

COMITATO  
ITALIANO  
CORPORATE  
GOVERNANCE

## RELAZIONE 2021

*sull'evoluzione  
della corporate governance delle società quotate*

9° RAPPORTO

SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

Il Comitato per la Corporate Governance è stato costituito, nell'attuale configurazione, nel giugno del 2011 ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), Borsa Italiana S.p.A. e l'Associazione degli investitori professionali (Assogestioni).

Il Comitato ha quale scopo istituzionale la promozione del buon governo societario delle società italiane quotate. A tal fine il Comitato approva il Codice di autodisciplina delle Società Quotate e ne assicura il costante allineamento alle *best practice* internazionali. Il Comitato garantisce anche un monitoraggio con cadenza annuale dello stato di attuazione del Codice da parte delle società aderenti, indicando le modalità più efficaci per favorire una applicazione sostanziale delle sue raccomandazioni.

A gennaio 2020, il Comitato ha approvato la nuova edizione del [Codice di Corporate Governance](#), destinato a trovare applicazione nel corso dell'esercizio 2021. Al fine di agevolare l'applicazione del nuovo Codice 2020, il Comitato ha approvato nel novembre 2020 una prima raccolta di [Q&A](#).

Dal 2013, il Comitato pubblica il proprio monitoraggio sull'applicazione del Codice. Le precedenti edizioni sono disponibili sul [sito internet](#) del Comitato.



**INDICE**

<b>I. Relazione Annuale 2021 .....</b>	<b>2</b>
<b>1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance .....</b>	<b>2</b>
1.1. Il nuovo Codice di Corporate Governance .....	2
1.2. Le Q&A funzionali all'applicazione del Codice.....	7
1.3. Il monitoraggio del Comitato.....	8
1.4. La partecipazione del Comitato alle iniziative in ambito internazionale .....	9
<b>2. L'evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di governance .....</b>	<b>10</b>
2.1. Il recepimento della revisione della direttiva sui diritti degli azionisti .....	10
2.2. L'evoluzione normativa e autoregolamentare in materia di sostenibilità .....	15
<b>II. Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina .....</b>	<b>27</b>
<b>1. Descrizione del campione di riferimento .....</b>	<b>28</b>
<b>2. Valutazione sintetica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice</b>	<b>29</b>
<b>3. Valutazione analitica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice</b>	<b>39</b>
3.1. Composizione dell'organo amministrativo .....	40
3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo .....	44
3.3. Le valutazioni e gli orientamenti strategici del consiglio su competenza e professionalità degli amministratori.....	47
3.4. Amministratori indipendenti.....	56
3.5. Comitati consiliari.....	63
3.6. Il successo sostenibile .....	67
3.7. Politica sulla remunerazione .....	69
3.8. Il rapporto sulla remunerazione .....	79
<b>III. Iniziative del Comitato per una migliore adesione al Codice .....</b>	<b>82</b>
<b>1. Le attività di monitoraggio dell'applicazione dei codici e l'interazione con le società     quotate .....</b>	<b>82</b>
1.1. L'attività di monitoraggio .....	83
1.2. L'interazione con le società quotate.....	84
<b>2. Le raccomandazioni del Comitato alle società quotate .....</b>	<b>85</b>
2.1. Gli effetti delle raccomandazioni inviate nel 2020 .....	86
2.2. Le raccomandazioni per il 2022.....	90

## I. RELAZIONE ANNUALE 2021

Il Comitato per la Corporate Governance (in seguito anche solo “Comitato”) ha cominciato a operare all’inizio del 1999, su impulso di Borsa Italiana, con l’obiettivo di formalizzare in un Codice di autodisciplina (in seguito anche solo il “Codice”) le migliori prassi in materia di governo societario degli emittenti quotati.

Il Comitato ha assunto l’attuale configurazione nel 2011 ad iniziativa di alcuni degli storici promotori del Codice (oltre a Borsa Italiana, Abi, Ania, Assogestioni, Assonime e Confindustria) con la finalità di garantire un processo continuo e strutturato all’attività di produzione e monitoraggio dei principi di *corporate governance* per le società quotate.

Il Comitato è privo sia di soggettività giuridica che di autonomia patrimoniale ed economica. Alcune sintetiche regole organizzative garantiscono la continuità e regolarità della sua attività. Tali regole (pubblicate integralmente sul [sito internet](#) del Comitato) sono state concordate tra i soggetti promotori e condivise dal Comitato stesso nel corso della riunione tenutasi il 14 giugno 2011. Esse riguardano la composizione del Comitato, il suo scopo, le modalità di convocazione, i *quorum* deliberativi e la procedura per la predisposizione delle proposte da sottoporre al Comitato stesso.

### 1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance

In seguito all’ambizioso progetto di riforma dell’autodisciplina sulla *corporate governance* che si è tradotto nell’approvazione, a gennaio 2020, della nuova edizione del Codice di Corporate Governance e, nel novembre 2020, della prima raccolta di Q&A funzionali alla sua applicazione, nel corso del 2021 il Comitato ha progressivamente adeguato il monitoraggio dell’applicazione del Codice – ancora dedicato prevalentemente alla valutazione dell’applicazione della sua precedente edizione – ed ha avviato un approfondimento sul possibile aggiornamento delle Q&A a supporto del nuovo Codice. La nuova edizione del Codice, qui di seguito illustrata, viene applicata, infatti, per la prima volta nel corso del 2021 e le società ne daranno evidenza nella relazione sul governo societario che sarà pubblicata nel corso del 2022.

#### 1.1. Il nuovo Codice di Corporate Governance

La revisione del Codice ha visto per la prima volta un’ampia consultazione con il mercato svoltasi con numerose occasioni di incontro, tra le quali, l’*open hearing* con i

rappresentanti di tutte le società quotate sul mercato regolamentato, tenutosi il 9 ottobre 2019.

Tali occasioni di confronto, così come gli ulteriori *feedback* raccolti dai Promotori del Codice presso le altre categorie di soggetti rappresentati in Comitato, hanno contribuito in misura significativa alla redazione di un testo che riflette un ampio grado di condivisione nell'impostazione e nelle principali soluzioni prospettate.

La nuova edizione del Codice di Corporate Governance è innovativa dal punto di vista formale e sostanziale e, al contempo, costante nel ribadire e talvolta rafforzare, anche significativamente, i capisaldi di una buona *governance*. In linea di continuità con i presidi tradizionali del Codice, esso appare riformato nella sua struttura – più snella e razionale – e nei principi che ne guidano l'applicazione.

Tra i principi più innovativi della nuova edizione del Codice emergono, in particolare, un più marcato orientamento alla sostenibilità dell'attività d'impresa e l'adozione diffusa di un criterio di flessibilità e proporzionalità applicativa delle *raccomandazioni* del Codice, nel quadro di una valorizzazione dell'autonomia anche statutaria delle singole società nel delineare gli assetti e le prassi di governance più funzionali alle loro caratteristiche.

Sotto il profilo della sostenibilità, un ruolo fondamentale è assunto dal **successo sostenibile**, quale obiettivo prioritario che dovrebbe guidare l'organo di amministrazione<sup>1</sup>, definito quale “*obiettivo (...) che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”<sup>2</sup>.

Un ampliamento che trae spunto dal dibattito europeo e internazionale sull'evoluzione dello scopo dell'impresa<sup>3</sup> che non si contrappone alla funzionalizzazione dell'impresa al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci, quale scopo e mezzo del contratto di società derivante dall'art. 2247 cc<sup>4</sup>, ma che arricchisce la platea degli interessi che gli

---

<sup>1</sup> Cfr. Codice di autodisciplina 2011, *principio* 1.P.2.

<sup>2</sup> Codice di Corporate Governance 2020, *Definizioni*.

<sup>3</sup> In particolare, le proposte sviluppate nel Regno Unito, tra le prospettive dell'*enlighted shareholder value* e le più radicali proposte per la definizione della *company's purpose* che trovano, non a caso, un bilanciamento nel nuovo *UK Corporate Governance Code*, che ha significativamente ispirato la riforma del Codice italiano.

<sup>4</sup> Il 'successo sostenibile' è infatti definito quale obiettivo della creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, che gli amministratori sono tenuti a perseguire “*tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”.

amministratori dovrebbero considerare nella definizione delle strategie dell'impresa, nell'attività di esame e approvazione del piano industriale<sup>5</sup>, nella definizione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione. Un'innovazione che intende stimolare le imprese a sviluppare anche una maggiore sensibilità ai temi ambientali e sociali che possono avere un impatto sulla sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, suggellando *“l'entrata della (...) cultura imprenditoriale italiana nella prospettiva dell'impresa sostenibile”*<sup>6</sup>. A tal fine, il Codice raccomanda all'organo di amministrazione di *“promuove[re], nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società”*<sup>7</sup>. L'individuazione dell'obiettivo del 'successo sostenibile' poggia, dunque, sul rapporto che la società instaura con i propri *stakeholder*: categoria ampia di portatori di interesse che il Codice non definisce, lasciando alle società l'opportuna flessibilità nell'individuazione di coloro che intende rilevanti per il perseguimento del successo sostenibile dell'impresa.

Nella **valorizzazione delle scelte di governance**, il nuovo Codice sottolinea la responsabilità del consiglio di amministrazione circa il modello e le scelte di *governance*, al quale il *principio III* affida espressamente il compito di definire *“il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività di impresa e al perseguimento delle sue strategie, tenendo conto degli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento”*, valutando e promuovendo *“le opportune modifiche, sottoponendole, quando di competenza, all'assemblea dei soci”*. Tra le aree che consentono tale valutazione, il Codice individua, ad esempio, la scelta del modello societario (tradizionale, monistico o dualistico), l'articolazione dei diritti amministrativi e patrimoniali delle azioni (in particolare in merito alla possibilità di adottare il voto maggiorato), la definizione della dimensione, composizione, nomina e durata in carica del *board* e la modulabilità dei diritti posti a tutela delle minoranze.

La revisione del Codice è stata profondamente innovativa anche sotto il profilo della sua **proporzionalità**, affinché siano adeguatamente considerate anche le esigenze e le peculiarità delle società con un forte azionista di controllo (tra cui, molte sono imprese familiari) e delle imprese di minori dimensioni. Il nuovo Codice amplia, infatti, la

---

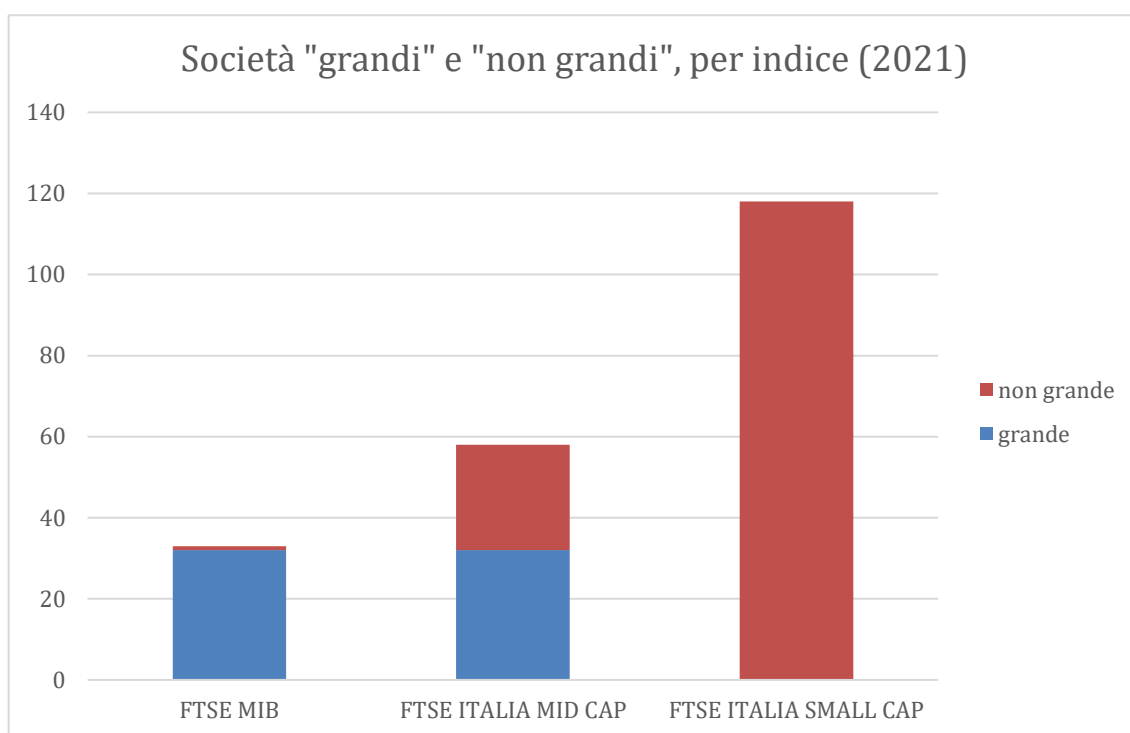
<sup>5</sup> Che il Codice definisce quale “documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell'impresa e le azioni da compiere al fine di raggiungere tali obiettivi in coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell'ottica di promuovere il successo sostenibile della società”. Cfr. Codice di Corporate Governance 2020, *Definizioni*.

