare il proprio orientamento di voto.

Generalmente la lettera si conclude con un'apertura della società ad un successivo dialogo diretto con i propri azionisti in caso questi ritengano necessario un incontro per discutere ulteriormente le scelte della società ed ottenere informazioni aggiuntive.

La tabella sottostante riporta le tempistiche generalmente adottate per le fasi del processo di engagement che vanno dall'elaborazione della documentazione assembleare, ed in particolare della Relazione sulla remunerazione, all'engagement off-season, alla revisione e pubblicazione delle raccomandazioni di voto e quindi all'engagement on-season.



2.3 I temi da affrontare nel corso dell'engagement

Come già menzionato, le attività di stewardship degli investitori istituzionali si concretizzano nel momento cruciale dell'assemblea degli azionisti attraverso l'esercizio del diritto di voto.In modo analogo, l'attività di consulenza dei Proxy Advisor si perfeziona con l'emissione di raccomandazioni di voto volte a consigliare un determinato orientamento assembleare agli investitori istituzionali. L'assunzione di tali decisioni da parte dei soggetti menzionati si basa principalmente sulla valutazione di due tipi di variabili:

a) La rispondenza delle pratiche dell'emittente rispetto alle politiche di voto dello specifico investitore o Proxy Advisor;

b) Gli esiti dell'engagement fra l'emittente e lo specifico investitore o Proxy Advisor, che ha l'obiettivo, inter alia, anche di spiegare a questi ultimi le motivazioni di un eventuale disallineamento rispetto alle migliori pratiche di mercato e agli standard di corporate governance.

Con riguardo al primo punto, le linee guida di voto di investitori e Proxy Advisor si concentrano sui temi oggetto delle deliberazioni assembleari (in vista dell'espressione del voto nel caso dei primi, e di raccomandazioni di voto nel caso dei secondi) e, tipicamente, hanno ad oggetto le seguenti aree d'analisi:

- Consiglio di Amministrazione e Comitati endoconsiliari
- Remunerazione del Consiglio di Amministrazione e degli executives
- Capitale sociale e diritti degli azionisti
- Aspetti di natura ESG
- Delibere routinarie (approvazione del bilancio, destinazione del risultato d'esercizio, nomina del revisore, ecc.)

Per quanto concerne l'engagement, che tale attività venga svolta on-season oppure off-season, il nucleo dei temi rilevanti ruota in ogni caso attorno alla conformità delle prassi societarie rispetto alle politiche di voto e, dunque, agli aspetti su cui queste ultime si focalizzano. Nel corso dell'engagement, in particolare, l'obiettivo di un investitore o di un proxy advisor sarà quello di investigare le motivazioni che si celano dietro una determinata scelta societaria, tentando, ad esempio, di giustificare l'eventuale difformità rispetto alle pratiche di società comparabili (in termini di attività, dimensione, ecc.) o ai principi raccomandati dal Codice di Corporate Governance.

Per i temi che più di frequente sono oggetto delle interazioni fra mercato ed emittenti, proxy advisor ed investitori sono tipicamente interessati ai seguenti aspetti:

1) La Remunerazione del CEO

- Le eventuali novità della politica di remunerazione rispetto alla precedente versione, e quali sono le motivazioni che hanno spinto all'implementazione delle modifiche;
- Le ragioni che hanno portato ad un'eventuale decisione di aumento del salario fisso del CEO, quali ad esempio una nuova attività di benchmarking rispetto ai peers o l'ampliamento del perimetro di responsabilità dell'executive, con focus particolare sull'eventuale esistenza di iniziative di salary review anche a favore della generalità dei dipendenti;

- L'eventuale cambiamento delle metriche che compongono la scorecard dei piani di incentivazione, o della distribuzione del peso assegnato alle metriche stesse, con focus particolare sui razionali che hanno portato alle eventuali modifiche proposte;

Le buone pratiche viste dai board members
"La relazione tra gli stimoli del board e le competenze e il mindset del management è fondamentale. Il board verifica che le metriche siano direttamente legate al business e fa attenzione che non ci siano scostamenti tra Piano strategico e piano di creazione di valore sostenibile."