<sup>6</sup> P. Marchetti, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, Riv. Soc., 2020, p. 272.

<sup>7</sup> Codice 2020, *principio IV*.

proporzionalità delle proprie raccomandazioni, individuando nuove categorie di società sulla base del rispettivo dato dimensionale e modello di controllo: le ‘società grandi’, intese quali società la cui capitalizzazione è stata superiore a 1 miliardo di euro l’ultimo giorno di mercato aperto dei tre anni solari precedenti<sup>8</sup>, e le ‘società concentrate’, intese quali società in cui uno o più soci che partecipano a un patto parasociale di voto dispongono, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria<sup>9</sup>. Queste due categorie hanno consentito al Comitato di sviluppare un nuovo approccio proporzionale all’interno del Codice attraverso una maggiore graduazione delle raccomandazioni (nuove e previgenti).

La categoria dimensionale adottata estende l’ambito delle società di maggiori dimensioni per le quali il Codice raccomanda l’adozione di *best practice* più ambiziose: rispetto alla preesistente categoria delle società appartenenti all’indice FTSE Mib (33 società), il nuovo criterio estende una serie di raccomandazioni, nuove e previgenti, a una più ampia platea di società composta al momento da 64 società quotate (di cui 32 FTSE Mib e 32 Mid Cap).



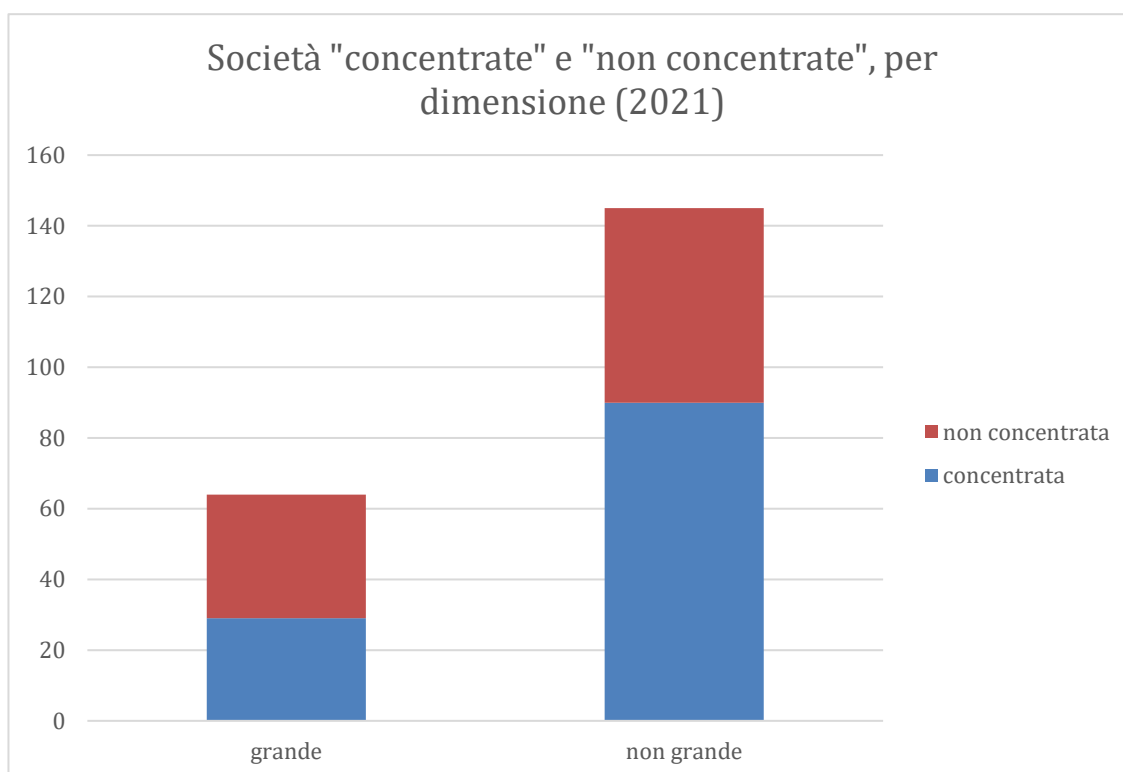
Fonte: Assonime 2021

<sup>8</sup> Per la definizione completa si veda Codice 2020, *Definizioni*.

<sup>9</sup> Per la definizione completa si veda Codice 2020, *Definizioni*.



La seconda categoria di differenziazione distingue le società in funzione del modello di controllo: un approccio fortemente innovativo del Codice che gradua dunque le proprie raccomandazioni distinguendo tra società concentrate e non concentrate, rappresentate rispettivamente da 119 società concentrate e 90 società non concentrate che appartengono a tutte le classi dimensionali. Più in dettaglio, al momento le società grandi sono quasi equamente ripartite tra società concentrate e società non concentrate, mentre due terzi delle società non grandi presenta un modello di controllo concentrato.



Fonte: Assonime 2021

Qui di seguito si offre una mappa delle misure di proporzionalità sviluppate all'interno del Codice che si concentrano prevalentemente sulle raccomandazioni volte a definire la composizione e il funzionamento dell'organo di amministrazione.

La dimensione della società influisce tendenzialmente sull'attesa di più elevati requisiti di composizione (soprattutto sulla componente indipendente e sulle relative attività), graduata in alcuni casi dal modello di controllo.

In generale, il modello di controllo influisce, invece, sulle raccomandazioni che interessano il ruolo del board circa la cura della sua composizione (comitato nomine,

orientamenti *board* uscente), dove il Codice considera, seppur implicitamente, il ruolo che potrebbe essere svolto in tali società dall'azionista di riferimento.

Tema	Società Grandi		Società non Grandi	
	Non Controllate	Controllate	Non Controllate	Controllate
<b>Quota indipendenti</b>	Almeno la metà	Almeno un terzo	Almeno due	Almeno due
<b>Riunione degli indipendenti</b>	Almeno annuale	Almeno annuale	Non raccomandato	Non raccomandato
<b>LID su richiesta indipendenti</b>	Raccomandato	Raccomandato	Non raccomandato	Non raccomandato
<b>Orientamento numero massimo incarichi</b>	Raccomandato	Raccomandato	Non raccomandato	Non raccomandato
<b>Istituzione del Comitato Nomine</b>	Raccomandato	Possibilità di attribuire funzioni al <i>board</i>	Raccomandato	Possibilità di attribuire funzioni al <i>board</i>
<b>Istituzione del Comitato Controllo e Rischi</b>	Raccomandato	Raccomandato	Possibilità di attribuire funzioni al <i>board</i>	Possibilità di attribuire funzioni al <i>board</i>
<b>Autovalutazione</b>	Annuale	Triennale	Triennale	Triennale
<b>Orientamenti composizione ottimale del <i>board</i></b>	Raccomandato	Non raccomandato	Raccomandato	Non raccomandato
<b>Piano di successione</b>	Raccomandato	Raccomandato	Non raccomandato	Non raccomandato

Fonte: Assonime 2021

## 1.2. Le Q&A funzionali all'applicazione del Codice

Le società quotate che aderiscono al Codice sono chiamate ad applicarne *principi e raccomandazioni* a decorrere dal primo esercizio che inizia successivamente al 31 dicembre 2020 e a dare informazione al mercato sulle relative modalità applicative nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2022. La raccolta di Q&A

persegue l'obiettivo di rispondere alle questioni interpretative poste dal nuovo Codice di Corporate Governance, individuando alcuni criteri generali per la sua applicazione.

Come avvenuto per l'approvazione del nuovo Codice, l'elaborazione della prima raccolta di Q&A è stata preceduta da un'ampia fase di consultazione e dialogo con le società quotate. In particolare, nel mese di luglio del 2020 la Segreteria Tecnica ha avviato una *call for evidence*, invitando tutte le società quotate a contribuire attivamente alla formulazione dei quesiti cui dare risposta nelle Q&A. In seguito, la prima bozza delle Q&A è stata discussa il 9 ottobre 2020 nell'ambito dell'open hearing organizzato dalla Segreteria Tecnica e, ad esito di tale processo, il 4 novembre 2020 il Comitato ha approvato la prima raccolta di Q&A per facilitare le imprese nel percorso di adesione al nuovo Codice.

Anche quest'anno la Segreteria Tecnica ha avviato a giugno u.s. una *call for evidence*, richiedendo alle società quotate di segnalare eventuali ulteriori temi che potrebbero essere oggetto di chiarimenti nella raccolta delle Q&A. La Segreteria Tecnica ha svolto un primo esame dei temi e li ha sottoposti all'attenzione del Comitato. Il Comitato ha esaminato i possibili temi durante la riunione di dicembre u.s., dedicata anche all'approvazione della presente relazione, e ha incaricato la Segreteria Tecnica di procedere allo stesso *iter* di consultazione pubblica anche per le ipotesi di possibile aggiornamento delle Q&A.

### **1.3. Il monitoraggio del Comitato**

Il Comitato ha proseguito l'attività di monitoraggio sulla corretta applicazione del Codice, approvando nel corso della riunione di dicembre u.s. la presente Relazione Annuale, che comprende il Nono Rapporto sull'applicazione del Codice (in seguito anche solo "Rapporto").

Il Rapporto, contenuto nella Parte II della presente relazione, si compone di una prima parte, dedicata a una analisi aggregata, che ha l'obiettivo di valutare il grado complessivo di applicazione delle raccomandazioni del Codice (cd. valutazione sintetica), e di una seconda parte, che esamina la concreta applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice e la concreta adesione delle società ai principi che regolano i singoli istituti (cd. valutazione analitica)<sup>10</sup>. Entrambe le analisi tengono conto delle caratteristiche dimensionali e settoriali delle società quotate nonché dei relativi assetti proprietari.

---

<sup>10</sup> Le relazioni precedenti (disponibili nell'apposita [sezione](#) del sito internet del Comitato) erano dedicate rispettivamente all'istituto dell'autovalutazione, alla qualità del *comply or explain*, all'effettività del

Anche quest'anno il Rapporto sarà accompagnato dall'invio di una lettera formale a tutte le società quotate italiane, riprodotta nella Parte III della presente relazione, nella quale si darà evidenza degli effetti della lettera trasmessa a dicembre 2020 e delle principali raccomandazioni per il 2022.

#### ***1.4. La partecipazione del Comitato alle iniziative in ambito internazionale***

È proseguito anche nel 2021 il dialogo tra i presidenti<sup>11</sup> delle entità competenti alla redazione dei codici di *corporate governance* dei principali paesi europei: oltre ai rappresentanti dei comitati di Belgio, Francia, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito e Svezia. Durante l'incontro, i presidenti hanno esaminato le evoluzioni dei relativi codici verso una sempre maggiore attenzione al principio della creazione di valore nel lungo termine e all'integrazione della sostenibilità nella strategia e nella *governance* delle imprese che vi aderiscono. In questa prospettiva, i presidenti hanno ribadito il ruolo fondamentale che i codici di *corporate governance* rivestono nello sviluppo delle *best practice* in materia di sostenibilità dell'impresa e la necessità di mantenere, anche in questo ambito, un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, a livello sia nazionale che europeo. In continuità con gli incontri precedenti, i presidenti hanno esaminato l'opportunità di accrescere la visibilità dell'impegno profuso dai codici su questo tema, valutando anche l'opportunità di definire un quadro comune delle *best practice* in materia di sostenibilità. Rispetto all'accelerazione del quadro normativo europeo e alle sue possibili evoluzioni, i presidenti hanno condiviso l'auspicio di salvaguardare il ruolo dei codici anche a fronte delle future proposte legislative europee, valutando anche possibili iniziative congiunte o anche solo condivise nei contenuti rispetto alle future proposte europee in materia di *sustainable corporate governance*.

I rappresentanti della Segreteria Tecnica del Comitato hanno inoltre proseguito la partecipazione al *network* europeo dei comitati della *corporate governance* che rappresenta una stabile sede di incontro e dialogo sull'evoluzione dei codici e delle *best practice* sviluppate nei rispettivi ordinamenti, con un approfondimento anche sul contesto normativo in materia di governo societario.

---

consiglio di amministrazione e alla politica sulle remunerazioni, alla prima applicazione delle raccomandazioni sulla sostenibilità.

<sup>11</sup> Il gruppo dei presidenti è stato istituito nel 2015 da Francia, Germania, Italia, Olanda e Regno Unito ed è stato progressivamente esteso anche ai comitati della Svezia e del Belgio.

## 2. L'evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di *governance*

### 2.1. Il recepimento della revisione della direttiva sui diritti degli azionisti

Il decreto legislativo n. 49 del 2019 (di seguito il “Decreto”) ha recepito in Italia la direttiva (UE) 2017/828 del 17 maggio 2017 (di seguito “Direttiva”) che modifica la direttiva del 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate nei mercati regolamentati europei (di seguito ‘prima direttiva sui diritti degli azionisti’)<sup>12</sup> volta a incentivare l’impegno a lungo termine degli azionisti e a rafforzare la trasparenza delle informazioni che incidono sull’esercizio dei loro diritti di voto<sup>13</sup>.

I principali contenuti della Direttiva attengono alla trasparenza delle politiche di *engagement* degli investitori istituzionali e degli *asset manager*, l’attività dei consulenti in materia di voto (*proxy advisor*), il diritto delle società di identificare i propri azionisti e alcuni temi più strettamente di *governance*, quali la definizione e la trasparenza sulle remunerazioni degli amministratori e la trasparente e adeguata gestione delle operazioni con parti correlate.

Con l’obiettivo di incentivare l’impegno degli azionisti nel lungo termine verso la società in cui investono, il legislatore europeo non soltanto affina, soprattutto per il quadro italiano, la disciplina degli emittenti, ma introduce anche nuovi diritti e doveri in capo agli azionisti, attraendo nell’ambito normativo fenomeni relativamente nuovi quali l’attivismo degli investitori istituzionali e il ruolo dei *proxy advisor*.

Con riferimento agli emittenti, la Direttiva promuove una armonizzazione minima di alcune misure di *corporate governance* delle società quotate per facilitarne lo scrutinio da parte degli azionisti e del mercato in generale. A tal fine, il legislatore europeo definisce un *set* di regole informative e procedurali per l’adeguata gestione di situazioni potenzialmente foriere di un conflitto di interessi (quali le remunerazioni degli amministratori e, in particolare, le operazioni con parti correlate) e richiede agli Stati

---

<sup>12</sup> Il decreto legislativo n. 49 del 2019 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 134 del 10 giugno 2019.

<sup>13</sup> La Direttiva fa parte del pacchetto di misure previste dalla Comunicazione della Commissione europea del 12 dicembre 2012 dal titolo “*Piano d’azione su diritto europea delle società e governo societario*” il cui obiettivo era quello di promuovere l’impegno a lungo termine degli azionisti nel governo societario, facilitando l’esercizio dei diritti e la trasparenza delle politiche di impegno degli investitori istituzionali. [Piano d’Azione](#) della Commissione Europea “*Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*”, 2012.

membri di adottare e sviluppare, ove opportuno, molte delle *best practice* e regole che si sono evolute in alcuni ordinamenti nazionali.

Anche prima dell'attuazione del d.lgs. n. 49/2019, il quadro legislativo nazionale aveva già anticipato per molti aspetti le scelte adottate dal legislatore europeo. Ciò è particolarmente evidente nella materia delle remunerazioni e delle operazioni con parti correlate, la cui disciplina nazionale – introdotta e sviluppata a livello legislativo, regolamentare e autodisciplinare – si ispira ai medesimi principi di trasparenza che permeano la Direttiva europea.

In particolare, il Codice la nuova edizione del Codice ha da tempo adottato alcune *best practice* sia rispetto alla disciplina delle remunerazioni, sia con riferimento allo sviluppo di un dialogo aperto e proficuo con la generalità degli azionisti.

Quanto alle remunerazioni, con l'inserimento dell'obiettivo del 'successo sostenibile' il Codice ha posto particolare attenzione anche alla sua integrazione nelle politiche di remunerazione degli amministratori, degli organi di controllo e del top management chiarendo come queste debbano essere *“funzionali al perseguimento del successo sostenibile della società”*<sup>14</sup>. A tal fine, il Codice evidenzia non tanto la necessità di prevedere parametri di riferimento legati ad aspetti ambientali e sociali, bensì raccomanda alle società di definire gli obiettivi di performance delle componenti variabili avendo cura che essi siano *“coerenti con gli obiettivi strategici della società e (...) finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari”*<sup>15</sup>. Tali aspetti sono oggetto di approfondimento della presente Relazione<sup>16</sup> e saranno oggetto di ulteriori approfondimenti anche negli anni successivi.

Quanto al secondo aspetto, il Codice raccomanda al consiglio di *“promuove[re], nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società”*<sup>17</sup>. Anche in questo caso si tratta di una innovazione intrinsecamente legata all'introduzione dell'obiettivo del 'successo sostenibile' e ne costituisce anzi un tassello fondamentale per l'adeguata considerazione degli interessi degli azionisti e anche degli altri portatori di interessi nella definizione della strategia sostenibile e di lungo termine dell'attività di impresa. Con riferimento al dialogo con gli azionisti, il Codice raccomanda

---

<sup>14</sup> Cfr. *principio XV* del Codice di Corporate Governance.

<sup>15</sup> Cfr. *raccomandazione 27*, lett. c) del Codice di Corporate Governance.

<sup>16</sup> Cfr. Parte II e Parte III della presente Relazione.

<sup>17</sup> Cfr. *principio IV* del Codice di Corporate Governance.

inoltre agli organi di amministrazione delle società quotate di adottare “*su proposta del presidente, formulata d’intesa con il chief executive officer, una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi*” e di descriverne i contenuti “*nella relazione sul governo societario*”, affidando al presidente il compito di “*assicura[re] che l’organo di amministrazione sia in ogni caso informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti*”<sup>18</sup>. Con questa raccomandazione il Codice ha colto l’evoluzione del quadro normativo e delle prassi, compiendo un importante salto culturale, innovativo anche rispetto ai principali ordinamenti internazionali<sup>19</sup>, attribuendo al consiglio di amministrazione il compito di definire le regole del confronto, e di monitorarne l’attuazione, con il compito del presidente di curare l’adeguata informativa al consiglio sulle attività svolte. Dal punto di vista sostanziale, il Codice accoglie una accezione ampia del dialogo con la ‘generalità degli azionisti’, riconoscendo così le opportunità di un dialogo aperto e proficuo che la società conduce anche al di là del dibattito assembleare. Le società quotate stanno rispondendo proattivamente e gradualmente alla raccomandazione del Codice di adottare le politiche di dialogo con la generalità degli azionisti, testimoniando un approccio maturo e sostanziale.

Nell’ordinamento italiano, il recepimento della Direttiva ha apportato alcune modifiche al codice civile, con riferimento alla disciplina delle operazioni con parti correlate, e al TUF, in materia di identificazione degli azionisti, remunerazione degli amministratori e diritto di porre domande, una nuova sezione sugli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors*. L’intervento normativo è stato accompagnato anche da una rigida disciplina sanzionatoria che in linea di principio risponde alla richiesta del legislatore europeo<sup>20</sup>, ma, soprattutto in un’ottica comparata, introduce un forte irrigidimento dell’ordinamento, prevedendo fattispecie sanzionatorie molto ampie,

---

<sup>18</sup> Cfr. raccomandazione 3 del Codice di Corporate Governance.

<sup>19</sup> Fatta eccezione per la Spagna e l’Olanda, negli altri paesi europei manca ancora una istituzionalizzazione della politica di dialogo all’interno del sistema di governance delle società quotate.

<sup>20</sup> L’art. 14-ter della Direttiva prevede più genericamente che gli Stati membri stabiliscano le norme relative alle misure e alle sanzioni – che devono essere efficaci, proporzionate e dissuasive – applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della direttiva e adottino tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l’applicazione.

accompagnate, da pene edittali molto elevate<sup>21</sup>. I profili sanzionatori rappresentano il punto più delicato della nuova disciplina nazionale: la previsione di condotte sanzionatorie potenzialmente ampie e indefinite e l'attribuzione alla Consob di poteri di *enforcement* particolarmente pregnanti non appaiono in linea con la filosofia di fondo della Direttiva, che non si limita a definire rigidi obblighi e divieti, ma persegue l'obiettivo più ambizioso e di lungo termine di orientare il mercato verso la costruzione di *social norms* comuni e condivise dai vari soggetti, attraverso lo strumento principale della trasparenza. Tale impostazione rischia inoltre di porre le società quotate italiane in una situazione di svantaggio competitivo rispetto a quelle degli altri paesi europei.

Quanto alla disciplina sostanziale riguardante le operazioni per parti correlate e le remunerazioni degli amministratori, il Decreto ha adottato per molti aspetti un approccio di consolidamento del quadro nazionale esistente, volto a valorizzare i presidi di tutela già previsti dalla disciplina e dall'autodisciplina nazionale che appaiono molto avanzate e sostanzialmente anticipatorie della Direttiva; un'eccezione significativa è rappresentata invece dall'introduzione del voto vincolante sulla politica per la remunerazione che supera la previgente previsione del voto consultivo e rappresenta una scelta minoritaria nel quadro europeo così come dalla estensione dell'ambito di applicazione soggettivo delle politiche agli organi di controllo; una seconda eccezione si ritrova nella scelta di mantenere alcuni significativi casi di *goldplating*, soprattutto nella definizione dell'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo della disciplina delle operazioni con parti correlate e, rispetto alle remunerazioni, nel mantenimento degli obblighi informativi sui compensi corrisposti anche da società collegate.

---

<sup>21</sup> I massimi edittali sono stati da ultimo emendati con l'art. 2 del d.lgs n. 84/2020, con il quale si è concluso l'iter legislativo volto all'attuazione dell'art. 7 della legge di delegazione europea (legge n. 117/2019), con l'introduzione di nuovi ed elevate sanzioni amministrative pecuniarie per la violazione della disciplina in materia di remunerazioni e operazioni con parti correlate, introdotta per effetto del recepimento della Direttiva 2017/828/UE. Ad esito delle modifiche introdotte con il d.lgs n. 84/2020, l'art. 192-*bis* TUF prevede per la violazione della disciplina sulle remunerazioni (art. 123-ter TUF e relative attuazioni nel Regolamento Emittenti) una sanzione amministrativa pecuniaria: i) da 10 mila a 10 milioni di euro in capo alle società; ii) da 10 mila a 2 milioni di euro in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo; mentre l'art. 192-*quinquies* TUF prevede per la violazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c. e relativa attuazione nel Regolamento OPC) una sanzione amministrativa pecuniaria: i) da 10 mila a 10 milioni di euro in capo alle società; ii) da 5 mila a 1,5 milioni di euro in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.



L'iter di implementazione della Direttiva è stato completato con l'emanazione del quadro regolamentare da parte della Consob<sup>22</sup>.

Pur considerando che le novità così introdotte hanno da poco trovato piena applicazione<sup>23</sup>, si osserva ancora una fase evolutiva della disciplina delle remunerazioni anche a livello europeo.