- L'intenzione della società di fornire all'interno della nuova relazione sulla remunerazione la disclosure ex-ante o ex-post (I o II Sezione) dei target di performance delle metriche dei piani di incentivazione;
- L'intenzione della società di introdurre pratiche finalizzate all'incentivazione di performance finanziarie sostenibili nel lungo periodo, quali ad esempio l'introduzione di un *holding / lock-up period* sulle azioni maturate dai piani di incentivazione, o di linee guida sul possesso azionario che obbligano il CEO a mantenere in portafoglio un determinato numero di azioni fino alla scadenza del proprio mandato;
- In caso di interventi discrezionali del Consiglio di Amministrazione finalizzati a modificare ex-post (II Sezione) la struttura dei piani di incentivazione o di erogare bonus straordinari, le motivazioni che hanno portato il Board a prendere tale provvedimento e i fattori che hanno condotto a ritenere appropriata la soluzione deliberata;
- Qualora la società includa metriche ESG nei piani di incentivazione, la materialità di queste ultime rispetto alla strategia aziendale, la coerenza delle stesse rispetto agli obiettivi dichiarati nel piano di sostenibilità, il loro collegamento con la performance operativa di lungo termine e con il rendimento per gli investitori, le modalità attraverso cui si è valutato l'orizzonte temporale legato alla metrica selezionata e che hanno portato ad includere quest'ultima nel piano di incentivazione di breve / lungo termine;

- Qualora la società non includa metriche ESG nei piani di incentivazione, le modalità alternative attraverso cui si assicura che il management sia incentivato al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità.

2) Gli aspetti di natura ESG

- La selezione di KPI ESG che siano coerenti con i requisiti della Direttiva CSRD (in particolare in relazione alla adeguata *assurance* e alla presenza di processi di controllo interno) e con gli standard internazionali applicabili (ESRS - European Sustainability Reporting Standards - per le società europee)

- Lo status della roadmap verso gli obiettivi *net zero* che la società ha eventualmente fissato, l'eventuale intenzione di modificare alcuni target e le motivazioni che si celano dietro tale scelta (l'eccessiva ambiziosità dei target precedenti, eventi contingenti che hanno portato a ripensare il percorso di transizione, scelte strategiche ecc.);

- Le modalità attraverso le quali la società si assicura che i target fissati siano ben strutturati, ambiziosi e, ove appropriato, validati da terze parti indipendenti;

- L'eventuale validazione degli obiettivi di riduzione delle emissioni da parte della Science-based Targets Initiative (SBTI), le ragioni per le quali essi non siano stati eventualmente validati, e l'intenzione della società di procedere alla validazione, con spiegazione degli eventuali motivi per i quali l'emittente non è intenzionata ad iniziare il processo di certificazione dei target;

Le buone pratiche viste dai board members

"Il comitato sostenibilità sollecita il management rispetto alla gestione dei temi ESG, fino a verificare la bontà delle informazioni, la loro genesi e la loro integrazione nel piano industriale. Molto importante anche il ruolo del collegio sindacale nel verificare la qualità del dato e del processo che lo genera. È un'attività fondamentale, anche in funzione delle responsabilità degli organi sociali".

- Le ragioni per le quali la società eventualmente non ha pubblicato il proprio livello di emissioni Scope 3 o non ha fissato un obiettivo di riduzione per tale categoria di emissioni, e l'intenzione dell'emittente, nel futuro prossimo, di dichiarare le proprie emissioni Scope 3 e fissare dei relativi target di riduzione;

- Guardando alla matrice di materialità pubblicata dall'emittente, le modalità attraverso le quali il Consiglio di Amministrazione determina la materialità dei rischi rispetto al rendimento per gli investitori di lungo termine, e in generale informazioni di dettaglio riguardo il processo dell'analisi di materialità;
- Le modalità attraverso cui il Consiglio di Amministrazione monitora la gestione del capitale umano, in termini di tipologia e frequenza dell'informativa condivisa con il Board, e in che modo il CdA stesso identifica, mitiga e previene i potenziali rischi con riguardo ai diritti umani;
- Le procedure attraverso i quali la società riceve i feedback della forza lavoro su specifiche aree di miglioramento, e le modalità tramite cui il management valuta l'efficacia delle proprie politiche di gestione del capitale umano;
- I programmi di training attraverso cui la società garantisce ai propri dipendenti di sviluppare le proprie skills ed avere opportunità di avanzamento di carriera.