Se da un lato, la Commissione europea non ha al momento ancora pubblicato orientamenti per la redazione del rapporto sulla remunerazione<sup>24</sup>, dall'altro alcune iniziative della Commissione sui temi della *governance* sostenibile (v. *infra*) hanno individuato possibili interventi correttivi alla Direttiva 2017/828UE (SHRD II), avendo particolare attenzione alla definizione e ai limiti della remunerazione variabile degli amministratori. Con riferimento alle remunerazioni variabili in generale, la più recente consultazione<sup>25</sup> ha posto domande circa l'opportunità di: i) obbligare le società a includere tra i parametri anche quelli legati a specifici obiettivi di sostenibilità; ii) rendere obbligatorio un peso minimo delle remunerazioni variabili legate a obiettivi di performance non finanziaria; iii) obbligare le società a prevedere, ove applicabili, parametri legati alla riduzione delle emissioni di CO<sup>2</sup>; iv) definire le politiche di remunerazione degli amministratori tenendo conto della remunerazione dei lavoratori. Con riferimento ai piani di remunerazione *stock-based* la consultazione ha inoltre posto specifiche domande circa l'opportunità di prevedere: i) un periodo obbligatorio di mantenimento delle azioni attribuite; ii) un limite massimo delle remunerazioni basate su azioni rispetto al totale del compenso attribuito; iii) regolamentare o limitare la tipologia delle remunerazioni basate su azioni. Molti di questi aspetti sono trattati nel Codice di autodisciplina vigente e sono stati oggetto di specifiche modifiche anche nel nuovo Codice di Corporate Governance; essi sono pertanto oggetto di monitoraggio da parte del Comitato (v. *infra*, la II e III parte della presente Relazione).

---

<sup>22</sup> L'11 dicembre 2020 la Consob ha pubblicato le modifiche al Regolamento in materia di Operazioni con Parti Correlate, al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati (delibere n. 21624 e 21623) per attuare la delega contenuta nel d.lgs. 10 giugno 2019, n. 49.

<sup>23</sup> Nell'ordinamento italiano, ad esempio, la nuova disciplina delle remunerazioni è stata applicata per la prima volta nel 2020 e che quella sulle operazioni con parti correlate ha trovato piena attuazione soltanto dal 30 giugno 2021.

<sup>24</sup> Orientamenti previsti dall'art. 9-ter, comma 6, Direttiva 2017/828/UE, funzionali a favorire la presentazione standardizzata di tali informazioni.

<sup>25</sup> Si tratta del [documento di consultazione](#) sulle iniziative proposte in materia di *sustainable corporate governance*, posto in consultazione il 26 ottobre 2020 fino all'8 febbraio 2021.

## 2.2. L'evoluzione normativa e autoregolamentare in materia di sostenibilità

Negli ultimi dieci anni le agende politiche internazionali<sup>26</sup> ed europee hanno dedicato particolare attenzione ai profili dello sviluppo sostenibile e alla responsabilità ambientale e sociale delle imprese, sviluppando una crescente attenzione al legame tra la *governance* delle imprese e gli obiettivi di sostenibilità, anche ambientale e sociale, della loro attività.

Nel 2015, in particolare, le iniziative internazionali sono divenute progressivamente più ambiziose, sia nella definizione degli obiettivi sia nella identificazione di una platea più ampia di destinatari nel mondo delle imprese, attribuendo a queste ultime un ruolo attivo nella promozione dello sviluppo sostenibile. Nel medesimo anno, infatti, è stata definita l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile che identifica diciassette *Sustainable Development Goals*<sup>27</sup>, che sono stati già integrati negli obiettivi strategici di alcune grandi imprese<sup>28</sup>, ed è stato firmato l'Accordo di Parigi<sup>29</sup> con il quale gli Stati si impegnano al raggiungimento di specifici obiettivi nella lotta al cambiamento climatico, sia in termini di mitigazione che di adattamento al rischio climatico. Nello stesso anno sono state inoltre aggiornate le linee guida dell'OCSE sul dovere di diligenza delle imprese multinazionali, che declinano alcune *best practice* generali ma al contempo evidenziano la necessaria proporzionalità nella loro concreta applicazione<sup>30</sup>.

In seguito alla firma degli Accordi di Parigi e all'agenda fissata dalle Nazioni Unite per uno sviluppo sostenibile, la Commissione europea ha istituito nel 2016 un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile. Il 31 gennaio 2018 il gruppo di esperti ha pubblicato la sua relazione finale<sup>31</sup> che presenta una visione globale sui modi per elaborare una strategia finanziaria sostenibile per l'UE. Dalla relazione emerge che la

---

<sup>26</sup> Si vedano, in particolare: i Principi Guida su Impresa e Diritti Umani, adottati nel 2011 dal Consiglio dei Diritti Umani delle Nazioni Unite; l'aggiornamento, nel medesimo anno, delle Linee Guida dell'OCSE per le imprese multinazionali; la pubblicazione, nel 2018, della Guida dell'OCSE sui doveri di diligenza delle imprese multinazionali, volte a supportare tali imprese nell'attuazione delle rispettive Linee guida.

<sup>27</sup> Cfr. Nazioni Unite, [The 2030 Agenda for Sustainable Development](#), 2015.

<sup>28</sup> Da un approfondimento di Assonime risulta che le grandi imprese quotate prevedono tra i propri obiettivi strategici il raggiungimento di alcuni degli obiettivi definiti dall'ONU: tra gli obiettivi più frequentemente citati emerge, in particolare, la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>.

<sup>29</sup> L'accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi, costituisce il primo accordo universale sul clima mondiale per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C.

<sup>30</sup> Cfr. Guida dell'OCSE sui doveri di diligenza delle imprese multinazionali.

<sup>31</sup> Cfr. [Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#), 2018.

finanza sostenibile consta di due imperativi: i) migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; ii) consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti. La relazione propone otto raccomandazioni chiave, diverse raccomandazioni trasversali e azioni mirate a specifici settori del sistema finanziario.

Alla luce delle raccomandazioni espresse dal gruppo di esperti, la Commissione europea ha pubblicato un Piano di azione<sup>32</sup> che si prefigge l'obiettivo di riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi e promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle imprese. In particolare, le principali azioni proposte sono rivolte a creare un sistema unificato di classificazione (tassonomia) delle attività e dei prodotti finanziari sostenibili<sup>33</sup>, intervenire sui comportamenti degli intermediari finanziari per favorire investimenti sostenibili<sup>34</sup>, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi, anche con requisiti prudenziali per le banche e le assicurazioni<sup>35</sup> e rafforzare la trasparenza e la *governance* della sostenibilità. Quest'ultimo punto è stato evidenziato nelle ultime due azioni del piano, aventi ad oggetto il miglioramento e l'irrobustimento della comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile su tali aspetti (azione 9) e, soprattutto, l'intenzione della Commissione di promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati di capitali (azione 10).

Nel corso del 2019 e del 2020, si è concluso, in particolare, l'*iter* legislativo per l'adozione di due importanti misure proposte nel 2018 relative, da un lato, agli obblighi degli investitori istituzionali e, dall'altro, della prima tassonomia europea delle attività eco-sostenibili. Nel 2019 è stato infatti adottato il Regolamento (UE) 2019/2088 che introduce norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari. Nel 2020 si è concluso il primo passo verso la tassonomia europea delle attività

---

<sup>32</sup> Cfr. Commissione europea, [Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile](#), 2018.

<sup>33</sup> Regolamento UE 2020/852.

<sup>34</sup> Regolamento UE 2019/2088.

<sup>35</sup> Sul punto si veda anche il Piano di azione dell'EBA 2019.

sostenibili, con l'adozione del Regolamento (UE) 2020/852 che fissa i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento. Quest'ultimo è un regolamento quadro, la cui completa attuazione è rimessa all'adozione di atti delegati, volti a stabilire quali attività economiche possano considerarsi attività recanti un sostanziale contributo al raggiungimento di un obiettivo ambientale, che sono al momento in corso di elaborazione. Tra le parti particolarmente rilevanti della nuova tassonomia si evidenzia, in particolare, l'impatto dell'art. 8 del Regolamento sui contenuti delle dichiarazioni sulle informazioni non finanziarie pubblicate dalle grandi imprese in forza della Direttiva 2015/95/UE, anch'essa in procinto di revisione<sup>36</sup>. In base all'art. 8 del Regolamento sulla tassonomia, infatti, le imprese che rientrano nel campo di applicazione della direttiva sulle informazioni non finanziarie sono tenute a dichiarare la quota del loro fatturato derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale, nonché la quota dei loro investimenti totali e delle loro spese relative ad attività o processi associati ad attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale.

Nel contesto delle iniziative generali della Commissione europea si inserisce inoltre il *Green Deal* europeo<sup>37</sup> e il Piano di Investimenti per una Europa sostenibile<sup>38</sup>, che esprimono un rinnovato impegno dell'Unione europea a favore della transizione verde e definiscono una nuova tabella di marcia con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica nel 2050. Gli obiettivi del *Green Deal* e del Piano di Investimenti hanno influenzato l'accelerazione delle iniziative in materia di sostenibilità, ambientale e sociale. Il *Green Deal* è diventato così parte integrante della strategia della Commissione per attuare l'Agenda 2030 e per condurre l'evoluzione dell'economia europea verso il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. In seguito al primo impatto della pandemia da Covid-19 sull'economia europea, le istituzioni europee hanno risposto con un pacchetto ingente di misure, composto dal bilancio a lungo termine

---

<sup>36</sup> V. *infra*.

<sup>37</sup> Commissione europea, *Il Green Deal europeo*, [COM\(2019\) 640 final](#), 11 dicembre 2019.

<sup>38</sup> Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di investimenti per un'Europa sostenibile; Piano di investimenti del Green Deal europeo, [COM\(2020\) 21 final](#), 14 gennaio 2020.

dell'UE e dall'iniziativa NextGenerationEU, per rilanciare la ripresa europea e realizzare un'Europa più ecologia, digitale e resiliente<sup>39</sup>.

### 2.2.1. L'evoluzione della rendicontazione sostenibile

Nel 2021 è stata avviata la revisione<sup>40</sup> della direttiva europea sulle informazioni non finanziarie, con la proposta di introdurre in capo a un perimetro più ampio di società l'obbligo del *sustainability reporting* con l'obiettivo di incrementare la quantità, la qualità e la comparabilità delle informazioni di sostenibilità che vengono divulgate dalle imprese e che possono essere utilizzate dagli investitori per integrare le strategie d'investimento e soddisfare gli obblighi di informativa verso la clientela.

La proposta di revisione, oltre a ipotizzare un allargamento dell'obbligo informativo a una platea più ampia di imprese<sup>41</sup>, prefigura l'abbandono della flessibilità della rendicontazione non finanziaria<sup>42</sup>, improntata sino ad oggi al principio del *comply or explain*, a favore di una comunicazione più estesa e sostanzialmente più vincolante nella scelta dei contenuti relativi all'impatto ambientale e sociale della e sull'attività di impresa (cd. doppia materialità). Anche la scelta della collocazione delle informazioni, che la Commissione propone di introdurre obbligatoriamente nella relazione sulla gestione, comporta un irrigidimento del sistema di rendicontazione.

Tra gli elementi di particolare interesse anche per il Comitato si evidenzia inoltre la proposta di introdurre tra i contenuti del *sustainability reporting* anche una ampia definizione di fattori di *governance* che potrebbe in parte sovrapporsi con i contenuti della

---

<sup>39</sup> Cfr. [Piano per la ripresa dell'Europa](#).

<sup>40</sup> Il 21 aprile 2021 la Commissione ha pubblicato infatti la proposta di revisione della Direttiva sulle informazioni non finanziarie al fine di introdurre un obbligo di *sustainability reporting* più vasto nei contenuti e più ampio nell'ambito di applicazione soggettivo. Si veda Proposta di Direttiva che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, [COM\(2021\) 189 final](#).

<sup>41</sup> La proposta prevede che la nuova disciplina si applichi: a) alle imprese di grandi dimensioni (quotate e non quotate); b) alle banche e assicurazioni di grandi dimensioni (quotate e non quotate); c) a partire dal 1° gennaio 2026, alle piccole e medie imprese con valori mobiliari quotati in mercati regolamentati europei.

<sup>42</sup> Introdotta con la Direttiva 2014/95/UE e implementata nel nostro ordinamento il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

relazione sul governo societario, con conseguenze anche strutturali rispetto alle verifiche condotte da parte del revisore<sup>43</sup>.