Nel caso di un engagement on season, lo step successivo all'interazione con l'emittente consiste nella sistemazione, da parte di ProxyAdvisor ed investitori, delle informazioni recepite durante l'engagement e attraverso la documentazione assembleare, e nella valutazione dell'allineamento delle pratiche societarie rispetto alle proprie politiche di voto ai fini dell'espressione del voto / della raccomandazione di voto. Con riguardo ai temi di remunerazione, ad esempio, le principali variabili analizzate saranno le seguenti:

a) I Proxy Advisor

• Disclosure puntuale della relazione sulla remunerazione;

• Disclosure puntuale di tutti gli elementi del pacchetto retributivo;

• Remunerazione non eccessiva rispetto alle pratiche di mercato e dei peers;

• Clausola di deroga che definisce chiaramente le possibili deroghe e gli elementi della remunerazione passibili di deroga;

• Indennità di fine rapporto non superiori alle 24 mensilità di remunerazione fissa e variabile di breve termine;

• Disclosure del valore del salario fisso;

• Validi e dettagliati razionali a supporto di eventuali aumenti del salario fisso o della pay opportunity legata alla remunerazione variabile di breve e di lungo termine;
• Tetto massimo alla remunerazione variabile di breve e di lungo termine;
• Metriche dei piani di incentivazione chiare e misurabili;
• Parziale differimento nel pagamento degli incentivi variabili;
• Assenza di bonus discrezionali;
• Presenza di linee guida sul possesso azionario;
• Piani di incentivazione di lungo termine con ragionevoli livelli di dilution, adeguati periodi di vesting e di misurazione della performance, e che non consentano la maturazione integrale del premio in caso di uscita dell'executive in corso di vesting period;
• Disclosure dei target di performance delle metriche dei piani di incentivazione e dei corrispondenti livelli di raggiungimento dell'obiettivo, così da permettere la valutazione dell'allineamento pay-for-performance;
• Disclosure del CEO pay ratio, o quanto meno dei dati necessari al calcolo;
• Adozione di adeguate misure volte a mitigare il dissenso manifestato dagli azionisti.

Le buone pratiche viste dai board members
"È importante che tutti i dipendenti sappiano i loro obiettivi e come sono misurati. Quando la cultura aziendale è molto orientata al risultato (pay for performance), una volta fissati gli obiettivi (finanziari o di sostenibilità), il management ha sempre dimostrato una grande capacità di perseguirli e reagire alle dinamiche di mercato."

b) Investitori
• Allineamento pay-for-performance;
• Remunerazione non eccessiva rispetto alle pratiche di mercato e dei peers;
• Validi e dettagliati razionali a supporto di eventuali aumenti del salario fisso;
• Tetto massimo alla remunerazione variabile di breve e di lungo termine;
• Metriche dei piani di incentivazione chiare, misurabili e rigorose;
• Periodo di performance del piano di incentivazione di lungo termine di almeno 3 anni e presenza di un holding / lock-up period al termine del periodo di performance;
• Assenza di revisione o re-testing dei target di performance delle metriche dei piani di incentivazione;

• Peer group utilizzato ai fini di benchmarking retributivo allineato alle caratteristiche della società in termini di dimensioni, mercato geografico di riferimento o di industry;
• (Eventuali) metriche ESG allineate alla strategia aziendale ed orientate alla creazione di valore per gli azionisti;
• Eccessiva discrezionalità del Consiglio di Amministrazione nella valutazione del raggiungimento degli obiettivi di performance della remunerazione variabile;
• Presenza di clausole di clawback e malus, che permettano la restituzione degli incentivi pagato, o il trattenimento degli incentivi maturati e non ancora pagati, qualora questi fossero maturati sulla base di comportamenti fraudolenti o errori nella rilevazione delle performance;
• Assenza di bonus discrezionali
• Indennità di fine rapporto non eccessive ed allineate alle pratiche di mercato;
• Presenza di linee guida sul possesso azionario;
• Adozione di adeguate misure volte a mitigare il dissenso manifestato dagli azionisti.
• Le modalità attraverso le quali la società si assicura che i target fissati siano ben strutturati, ambiziosi e, ove appropriato, validati da terze parti indipendenti;
• L'eventuale validazione degli obiettivi di riduzione delle emissioni da parte della Science-based Targets Initiative (SBTi),

L'importanza degli altri stakeholder: la matrice di materialità

Il Codice di corporate governance di Borsa italiana prevede che "L'organo di Amministrazione […] adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti" (Art. 1, Raccomandazione 3). Tuttavia, è importante per le società instaurare e mantenere un dialogo attivo anche con la generalità degli altri stakeholders in quanto essi rappresentano dei soggetti fondamentali per il successo delle attività e la realizzazione dei piani e degli obiettivi dell'emittente.