Al contempo, è in corso di evoluzione anche la definizione degli standard per la rendicontazione in materia di sostenibilità.

La principale iniziativa a livello internazionale è promossa dall'IFRS, la fondazione che tradizionalmente emana gli *standard* di rendicontazione finanziaria accettati a livello internazionale, che nel 2020 ha pubblicato una consultazione pubblica per l'avvio dei lavori per la definizione degli standard di sostenibilità a livello globale. L'iniziativa dell'IFRS, che si prefigge l'obiettivo di una standardizzazione progressiva delle informazioni di sostenibilità, partendo da quelle maggiormente diffuse in materia ambientale, è stata ulteriormente rafforzata a novembre 2021 quando la fondazione ha annunciato tre significativi sviluppi nei lavori avviati per supportare lo sviluppo di una rendicontazione di alta qualità sulle materie ambientali e sociali: l'istituzione del nuovo *International Sustainability Standards Board (ISSB)* con lo scopo di sviluppare – nell'interesse pubblico – una prima *baseline* globale per la rendicontazione di sostenibilità; l'impegno a consolidare il *Climate Disclosure Standards Board* e la *Value Reporting Foundation* entro giugno 2022; la pubblicazione di un prototipo dei requisiti di informazione ambientale e in generale di sostenibilità che sono stati elaborati dal *Technical Readiness Working Group*, istituito per supportare i lavori preparatori del *International Sustainability Standards Board (ISSB)*. Questi prototipi sono il frutto del lavoro congiunto degli ultimi sei mesi dei rappresentanti del *Climate Disclosure Standards Board*, dell'*International Accounting Standards Board (IASB)*, del *Financial Stability Board's Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*, della *Value Reporting Foundation* e del *World Economic Forum*, supportati dalla *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* e dal relativo gruppo di esperti dei regolatori. Grazie a questo lavoro congiunto, il *Technical Readiness Working Group* ha svolto una prima opera di consolidamento dei contributi elaborati dalle precedenti organizzazioni, formulando le prime raccomandazioni che sono sottoposte all'esame del neo-istituito *International Sustainability Standards Board (ISSB)*.

Al contempo, nell'ambito dei lavori europei per l'introduzione del nuovo obbligo di *Sustainability Reporting*, la Commissione europea ha dato mandato al Gruppo consultivo

---

<sup>43</sup> La proposta introduce la revisione obbligatoria del *sustainability reporting* nella forma della *limited assurance*. Nei considerando della direttiva e nell'articolato proposto per la revisione dell'art. 26a della direttiva 2006/43/CE si prefigura tuttavia anche una possibile evoluzione della metodologia di verifica nella forma della *reasonable assurance*.

europeo sull'informativa finanziaria (in seguito “EFRAG”) di avviare lavori preparatori all'introduzione di standard comuni per le informazioni non finanziarie. Un secondo mandato è stato poi attribuito *ad personam* al presidente dell'EFRAG Board, Jean Paul Gauzès, per la valutazione di eventuali modifiche alla governance e al finanziamento dell'EFRAG, in caso questo venisse incaricato dello sviluppo dei suddetti standard. Nel 2021 l'EFRAG ha pubblicato due rapporti<sup>44</sup> che propongono rispettivamente una *roadmap* per lo sviluppo di una serie completa di standard di reporting di sostenibilità e alcune indicazioni circa la possibile riforma della governance e del finanziamento dell'EFRAG. In seguito, la pubblicazione della proposta della Commissione europea in materia di *Sustainability reporting*<sup>45</sup> indica la proposta di un iter funzionale alla redazione degli *standard* che dovranno essere utilizzati per assolvere a questo nuovo obbligo di rendicontazione. In particolare, la proposta di direttiva indica in termini generali le informazioni da fornire, focalizzandosi sulle parti descrittive e rinviando, per la specificazione delle informazioni, agli standard di rendicontazione adottati dalla Commissione europea che le imprese sono tenute ad osservare. La proposta di direttiva prevede che la Commissione nell'adottare gli atti delegati dovrà tener conto delle specifiche disposizioni legislative europee, del lavoro delle iniziative degli *standard setter* globali (inclusi dunque anche i lavori dello ISSB) e dei framework/standard esistenti (es. GRI, SASB, TCFD, IASB) e del “*technical advice*” dell'EFRAG, preceduto da un parere dell'ESMA, oltre a consultare anche altre istituzioni e organismi europei<sup>46</sup>. La proposta di direttiva prevede, infine, un sistema di riesame triennale degli atti delegati che la Commissione conduce tenendo conto del parere tecnico dell'EFRAG e, ove opportuno, procede anche con la modifica di tali atti per tenere conto degli sviluppi pertinenti, compresi quelli inerenti a norme internazionali.

### 2.2.2. Le iniziative mirate sulla governance sostenibile

---

<sup>44</sup> EFRAG, [“Proposal for a relevant and dynamic EU Sustainability Reporting Standard-setting”](#); Id., [“Report on the ad personam mandate on potential need for changes to the governance and funding of EFRAG”](#).

<sup>45</sup> V. *supra*.

<sup>46</sup> Infine, è previsto che ai fini dell'adozione degli atti delegati consulterà la *European Banking Authority* (EBA), la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), la *European Environment Agency* (EEA), la *European Union Agency for Fundamental Rights* (FRA), la *European Central Bank* (ECB), il *Committee of European Auditing Oversight Bodies* e la *Platform on Sustainable Finance sul technical advice* dell'EFRAG.



Nell'ambito del Piano di Azione 2018 sulla finanza sostenibile, la Commissione europea ha accelerato negli ultimi due anni le iniziative mirate a un maggiore allineamento della *corporate governance* agli obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale, individuando i possibili campi di intervento legislativo legati alla valutazione dei rischi di *short-termism* derivanti dall'evoluzione del mercato dei capitali.

Nell'azione 10 del Piano di Azione, infatti, la Commissione Europea si era impegnata a realizzare un approfondimento analitico e un'attività di consultazione su:

- la possibile necessità di obbligare i consigli di amministrazione delle società a sviluppare e pubblicare una strategia sulla sostenibilità e a prevedere obiettivi misurabili di sostenibilità, estendendo il campo di analisi anche ai doveri di diligenza nelle catene di fornitura;
- la possibile necessità di intervenire per via legislativa al fine di definire il dovere degli amministratori di agire nell'interesse di lungo periodo della società.

In seguito alla pubblicazione delle ESAs sull'esame dello *short-termism* del mercato europeo<sup>47</sup> e dei due studi commissionati a consulenti esterni<sup>48</sup>, il 30 luglio 2020 la Commissione europea ha pubblicato in consultazione<sup>49</sup> un documento recante una possibile *road map* per le future iniziative legislative in questo ambito che potrebbero includere anche la modifica della Direttiva su alcuni aspetti di diritto societario<sup>50</sup> e della Direttiva sui diritti degli azionisti<sup>51</sup> volta all'integrazione degli obiettivi di sostenibilità nel quadro normativo della *corporate governance* delle società al fine di meglio allineare gli interessi a lungo termine del *management*, degli azionisti, degli *stakeholder* e della società nel suo complesso. Gli obiettivi specifici sono quelli di aiutare gli amministratori a prendere decisioni aziendali in un'ottica a lungo termine e a rafforzare la resilienza e le prestazioni a lungo termine delle società attraverso modelli di *business* sostenibili.

---

<sup>47</sup> Sulla base della [richiesta della Commissione europea di un parere delle ESAs](#), l'EBA, l'ESMA e l'EIOPA hanno pubblicato le rispettive relazioni: EIOPA, [Potential undue short-term pressure from financial markets on corporates: Investigation on European insurance and occupational pension sectors](#), 18 dicembre 2019; ESMA, [Report. Undue short-term pressure on corporations](#), 18 dicembre 2019; EBA, [Report on undue short-term pressure from the financial sector on corporations](#), 19 dicembre 2019.

<sup>48</sup> [Study on due diligence requirements through the supply chain](#), 20 febbraio 2020; [Study on directors' duties and sustainable corporate governance](#), 29 luglio 2020.

<sup>49</sup> Consultazione scaduta l'8 ottobre 2020.

<sup>50</sup> Direttiva 2017/1132.

<sup>51</sup> Direttiva 2007/36.



Ad esito di questo complesso processo di consultazione, la Commissione europea ha da ultimo posto in consultazione a fine ottobre 2020 una “*Proposta di iniziativa sulla governance societaria sostenibile*”<sup>52</sup>. L’iniziativa è complementare alla revisione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e volta all’introduzione del citato obbligo di *sustainability reporting*<sup>53</sup>.

Tra le ipotesi di intervento delineate nella “*Proposta di iniziativa sulla governance societaria sostenibile*”, particolare rilevanza assume la possibilità di intervenire, con un atto legislativo europeo, sui doveri fiduciari degli amministratori e sul loro *enforcement*. Secondo la Commissione europea, infatti, sebbene in tutti gli Stati membri l’attuale quadro giuridico preveda per gli amministratori il dovere di agire nell’interesse dell’impresa, nella maggior parte di essi la mancanza di chiarezza sulla definizione dell’interesse dell’impresa favorisce un’ottica a breve termine, con un’attenzione preponderante agli interessi finanziari degli azionisti e una mancata considerazione degli interessi di altri *stakeholder*, sebbene questi ultimi possano anche contribuire al successo, alla resilienza e alla vitalità a lungo termine dell’impresa.

Secondo la Commissione europea, l’eccessivo orientamento delle imprese europee verso gli interessi a breve termine degli azionisti sarebbe dimostrato dallo studio sugli obblighi degli amministratori e sulla governance societaria sostenibile realizzato da Ernst & Young (in seguito anche solo “E&Y”)<sup>54</sup>. In linea con le conclusioni dello studio, la Proposta della Commissione prospetta la possibilità di ridefinire i doveri fiduciari degli amministratori, imponendo loro di bilanciare gli interessi di tutti i portatori di interessi, anziché concentrarsi su quelli finanziari a breve termine degli azionisti. In tale quadro, gli amministratori sarebbero inoltre obbligati a stabilire procedure adeguate e, se del caso, obiettivi misurabili (basati su dati scientifici) per garantire di poter individuare, prevenire

---

<sup>52</sup> Commissione europea, [Documento di consultazione](#) sulle iniziative proposte in materia di *sustainable corporate governance*, posto in consultazione il 26 ottobre 2020 fino all’8 febbraio 2021.

<sup>53</sup> V. *supra*, par. 2.3.1.

<sup>54</sup> Secondo questo studio, negli ultimi trent’anni le società quotate in borsa nell’UE hanno privilegiato la creazione di valore a breve termine per gli azionisti tramite la distribuzione di dividendi e le operazioni di *buy back*, complessivamente aumentati dal 20% al 60% degli utili, a scapito degli investimenti in conto capitale e in ricerca e sviluppo, il cui peso rispetto agli utili è diminuito, rispettivamente, del 45% e del 38%. A fronte di questi risultati, lo studio sostiene la necessità di un intervento politico dell’UE per estendere l’orizzonte temporale del processo decisionale delle imprese e promuovere una *governance* societaria più favorevole alla sostenibilità, definendo tre obiettivi specifici: rafforzare il ruolo degli amministratori nel perseguire l’interesse a lungo termine dell’impresa; integrare la sostenibilità nella strategia e nel processo decisionale dell’impresa; promuovere pratiche di *governance* societaria che contribuiscano alla sostenibilità dell’impresa, con interventi sulle politiche di remunerazione, sulla composizione del consiglio di amministrazione e sul coinvolgimento dei portatori di interessi.

e affrontare i possibili rischi e impatti negativi della loro attività per il contesto sociale, sanitario ambientale e dei diritti umani. Per favorire un efficace *enforcement* di questa estensione dei doveri fiduciari degli amministratori, la Proposta prevede la possibilità che i portatori di interessi, come ad esempio i dipendenti, l'ambiente o le persone interessate dalle attività dell'impresa rappresentate da organizzazioni della società civile, abbiano il potere di promuovere azioni di responsabilità nei confronti della società e degli amministratori.