In tale contesto assume particolare rilevanza l'elaborazione di una matrice di materialità, strumento utile a dare concretezza e misurabilità alle iniziative dell'impresa in termini economici, ambientali e sociali e consentire quindi l'inclusione nel piano strategico dei fattori che risultano nel complesso più rilevanti. Al fine di ottenere risultati utili attraverso tale processo è fondamentale la qualità dell'analisi e dell'ingaggio di tutti gli stakeholder (imprese e associazioni di categoria, clienti, comunità finanziaria, istituzioni e pubbliche amministrazioni, società civile e comunità locali, media, dipendenti, fornitori e altri stakeholder rilevanti): l'attività è basata sulla valutazione e sull'identificazione di una serie di tematiche chiave che definiscono gli orientamenti operativi ed etici dell'azienda e dei suoi portatori di interesse.

Alcune delle modalità di contatto più comuni sono riportate di seguito; tuttavia, la società può prevedere ulteriori e diversi strumenti o la combinazione di diversi strumenti.

a) Dialogo diretto, ossia il metodo "classico" di engagement che prevede un meeting (online o fisico) volto ad instaurare un dialogo tra l'emittente e lo stakeholder;
b) Focus group, consistono in incontri con un gruppo ristretto di partecipanti con l'obiettivo di identificare e comprendere le percezioni degli intervenuti;
c) Interviste one-to-one, ovvero delle interviste condotte singolarmente volte a capire le preoccupazioni delle controparti ed ottenere feedback;
d) Questionari a risposta aperta, similarmente al precedente punto consistono in un'indagine condotta singolarmente ma, anziché in maniera diretta e verbale, attraverso un questionario somministrato ai singoli stakeholder. Tali questionari possono contenere le stesse domande per tutti gli intervistati, un set di domande specifiche per ognuno di essi, o una combinazione delle due;
e) Survey, in tal caso si tratta sempre di questionari somministrati singolarmente ad ogni stakeholder volti ad ottenere feedback sulle percezioni e gli interessi degli stessi, ma le domande prevedono una risposta "chiusa" o l'assegnazione di un punteggio su una predeterminata scala. A differenza del precedente punto, le survey contengono le stesse domande per tutti i soggetti intervistati in quanto finalizzate ad un'aggregazione dei risultati ed alla creazione di statistiche.

Infine, negli ultimi anni è aumentata l'influenza delle agenzie di rating ESG sulla generalità degli stakeholder delle società. Le loro valutazioni sono utilizzate sia dagli investitori istituzionali che più in genale dai mercati finanziari e dagli altri stakeholder, per determinare la credibilità e la solidità delle performance ESG della società. L'engagement con le agenzie di rating ESG può quindi aiutare le società a comprendere le aspettative di diverse tipologie di stakeholder contemporaneamente, migliorando la loro reputazione e credibilità nei loro confronti.

3. Alcune tipologie di aziende quotate

3.1 Azienda a proprietà concentrata

Con impresa a proprietà concentrata - si intende un'azienda in cui la maggioranza della proprietà appartiene a una sola persona o a un numero ristretto di soggetti e in cui i proprietari (tipicamente legati da vincoli familiari) esercitano il potere di guida e di governo, mentre una minoranza delle azioni può essere posseduta da investitori istituzionali.

L'impresa familiare, così definita, ossatura del nostro sistema economico, è una realtà estremamente importante caratterizzata da una flessibilità organizzativa e da una velocità decisionale, difficilmente rintracciabili in aziende più strutturate ma in genere caratterizzate da un processo più lento di adozione di best practice di corporate governance fra cui l'adozione di una politica di remunerazione strutturata, formalizzata e raccordata con la strategia aziendale nonché sistemi equi e trasparenti per erogare compensi e benefit adeguati ai propri collaboratori.

In un contesto economico e di mercato che richiede sempre maggiore competitività e resilienza emerge sempre più la necessità, anche per queste tipologie di aziende, di affrontare un percorso verso l'adozione di trasparenti politiche di retribuzione per attrarre e trattenere talenti e soprattutto nelle imprese in cui gli esponenti della famiglia rivestono ruoli apicali. L'adozione di un modello oggettivo con cui vengono misurate le persone a prescindere dell'appartenenza alla proprietà, favorisce lo sviluppo di un modello di leadership che deriva dalle competenze e dai risultati raggiunti. La presenza di un RemCo anche in numero crescente di imprese familiari non quotate conferma la rilevanza degli incentivi per la competitività e sostenibilità dell'impresa. Il Comitato deve trovare un equilibrio tra i desiderata dell'azionista di maggioranza/imprenditore, il mercato e il management,e porre attenzione particolare ai seguenti aspetti:

- **l top management e la sua cultura**

Nella maggioranza delle aziende a proprietà concentrata la distinzione tra il management e la proprietà è molto debole: il management è espressione della famiglia direttamente (membri della famiglia) o indirettamente, scelti dalla famiglia su base fiduciaria. In altre parole, in queste aziende vi è spesso grande difficoltà a distinguere tra le dinamiche familiari

(uguaglianza) e quelle gestionali (meritocrazia). È dimostrato vincente saper stabilire e rispettare criteri di selezione oggettivi anche per gli esponenti della famiglia per non generare frustrazione nel management non familiare e limitare l'attrattività per i talenti esterni. Questo permette peraltro di andare verso realtà organizzative sempre più aperte verso l'esterno, capaci di attirare competenze, soprattutto manageriali, fondamentali per fronteggiare le trasformazioni necessarie per generare valore. In particolare, il Consiglio di Amministrazione è un intermediario cruciale tra i proprietari e la direzione, ricordandosi che ogni azienda familiare ha una identità diversa dall'altra, è un universo che si adatta nel tempo ai cambiamenti in modo diverso in linea con la sua cultura aziendale. Una cultura preziosa che deve evolvere ma non deve essere travolta.

Le buone pratiche viste dai board members

"Una forte collaborazione tra i comitati e il management e il coinvolgimento del board nel suo complesso genera criteri condivisi, con la disponibilità dei mezzi che consentono di perseguirli". "È importante che tutti i dipendenti sappiano i loro obiettivi e come sono misurati. Quando la cultura aziendale è molto orientata al risultato (pay for performance), una volta fissati gli obiettivi (finanziari o di sostenibilità), il management ha sempre dimostrato una grande capacità di perseguirli e reagire alle dinamiche di mercato."

- **Attrarre i talenti in mercati dinamici**

Espandere l'attività ed incrementare il proprio business, anche al di fuori del mercato nazionale, sono passaggi che tutte le aziende, prima o poi, devono affrontare. Il processo di internazionalizzazione è in particolare un momento delicato, soprattutto per le aziende a proprietà concentrata, da accompagnare e sostenere con una politica di remunerazione che tenga conto del diverso mercato del lavoro, delle regolamentazioni e della concorrenza nei paesi dove la società vuole operare favorendo, allo stesso tempo, integrazione ed equità. Il "pacchetto retributivo" rappresenta infatti un elemento fondamentale per attirare e gestire in maniera efficiente il personale, anche estero. Rappresenta altresì una voce di costo da ottimizzare attraverso un giusto mix tra le componenti monetarie e quelle in natura in linea con la cultura aziendale e le esigenze emergenti del mercato del lavoro. È molto importante effettuare una verifica periodica del livello di competitività della propria politica di remunerazioni rispetto ad un panel ben identificato di società comparabili, sia nazionali che internazionali.

- **Attrarre i capitali per la crescita**

La crescita dell'azienda può anche richiedere di reperire nuove e/o addizionali risorse finanziarie necessarie per sfruttare le opportunità di crescita dimensionale. In questi casi l'azienda deve essere preparata per aprire il capitale a nuovi soci e ad includere nella governance nuovi soggetti. Una trasformazione delicata per le aziende familiari perché richiede un cambiamento di mentalità. La famiglia controllante dovrà in molti casi sostituire i parenti con manager, delegare importanti decisioni alla responsabilità di estranei. In sintesi, accettare un modello di governance che include consiglieri e professionisti esterni alla famiglia proprietaria. In questo contesto l'adozione di pratiche di governance strutturate, con l'introduzione di amministratori indipendenti e l'adozione di una politica retributiva trasparente, non solo contribuisce a migliorare la comunicazione tra i membri della famiglia ma aiuta anche a sostenere la comprensione da parte del mercato dei capitali degli obiettivi strategici dell'impresa.

- L'equità interna: la distanza tra i ruoli aziendali: analisi della prassi

L'equità interna si riferisce al modo in cui l'azienda gestisce i differenziali retributivi tra diversi ruoli o posizioni; avere grandi differenziali su ruoli e posizioni simili fa correre il forte rischio che i dipendenti percepiscano iniquità, la quale sfocia poi in un elevato turnover causato dall'incapacità dell'azienda di trattenere il personale proprio per problemi legati al clima aziendale.

Politiche retributive trasparenti invece sono il mezzo principale attraverso il quale una impresa attrae (appeal), trattiene (retention) e motiva (engagement) i lavoratori con le caratteristiche idonee a perseguire gli scopi aziendali.