Le proposte della Commissione europea e soprattutto le premesse teoriche ed empiriche poste a loro fondamento sono state sottoposte a severe critiche da parte di molti dei rappresentanti del mondo accademico<sup>55</sup> e degli operatori del mercato<sup>56</sup> che hanno partecipato alle varie fasi, finora svolte, della consultazione pubblica. In questo senso si sono orientate anche le risposte di Assonime e di EuropeanIssuers, l'associazione delle società quotate europee cui Assonime aderisce, e quelle di alcune entità competenti per l'autoregolamentazione delle *best practice* di *corporate governance*, come il comitato olandese<sup>57</sup> e il comitato danese<sup>58</sup>, alle quali si aggiunge anche la risposta congiunta<sup>59</sup> delle

---

<sup>55</sup> Si vedano, in particolare, la [risposta](#) dei professori dell'Harvard Law School e dell'Harvard Business School (Roe, Spamann, Fried, Wang, Ramseyer, Ferrell, Kraakman, Bebchuk, Clark); la [risposta](#) dei professori dell'Università di Amburgo (Bassen, Lopatta, Ringe); la [risposta](#) Copenhagen Business School (Hansen, Lilja), l'ulteriore [risposta](#) della Copenhagen Business School (Rose) e la [risposta](#) del Center for Corporate Governance della Copenhagen Business School (Ohnemus, Richter, Thomsen); la [risposta](#) dei Nordic Company Law Scholars (Andersen, Bergþórsson, Bråthen, Hansen, Hansen, Johansson, Kinander, Knuts, Lidman, Lilja, Rasmussen, Rose, Samuelsson, Sillanpää, Sjöberg, Skog, Stattin, Strand, Vahtera, Villa, Werlauff); la [risposta](#) dalla London Business School (Edmans), la [risposta](#) degli European Company Law Experts.

<sup>56</sup> Si vedano, in particolare, la [risposta](#) di Assonime; la [risposta](#) di EuropeanIssuers; la [risposta](#) di Medef; la [risposta](#) della Federation of Finnish Enterprises; la [risposta](#) dell'Efama; la [risposta](#) di Better Finance; la [risposta](#) della Confederation of Swedish Enterprise; la [risposta](#) della Finnish Securities Market Association; la [risposta](#) della Association of Chartered Certified Accountants; la [risposta](#) di Ecoda; la [risposta](#) della German Insurance Association.

<sup>57</sup> La [risposta](#) del Dutch Corporate Governance Code Monitoring Committee.

<sup>58</sup> La [risposta](#) del Danish Committee on Corporate Governance.

<sup>59</sup> La [risposta congiunta](#) di entità di autoregolamentazione (Swedish Corporate Governance Board, Swedish Association for Generally Accepted Principles in the Securities Market, Swedish Association of Listed Companies), le associazioni di impresa e di categorie di professionisti (Confederation of Swedish Enterprise, Confederation of Danish Industry, Federation of German Industries, Swedish Federation of Business Owners, Institute for the Accountancy Profession in Sweden, Danish Shipping, Swedish Institutional Owners Association for Regulatory Issues in the Stock Market, Swedish Investment Fund Association) e degli investitori istituzionali (AFA Insurance, Alecta, AMF, Folksam Group, Länsförsäkringar Fonder, Skandia Mutual Life Insurance Company, Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden, Sjunde AP-fonden, Handelsbanken Fonder, Nordea Fonder, SEB Fonder, Swedbank Robur Fonder, Didner & Gerge Fonder, Lannebo Fonder).

entità svedesi per l'autoregolamentazione insieme ai rappresentanti delle imprese e degli investitori danesi, svedesi e tedeschi.

Nell'ottica del Comitato per la Corporate Governance, appare inoltre completamente sottovalutata nell'analisi della Commissione europea l'evoluzione dell'autodisciplina e delle prassi delle società quotate europee che ha visto negli ultimi anni, grazie anche a un parallelo sviluppo dell'interesse degli investitori per i temi di sostenibilità, un deciso orientamento verso la sostenibilità dell'attività impresa, che rendono le valutazioni sul presunto *short-termism* delle imprese europee e sulle pressioni degli investitori in tale senso quantomeno datate e approssimative.

Le misure ipotizzate dalla Commissione europea, che troveranno una prima definizione nella proposta di direttiva attesa per il 9 dicembre 2021, segnalano l'intenzione di privilegiare l'approccio normativo al tema della sostenibilità, prefigurando ulteriori cambiamenti a un quadro normativo già recentemente mutato in profondità a seguito dei nuovi obblighi informativi introdotti con la Direttiva sulle informazioni non finanziarie e dalla revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti.

L'ambito delle possibili misure della Commissione europea per l'attuazione della decima azione del Piano d'azione per la finanza sostenibile appare dunque in forte accelerazione, nonostante le criticità riscontrate nell'ambito delle consultazioni pubbliche svoltesi nel 2020, mostrando una sostanziale sottovalutazione delle evoluzioni dei codici di *corporate governance*, tra le quali si annovera anche l'ultima edizione del Codice italiano di Corporate Governance, volta a sviluppare il tema della sostenibilità dell'attività di impresa e della sua integrazione nella prospettiva strategica dell'impresa, nella gestione dei rischi e nelle prassi di remunerazione degli amministratori.

Il coinvolgimento del Presidente del Comitato nelle discussioni informali e le ipotesi di una condivisione delle iniziative con i presidenti dei principali comitati europei costituisce un passo importante per valorizzare il ruolo fondamentale che i codici di *corporate governance* rivestono nello sviluppo delle *best practice* in materia di sostenibilità dell'impresa e per ricercare, soprattutto in questa fase dinamica, un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, sia a livello nazionale che europeo.

### 2.2.3. Il fenomeno del *say on climate*

Il tema della sostenibilità ambientale e sociale interessa crescentemente anche l'evoluzione dei rapporti tra società, investitori e più ampie categorie di portatori di

interessi. Da un lato, è in sensibile aumento l'attenzione che gli investitori istituzionali stanno ponendo all'adeguatezza e alla ambiziosità degli obiettivi strategici ambientali e sociali che le imprese si sono date e al loro effettivo raggiungimento, considerando come parametro di riferimento anche gli impegni assunti a livello internazionale per la riduzione delle emissioni di CO<sup>2</sup> e, in generale, per favorire la transizione verde dell'economia<sup>60</sup>. Dall'altro lato, sta crescendo anche l'attivismo di organizzazioni rappresentative di interessi diffusi, in particolare ambientali, che hanno promosso anche in alcuni paesi europei iniziative volte a condannare la società per la previsione di obiettivi ambientali giudicati insufficienti rispetto all'emergenza della crisi climatica o al mancato conseguimento di quelli prefissati<sup>61</sup>.

Alla luce di questa evoluzione, alcuni fondi ambientalisti<sup>62</sup> hanno promosso presso alcune grandi società industriali e finanziarie la richiesta di sottoporre la politica ambientale al voto consultivo dell'assemblea, con un effetto significativo anche sulle assemblee di alcune società europee. A livello europeo, la maggior parte delle proposte è stata presentata direttamente dal consiglio di amministrazione, mentre in alcuni casi sono stati gli azionisti a ottenere direttamente una integrazione dell'ordine del giorno. Tali proposte hanno ottenuto sempre un sostegno molto elevato, con qualche maggiore nota di dissenso nei pochi casi in cui la proposta è stata presentata dai soci<sup>63</sup>. Rispetto alla rapida crescita di tali iniziative, alcuni dei principali investitori istituzionali e dei *proxy advisors* hanno svolto delle considerazioni o avviato consultazioni sul tema, dove appare comunque prevalente un approccio prudente rispetto agli orientamenti di voto<sup>64</sup> e un riconoscimento del carattere strategico delle politiche ambientali e dunque della responsabilità del consiglio di amministrazione nella loro definizione<sup>65</sup>.

---

<sup>60</sup> Si veda, ad esempio, l'intensificarsi delle aspettative fissate dai principali investitori attivi, quali BlackRock e Aviva.

<sup>61</sup> Si veda ad esempio il caso olandese *Royal Dutch Shell vs Milieudefensie*, dove il Tribunale dall'Aia ha condannato la capogruppo alla riduzione delle emissioni di Co2 del gruppo del 45% entro il 2030 rispetto ai livelli del 2009. Nel corso del 2021, alcuni fondi green hanno promosso azioni di responsabilità relative all'impatto ambientale prodotto da alcune società automobilistiche tedesche.

<sup>62</sup> In particolare, ClimateAction 100+ e la Net Zero Asset Owner Initiative.

<sup>63</sup> Cfr. [IHS Markit, The significance of say-on-climate resolutions, Part 1 – A European overview](#).

<sup>64</sup> Consultazioni avviate da Iss e Glass Lewis nel primo semestre del 2021.

<sup>65</sup> Per Vanguard, si veda J. Galloway, *Vanguard Insights on Evaluating Say on Climate Proposals*, giugno 2021, disponibile sul sito dell'Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

Ferma restando l'opportunità di vagliare la concreta percorribilità del voto consultivo, si osserva come tale fenomeno possa comportare un effetto anche strutturale sulla ripartizione di competenze tra il consiglio di amministrazione e l'assemblea dei soci, in particolare rispetto alla responsabilità del consiglio nella definizione delle strategie. Una possibile evoluzione che può avere un forte impatto anche sulla governance delle società quotate e rappresentare dunque anche una sfida per il Codice di Corporate Governance. Rispetto alle problematiche che emergono dalle prime riflessioni sul voto consultivo in materia ambientale si osserva come la valorizzazione del dialogo del nuovo Codice, inclusa la previsione di una politica di dialogo con la generalità degli azionisti e la promozione di un dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti possa costituire un utile strumento che consenta di sviluppare tempestivamente una sensibilità rispetto agli interessi e alle richieste dei propri stakeholder per tenerne conto nella definizione degli obiettivi strategici ambientali e sociali e prevenire auspicabilmente l'esacerbarsi del conflitto in sede assembleare.

## II. RAPPORTO SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

Il nono Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Codice") è redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato sulla base dei dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli<sup>66</sup>.

Il Rapporto si articola in tre parti:

- la descrizione del campione esaminato;
- la parte sintetica che esamina il grado di adesione complessivo alle principali raccomandazioni del Codice;
- la parte analitica che fornisce una panoramica sull'applicazione di alcune sue raccomandazioni, riservando particolare attenzione a quelle maggiormente rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e la corretta definizione della politica sulla remunerazione.

Le informazioni esaminate nel presente Rapporto sono contenute nelle relazioni sugli assetti proprietari e sul governo societario, nelle quali le società forniscono una descrizione dettagliata della loro *corporate governance*, specificando se aderiscono al Codice di autodisciplina e, in tal caso, indicano le modalità di applicazione delle raccomandazioni ivi contenute (cfr. *principio guida* III del Codice) nonché i casi di scostamento dalle singole raccomandazioni, con relativa spiegazione dettagliata sulle modalità e i motivi di ciascuna disapplicazione (cfr. *principio guida* IV del Codice).

Le considerazioni svolte sul contenuto delle politiche per la remunerazione si fondano sulle informazioni che le società pubblicano nella prima parte delle relazioni sulla remunerazione, mentre l'esame delle remunerazioni erogate considera i dati tratti dalla seconda sezione delle medesime relazioni.

---

<sup>66</sup> La principale fonte del presente Rapporto è costituita dal *Rapporto Assonime-Emittenti sulla Corporate Governance in Italia* (in corso di pubblicazione, in seguito anche solo "Assonime-Emittenti Titoli 2021"), integrata con ulteriori elaborazioni dei dati contenuti nel database Assonime; su specifici argomenti sono statati considerati anche il "*Rapporto 2021 dell'Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia: governance, performance ed executive compensation*", realizzato da The European House – Ambrosetti (in seguito anche solo "Rapporto Ambrosetti") e il "*Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance In Italia*" del centro Studi Finanziari sulla Corporate Governance dell'Università cattolica (in seguito anche solo "Rapporto FIN GOV").

## 1. Descrizione del campione di riferimento

Il Rapporto del Comitato esamina l'applicazione delle raccomandazioni del Codice di autodisciplina da parte di tutte le società italiane quotate sul mercato principale (MTA gestito da Borsa Italiana)<sup>67</sup> che dichiarano di aderirvi: esse rappresentano il 95% del totale delle società italiane con azioni quotate sul MTA, cui il Codice in vigore al 31 dicembre 2020 si riferisce, con un peso pari al 99% della capitalizzazione complessiva delle società italiane quotate. La copertura del listino integrale di Borsa Italiana, che comprende anche le società quotate sul MTA di diritto estero, è pari al 91% delle società e all'80% della relativa capitalizzazione complessiva. La riduzione della copertura è più rilevante per le società di grandi dimensioni rappresentate nell'indice FTSE (82% delle società e 70% della capitalizzazione dell'indice) in conseguenza della maggiore presenza relativa di società di diritto estero in tale indice.

Sono state considerate come aderenti al Codice le società che hanno dichiarato nella loro relazione sul governo societario l'adesione all'edizione del Codice in vigore a fine 2020<sup>68</sup>.

L'analisi è condotta sulle informazioni pubblicate dalle società nelle relazioni sul governo societario e sulle remunerazioni pubblicate nel corso del 2021 e intende fornire un quadro generale sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice di autodisciplina.

L'analisi si pone l'obiettivo, da un lato, di valutare il grado complessivo di applicazione delle raccomandazioni del Codice e di verificare l'influenza su di esso delle diverse caratteristiche delle società quotate (cd. valutazione sintetica cfr. paragrafo 2); dall'altro, di approfondire le modalità applicative delle raccomandazioni del Codice più rilevanti (cd. valutazione analitica cfr. paragrafo 3).

---

<sup>67</sup> Il riferimento al MTA deriva dalla considerazione dei dati al 31 dicembre 2020. A seguito dell'integrazione di Borsa Italiana nell'ambito del gruppo Euronext, il mercato regolamentato gestito da Borsa ha assunto dal 25 ottobre 2021 la denominazione di Euronext Milan.

<sup>68</sup> Si tratta dell'interpretazione espressa nel 2015 e ribadita nel 2016 dal Comitato per la Corporate Governance sulla base dei principi guida del Codice. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Rapporto 2015*, p. 11.

Le principali caratteristiche strutturali delle società che sono state utilizzate nell'analisi sono la dimensione (per indice o distinguendo tra medio-grandi e piccole)<sup>69</sup>, il settore di appartenenza (finanziario e non-finanziario)<sup>70</sup> e gli assetti proprietari<sup>71</sup>.

In coerenza con il quadro di riferimento, l'esame è ancora realizzato con riferimento all'adesione all'edizione 2018 del Codice di autodisciplina. Per favorire una graduale adesione all'edizione 2020 del Codice, alcune informazioni sono state raccolte (sostenibilità) o comunque esaminate anche alla luce delle nuove raccomandazioni e delle misure di proporzionalità che trovano applicazione per la prima volta nel 2021. A tal fine, il Rapporto fa riferimento alle nuove categorie dimensionali (società "grandi" e "non grandi") e proprietarie (società "concentrate" o "non concentrate") del nuovo Codice<sup>72</sup>.

## **2. Valutazione sintetica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice**

L'analisi sintetica sul grado di applicazione del Codice si basa sull'elaborazione di un indice che misura il livello e la qualità dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice da parte di tutte le società che vi aderiscono.

In particolare, l'indice tiene conto delle modalità applicative di 20 delle principali raccomandazioni del Codice, raggruppate nelle quattro aree della governance su cui si concentra il Codice: struttura e composizione dell'organo di amministrazione; funzionamento e professionalità dell'organo di amministrazione; indipendenza degli amministratori e politica di remunerazione.

---

<sup>69</sup> Le categorie dimensionali delle società sono state definite seguendo la classificazione degli indici FTSE del mercato principale gestito da Borsa Italiana: le società medio-grandi sono le società appartenenti agli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap, le società piccole comprendono invece tutte le altre società quotate sul MTA.

<sup>70</sup> La distinzione tra società finanziarie e non finanziarie ripercorre le categorie utilizzate da Borsa Italiana Spa: sono considerate finanziarie le sole società qualificate come "banche" o "assicurazioni" secondo la classificazione di Borsa Italiana, mentre tutte le altre società sono considerate non finanziarie. La qualificazione ripercorre quella utilizzata dal Note e Studi di Assonime-Emittenti Titoli che rappresenta la base della presente analisi.

<sup>71</sup> Le elaborazioni che si fondano sugli assetti proprietari sono state condotte sulla base dei dati forniti dalla Consob che ringraziamo per la disponibilità e la collaborazione.

<sup>72</sup> Per la definizione di tali categorie si veda l'illustrazione contenuta nella prima parte della presente Relazione.



Ciascun indicatore fornisce una valutazione dell'applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice rispetto ad alcuni criteri definiti *ex-ante*, volti a verificare l'effettiva 'solidità' della loro applicazione al di là della *compliance* formale<sup>73</sup>.

In alcuni casi, tali criteri sono più rigorosi di quelli esplicitamente previsti dalla versione del Codice attualmente in vigore, al fine di stimolare una progressiva evoluzione delle pratiche di governo societario rispetto all'evoluzione delle aspettative del mercato sui temi oggetto delle raccomandazioni del Codice e per favorire un graduale adeguamento ai più elevati standard qualitativi posti dal nuovo Codice di Corporate Governance che le società saranno chiamate ad applicare a partire dal 2021.

In generale, nel 2021 il grado di applicazione medio delle principali raccomandazioni del Codice, rispetto ai rigorosi criteri di valutazione adottati, è elevato, pari a quasi il 67%, e in costante crescita rispetto agli anni precedenti, con una sensibile accelerazione nell'ultimo anno.<sup>74</sup>

Confermando le evidenze degli anni precedenti, il livello di adesione è influenzato da caratteristiche strutturali, quali la dimensione e il grado di regolamentazione del settore di appartenenza<sup>75</sup>. L'applicazione del Codice appare infatti più efficace nelle società di maggiori dimensioni (77%, mentre è pari al 59% nelle società piccole) e nelle società

---

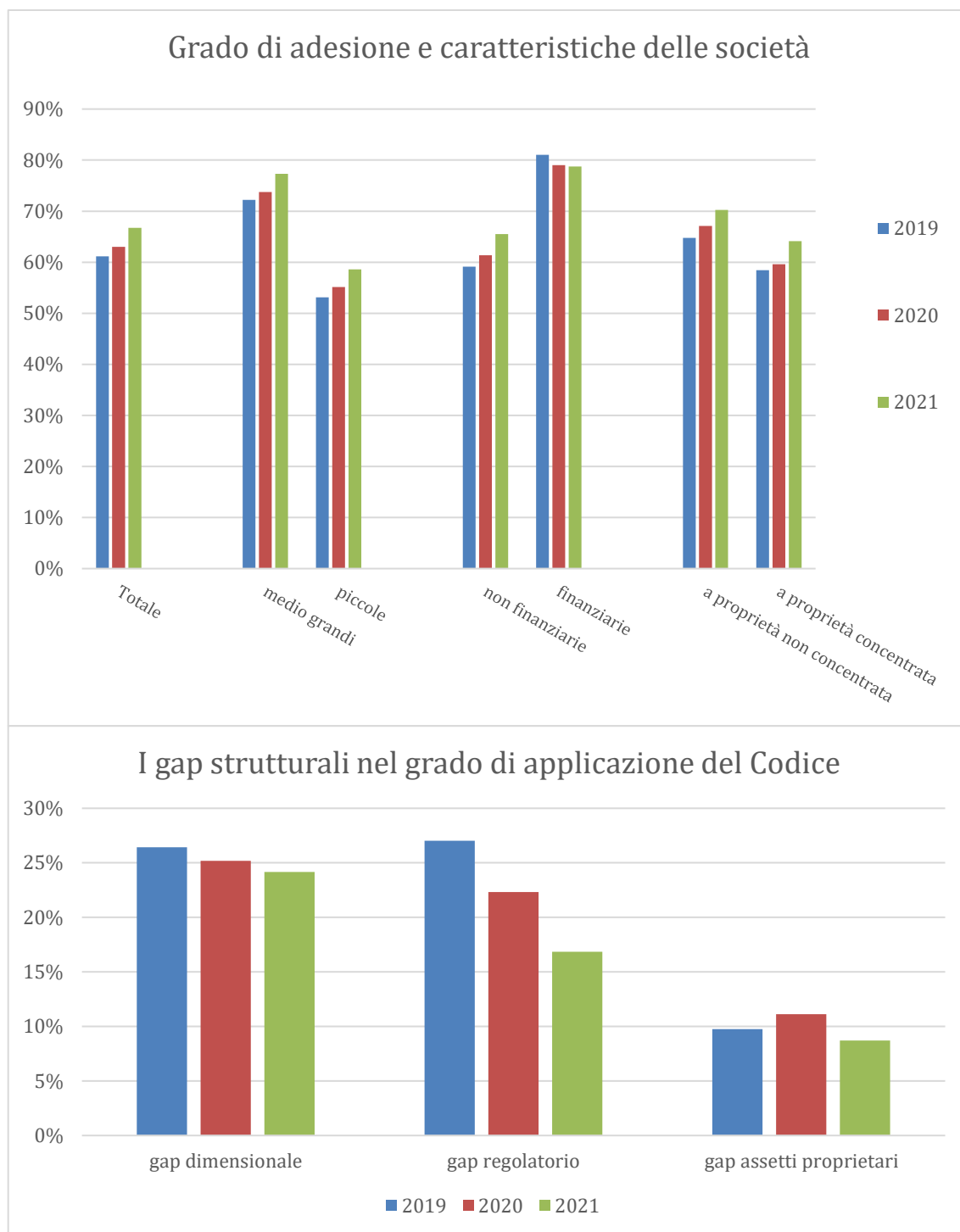
<sup>73</sup> Per la descrizione della metodologia adottata per la costruzione dell'indice e dei criteri impiegati per la valutazione dei singoli indicatori si veda Assonime- Emittenti Titoli *"Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2021)"*.

<sup>74</sup> Una valutazione positiva sull'evoluzione della corporate governance delle società italiana è fornita anche dal Rapporto Ambrosetti, che utilizza un set di parametri di qualità della governance che solo parzialmente riflettono le raccomandazioni del Codice. Peraltro, tali parametri appaiono fortemente penalizzare le società di minori dimensioni. Di conseguenza, lo Studio Ambrosetti evidenzia un continuo miglioramento della governance per le società del FTSE MIB nel periodo 2010- 2021, analogamente a quanto registrato nei monitoraggi del Comitato, mentre evidenzia un peggioramento per le società di minori dimensioni, soprattutto a causa dell'introduzione nell'ultimo rapporto di stringenti criteri di valutazione sul tema della sostenibilità, che, oltre ad anticipare le raccomandazioni del Codice, appaiono privilegiare soprattutto l'adozione di procedure organizzative (costituzione di comitati, previsioni di specifiche figure professionali), non necessariamente adeguate nelle società di minori dimensioni.