Per un'azienda familiare è più importante che in altre situazioni puntare a migliorare l'equità retributiva agendo soprattutto attraverso la trasparenza. La mancanza di trasparenza retributiva è riconosciuta infatti come uno dei principali ostacoli all'eliminazione del divario retributivo e, nel contempo, una delle principali barriere da superare nelle aziende familiari.

3.2 Società a partecipazione pubblica

La proprietà da parte di enti pubblici della società, seppure parziale come nelle imprese quotate, implica un aumento notevole della complessità nel processo decisionale a tutti i livelli. Per citarne alcuni:

a)Esterno alla società: gli azionisti spesso per assumere una decisione devono seguire un procedimento complesso, che vede l'intervento di vari organi (nel caso di specie, il Consiglio comunale, la Giunta, il Sindaco);

b)Interno: spesso anche alcune decisioni sono in qualche modo influenzate dagli equilibri esterni degli azionisti; si tratta in particolare di quelle relative alla scelta dei candidati per le varie cariche sociali, che spesso devono rispondere oltreché a criteri di competenza anche a criteri di distribuzione territoriale. Nell'ambito del CdA spesso i rappresentanti dei vari "azionisti territoriali" rischiano di subire forti pressioni dai propri referenti diretti affinché le decisioni collegiali vengano prese con un occhio di riguardo rispetto a problematiche locali; questo non significa ovviamente che tali istanze vengano prese sistematicamente in considerazione o prevalgano, ma certamente significa che vanno prese in considerazione, vagliate attentamente prima di eventualmente scartarle. È evidente come questa modalità di azione coinvolga in modo particolare tutto quanto riguarda la remunerazione dei manager apicali, e non solo.

- **La valorizzazione di competenze tecniche e manageriali**

In questo tipo di società si possono distinguere due tipologie di manager, entrambe generalmente caratterizzate da grande professionalità ma da approcci diversi:
A) Quelli scelti sulla base delle loro capacità tecniche, che dirigono l'azienda in modo estremamente tecnico ma avulso dalle questioni legate alla territorialità come sopra esplicitate.
B) Quelli scelti per le loro competenze ma soprattutto per la loro capacità di arrivare a decisioni condivise sugli aspetti tecnici preparati dai manager alle loro dirette dipendenze.
La politica di remunerazione deve essere in grado di proporsi come sintesi ed equilibrio delle diverse professionalità e le esigenze dei territori, mantenendosi su basi oggettive e verificabili, in modo da attrarre i talenti migliori per l'organizzazione.

- **Il valore per l'azionista e gli interessi del territorio**

I settori nei quali queste società operano sono spesso legati ai servizi offerti a livelli territoriali diversi, sino a giungere a quello nazionale. In generale la loro attività sarà concentrata, ma non limitata, alle aree geografiche di diretto interesse degli azionisti principali. Le dimensioni possono essere le più svariate: si passa dalla piccola utility che si occupa della raccolta e smaltimento dei rifiuti di un piccolo comune, a società multiutility che gestiscono la raccolta e distribuzione dei servizi essenziali di una o più grandi città, a grandi società concentrate su un unico servizio, tipicamente la distribuzione dell'energia, a livello nazionale e/o multinazionale. In questi ultimi casi, spesso le società sono anche quotate in borsa e quindi raccolgono risparmio sul mercato, e rispondono ad azionisti privi di interessi territoriali ma attenti allo sviluppo del business, del fatturato, degli utili e soprattutto dei dividendi. La politica di remunerazione è uno strumento per l'allineamento degli obiettivi del top management, gli interessi della collettività (inclusi i contribuenti) e gli azionisti, anche non pubblici.

- **La distribuzione delle responsabilità tra i ruoli aziendali: analisi della prassi**

Generalmente in questo tipo di società è molto importante la divisione dei poteri tra il Presidente, generalmente con il ruolo di garante degli interessi di tutti gli azionisti, e l'Amministratore Delegato, generalmente incaricato del mantenimento dell'equilibrio economico e dello sviluppo strategico del Business. Molto spesso però esistono in questo tipo di società delle forme di condivisione di alcune deleghe, legate in particolare alla strategia di sviluppo ed alla localizzazione delle scelte di allocare investimenti sia di sviluppo che di manutenzione. Perciò il ruolo dei consiglieri indipendenti può essere fondamentale, soprattutto nell'aiutare a compiere scelte equilibrate di compromesso sugli aspetti di cui sopra e sulle questioni legate alla remunerazione del management.

- **Il processo di costruzione della Relazione e l'interlocuzione con i diversi interlocutori**

Nella determinazione dei livelli di remunerazione gli stakeholder esterni di queste società, azionisti e non, sono molteplici e spesso molto attenti alle dinamiche interne all'ente, quindi bisogna riporre molta attenzione nella definizione dei cap contributivi, nella determinazione

dei rapporti tra fisso e variabile, nella individuazione dei fattori legati alla performance, nella definizione ex ante delle regole applicabili a situazioni di *good e bad leaver*. Il confronto con altri attori presenti su mercati simili o contigui potrà essere di grande aiuto, ma il lavoro di cesello del Presidente del Remco dovrà essere non soltanto tecnico e basato sulle competenze acquisite in materia sulle buone pratiche di remunerazione delle società quotate e non, ma dovrà includere anche la comprensione delle varie istanze espresse dai territori legati in qualche modo all'ente ed alle sue attività.

3.3 Il caso di un'azienda post IPO

L'azienda post IPO ha la necessità di capire le dinamiche del mercato azionario e della pluralità dei nuovi azionisti, ed allo stesso tempo è portatrice di una storia di governance dettata dalla proprietà pre-IPO: una Famiglia caratterizzata da uno più rami, un imprenditore, uno o più fondi di investimento, o una combinazione tra Famiglia, imprenditori e private equity. Alcune delle sue caratteristiche sono le seguenti:

- **gli azionisti ricoprono ruoli esecutivi**

Questo carattere favorisce una modesta cultura a formulare politiche di remunerazione strutturate: si nota una maggiore enfasi sulle persone più che sui ruoli, maggiore peso ai premi sul breve termine più che sul medio lungo periodo. In compenso per conseguenza della quotazione i manager sono legati a opportunità di premi basati su strumenti equity. Inoltre nella prima fase di quotazione si assiste ad una bassa propensione alla trasparenza sul tema della remunerazione nei rapporti con gli interlocutori esterni: analisti, proxy, mezzi di comunicazione

Le buone pratiche viste dai board members
"Il coinvolgimento nell'equity di tutto il personale, anche quello delle fabbriche, attraverso programmi articolati di vendita di azioni a tutti i dipendenti, genera inclusione e senso di appartenenza".

- **le strutture manageriali sono sottili**

I ruoli e le competenze sulla materia dell'Executive Compensation (e della Governance) come quelle di HR, General Counsel, Investor Relation, sono normalmente poco sviluppate, o mancano, perché non richieste sino alla fase dell'IPO.

- **l'equità interna è poco sviluppata**

Questa tipologia di imprese arriva alla quotazione con carenze nella determinazione dell'equità interna ed è più legata alle prassi retributive cumulate nel tempo, agli ingressi dei nuovi dirigenti e alla performance dei singoli: mancano i modelli di job evaluation, le indagini retributive sistematiche e sistemi strutturati di MBO.

- **il confronto con il mercato è meno sviluppato**

La visibilità e i processi di reclutamento di management richiedono la formulazione di una politica in confronto a mercati del lavoro comparabili e la ricerca di dati e informazioni sui quantum e sui modi retributivi offerti da imprese comparabili, *peer* identificati per settore, dimensione, tipo di strategia. Questo implica la scelta del consulente per la realizzazione del benchmark, la scelta cruciale dei peer e la disclosure di quelli selezionati. La cultura aziendale è poco abituata alla trasparenza esterna e interna. Il RemCo ha perciò un compito delicato nel coniugare la riservatezza su fatti sensibili e la richiesta crescente di trasparenza delle norme e del mercato

- **temi sensibili**

L'eredità culturale e operativa che rimane nella società dal periodo pre-IPO può includere prassi di remunerazione particolarmente difficili da spiegare agli stakeholder esterni (investitori e proxy). Tra quelli più significativi:

- La mancata disclosure ex ante sugli obiettivi manageriali (i KPI), in particolare sui livelli Target e Cap della remunerazione variabile;
- Emolumenti "eccessivi" per soggetti regolati dalle operazioni con parti correlate;
- L'utilizzo dei premi discrezionali, quali bonus per operazioni straordinarie o"welcome bonus";
- La mancata predeterminazione e comunicazione delle regole che regolano i "parachute".

4. Conclusioni: il ruolo del RemCo e le domande chiave

In un contesto di crescente complessità e di nuove aspettative da parte dei regolatori, dei clienti e degli investitori, il RemCo assume un ruolo chiave nel promuovere i comportamenti virtuosi che allineano management alla strategia del business.

In particolare, gli amministratori indipendenti forniscono una visione esterna alle dinamiche manageriali in attoe hanno accesso alle informazioni interne rilevanti.

L'istruttoria del Comitato facilita il lavoro del CdA ed è tanto più efficace quanto più si confronta con l'esterno (investitori e Proxy Advisor e analisi dei *peer*) e con l'interno: la storia della società e la prospettiva degli altri Comitati, in particolare con il Comitato Controllo e Rischi e con il Comitato preposto ai temi di sostenibilità ESG.

Il Comitato Remunerazioni nel corso dei suoi lavori si occupa di:

- valutare le proposte del management man mano che vengono elaborate - sia per quello che riguarda la struttura degli incentivi che per la scelta degli obiettivi rilevanti per la remunerazione variabile (i KPI) – intervenendo con opportuni chiarimenti e suggerimenti
- verificare l'allineamento tra politica di remunerazione e piano strategico, con la validazione dei KPI – per la loro materialità, efficacia, misurabilità e accuratezza
- assicurare un utilizzo critico e costruttivo del confronto con i *peer* (siano essi nella stessa industria o società con caratteristiche comparabili) – utilizzandolo come opportunità di conoscere pratiche diverse che devono essere però sempre contestualizzate e mai applicate in modo acritico
- valutare l'utilizzo dei piani azionari per loro natura coerenti con la creazione di valore a lungo termine
- accertare che i piani di incentivi siano chiari per i destinatari e che siano facilmente e correttamente applicati in fase di consuntivazione

- verificare l'adeguatezza dell'attività di engagement con gli azionisti e gli investitori, nel caso di società quotate, e con altri stakeholder eventualmente rilevanti
- valutare il grado di disclosure al mercato, tenendo presente il valore di una comunicazione chiara e corretta per tutti gli stakeholder, interni ed esterni.

A supporto del Comitato Remunerazioni proponiamo una lista di domande da porsi durante il percorso di formazione e finalizzazione della Politica.

LE 11 DOMANDE CHIAVE

1. Il **totale della remunerazione** (fisso + MBO + LTI * benefit) del CEO e del Top Management è stato negli ultimi anni adeguato rispetto alle dinamiche del mercato del lavoro nel settore di riferimento e quali nuove dinamiche si prevedono?
2. La **proporzione tra componente variabile e fissa** della remunerazione del CEO e del top management è coerente con la complessità delle sfide strategiche valorizzando di più la componente variabile?
3. La **struttura di remunerazione** variabile include in modo coerente meccanismi di protezione, quali il"gate", il "cap", la clawback…?
4. Per quanto riguarda il **lo STI, il** sistema di variabile annuale,gli obiettivi sono chiari e misurabili?
5. Per quanto riguarda la **componente variabile a lungo termine** (LTI), gli indicatori di performance (KPI) sono stati individuati in base alle effettive priorità strategiche e sono riflessi e monitorati nell'ambito della supervisione del piano strategico da parte del CdA?
6. I**KPI finanziari** sono stati identificati rispetto a quelli che riflettono le dinamiche tipiche del settore e del modello di business?
7. Il peso dei **fattori ESG** nella politica retributiva rispecchia la visione del business nel lungo periodo? Gli indicatori ESG sono verificati dai sistemi di controllo interno e da certificatori esterni o revisori?
8. Quali sono gli **strumenti azionari** più idonei da inserire nell'LTI del top management?
9. Gli obiettivi assegnati al top management sono coerentemente ed adeguatamente declinati al resto della **popolazione manageriale e professionale**, attraverso l'uso di scorecard secondo un processo trasparente?
10. Quale valore avrebbe per l'azienda inserire un **piano di azionariato diffuso** tra i dipendenti?
11. **La discrezionalità** in fase di **consuntivazione** viene esercitata in maniera rigorosa ed il Comitato Remunerazione riceve sufficienti spiegazioni su eventuali aggiustamenti effettuati, il loro razionale e la coerenza con gli obiettivi della Politica?

Appendice 1

Il contesto regolamentare di riferimento

L'art 2389 c.c. e l'art. 123 ter del TUF

La direttiva 2017/828/CE (c.d. SHRD II)

Il codice di Corporate Governance (e le raccomandazioni eventualmente espresse annualmente dal Comitato per la Corporate Governance

La Regolamentazione Consob sulla trasparenza e informativa per le società quotate (Regolamento Emittenti)

Gli Orientamenti ESMA

La Direttiva 2022/2464/UE (CSRD *Corporate Sustainability Reporting Directive*)

Il Decreto Legislativo n. 125 del 6 settembre 2024 attuativo della Direttiva CSRD

European Financial Reporting Standards (ESRS) pubblicati da EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group), in conformità con CSRD