<sup>75</sup> La diversità nel grado di compliance con il Codice è sottolineata dal Rapporto FIN GOV che evidenzia come *"La compliance con il Codice di Corporate Governance e, più in generale, la qualità della corporate governance è molto differenziata tra una società e l'altra: in linea generale (e non senza eccezioni) essa è buona, con punte di eccellenza, tra le società grandi, soprattutto se widely held o pubbliche, mentre è più formale nelle società piccole, specialmente se concentrate e/o a controllo familiare. L'identità dell'azionista di riferimento ha un'influenza pervasiva sulle scelte di governance."* Al riguardo, il rapporto evidenzia come la scelta del Comitato di applicare parametri e prassi differenziate a seconda della dimensione societaria e dell'azionariato sia ampiamente condivisibile. Peraltro, il Rapporto, lamenta che *"in alcuni casi, si è posta l'asticella a un livello oggettivamente basso, ottenendo un allineamento alle raccomandazioni pressoché totale. È possibile fare scelte più coraggiose senza creare problemi insormontabili agli emittenti."*

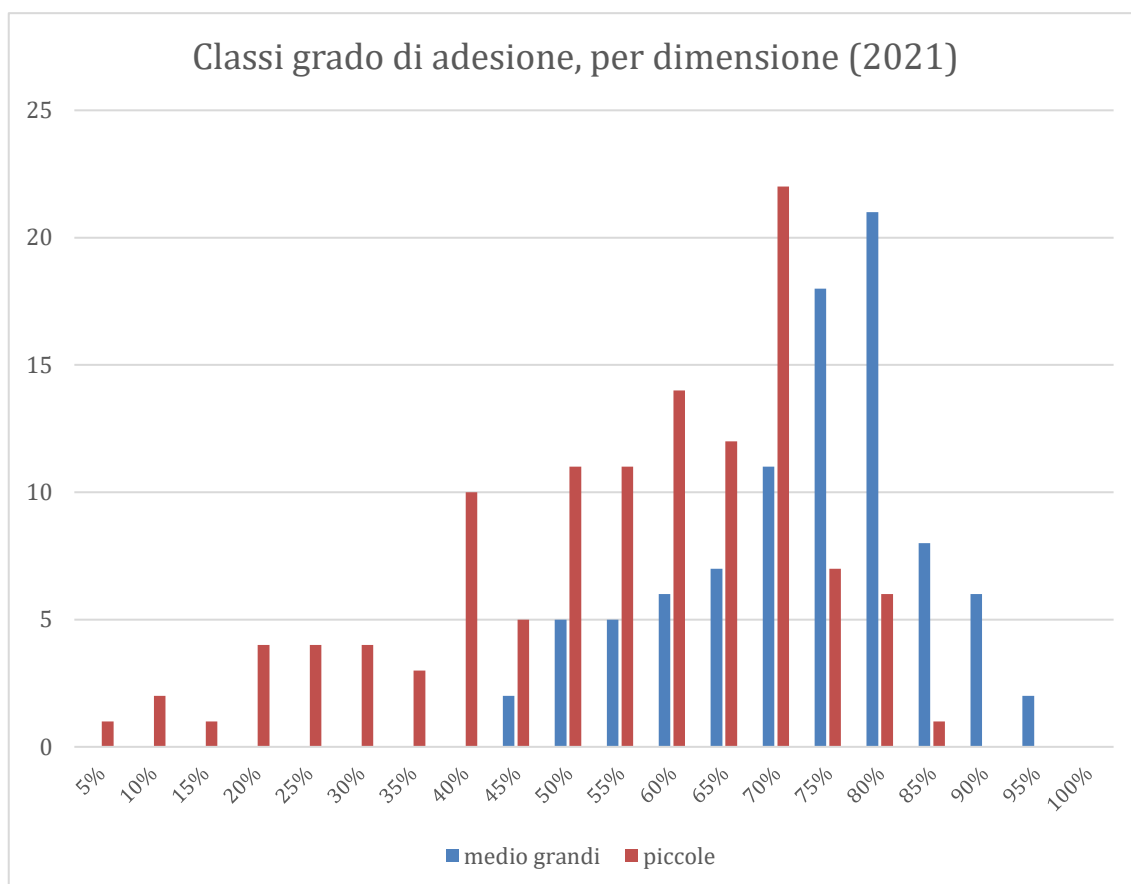
finanziarie del settore bancario e assicurativo (79%, mentre è pari al 65% nelle società non finanziarie).

Minore, ma comunque significativa, è la differenza tra società a proprietà non concentrata e quelle a proprietà concentrata (70% e 64% rispettivamente).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Il miglioramento del grado di adesione coinvolge tutte le diverse categorie di società, sebbene alcune differenze strutturali tendano a ridursi soprattutto tra società finanziarie e non finanziarie. Il principale fattore strutturale che appare incidere sul grado di adesione al Codice continua, dunque, ad essere quello dimensionale che è stato affrontato dal nuovo Codice, proprio nell'ottica di favorire una maggiore proporzionalità delle *best practice* raccomandate rispettivamente alle società grandi e a quelle di minori dimensioni<sup>76</sup>.

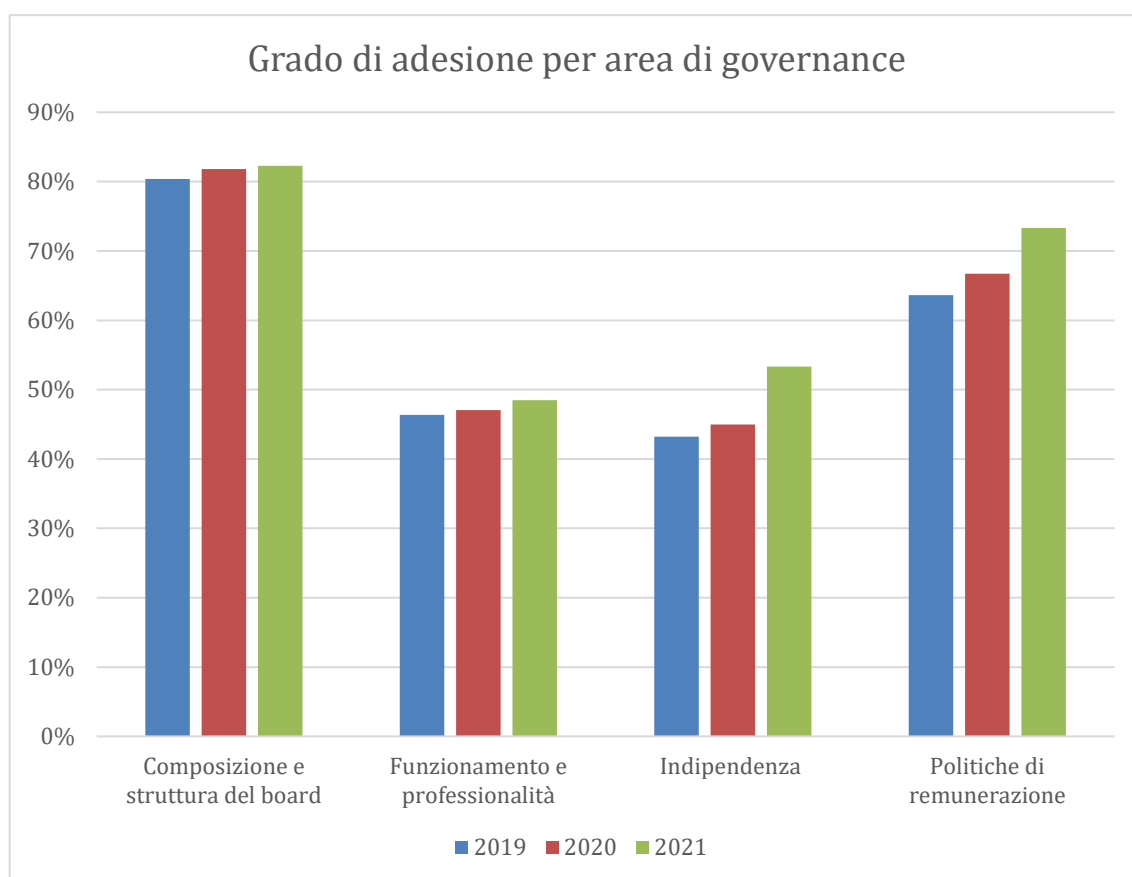


Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Un'analisi più dettagliata evidenzia comunque come l'effetto dimensionale dell'adesione al Codice riguardi soltanto una parte delle società di minori dimensioni: dal grafico che segue è interessante notare, infatti, che circa un terzo delle società piccole ha un grado di adesione al Codice superiore al 70% (dove il grado di adesione medio di tutte le società è pari al 67%). Le società di dimensioni grandi e medie hanno in generale una più alta

<sup>76</sup> Per l'illustrazione delle misure di proporzionalità del nuovo Codice di Corporate Governance si veda la prima parte della presente Relazione.

concentrazione su valori elevati di adesione al Codice: in quasi tre quarti dei casi tali società hanno un grado di adesione al Codice superiore al 70%.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

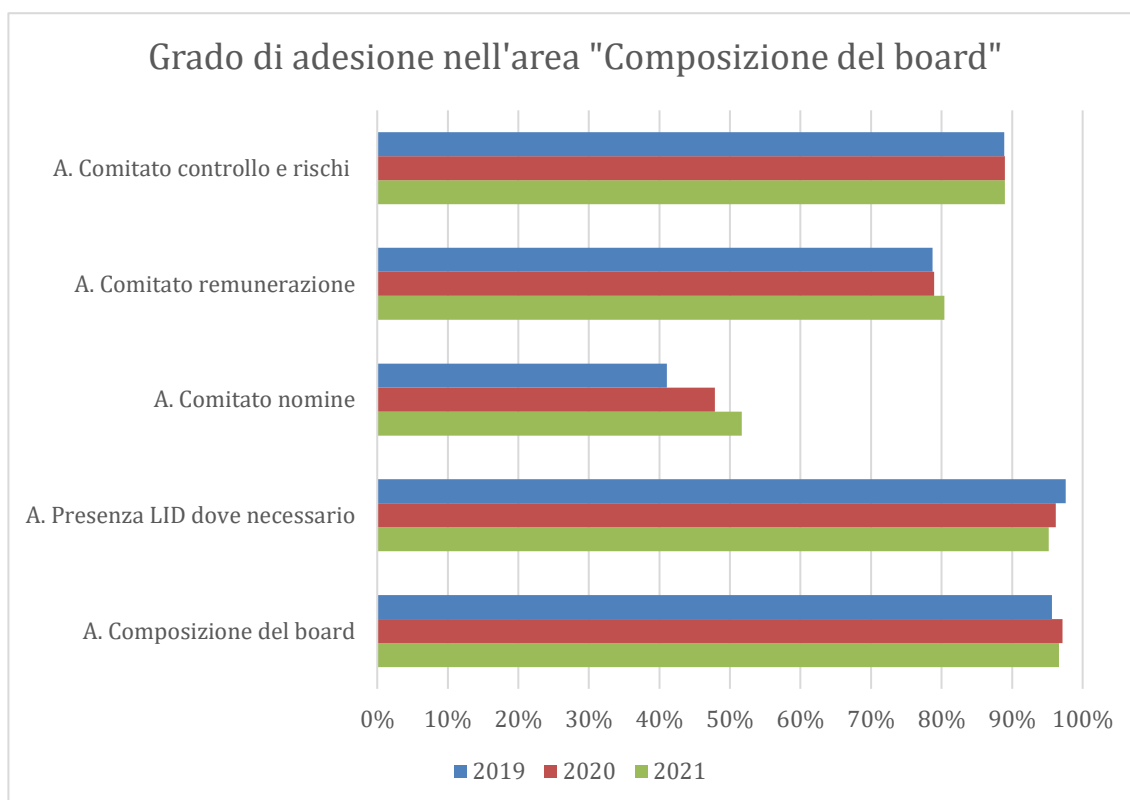
Considerando le diverse aree di *governance* su cui insistono le raccomandazioni del Codice, emergono alcune differenze significative.

Le raccomandazioni che trovano maggiore e più diffusa applicazione attengono all'area della struttura e composizione del consiglio di amministrazione (con un grado di applicazione media dell'82%) e all'area delle politiche di remunerazione (73%). Più debole è l'applicazione delle raccomandazioni relative alla valutazione dell'indipendenza degli amministratori (53%) e all'efficace funzionamento del *board* (48%). In queste due ultime aree, peraltro, si concentrano i criteri di valutazione particolarmente rigorosi adottati per misurare il grado sostanziale di adesione, e non solo una *compliance* formale, a raccomandazioni prevalentemente di natura qualitativa.

Ferma restando la diversità del grado di adesione delle quattro aree così esaminate, le relazioni esaminate quest'anno dimostrano un graduale miglioramento generale, che appare tuttavia più accentuato nelle aree della valutazione di indipendenza (in aumento

dell'8% rispetto al 2020) e nell'area delle politiche di remunerazione (in aumento del 6% rispetto al 2020).

Gli indicatori che riguardano le raccomandazioni relative alla struttura e composizione del consiglio mostrano un elevato livello di adesione con riguardo alla presenza di amministratori indipendenti, alla nomina di un *lead independent director*, qualora ci si trovi nelle condizioni che ne richiedono la nomina, e alla costituzione e funzionamento del comitato remunerazione e del comitato per il controllo e i rischi. Appare invece ancora insoddisfacente, sebbene con un significativo miglioramento se confrontato con i dati del 2019, la valorizzazione del comitato nomine, che ancora circa la metà delle società censite non ha istituito o ha deciso di unificarlo con altro comitato, quasi sempre il comitato remunerazioni, senza un'adeguata trasparenza sullo svolgimento delle relative funzioni.

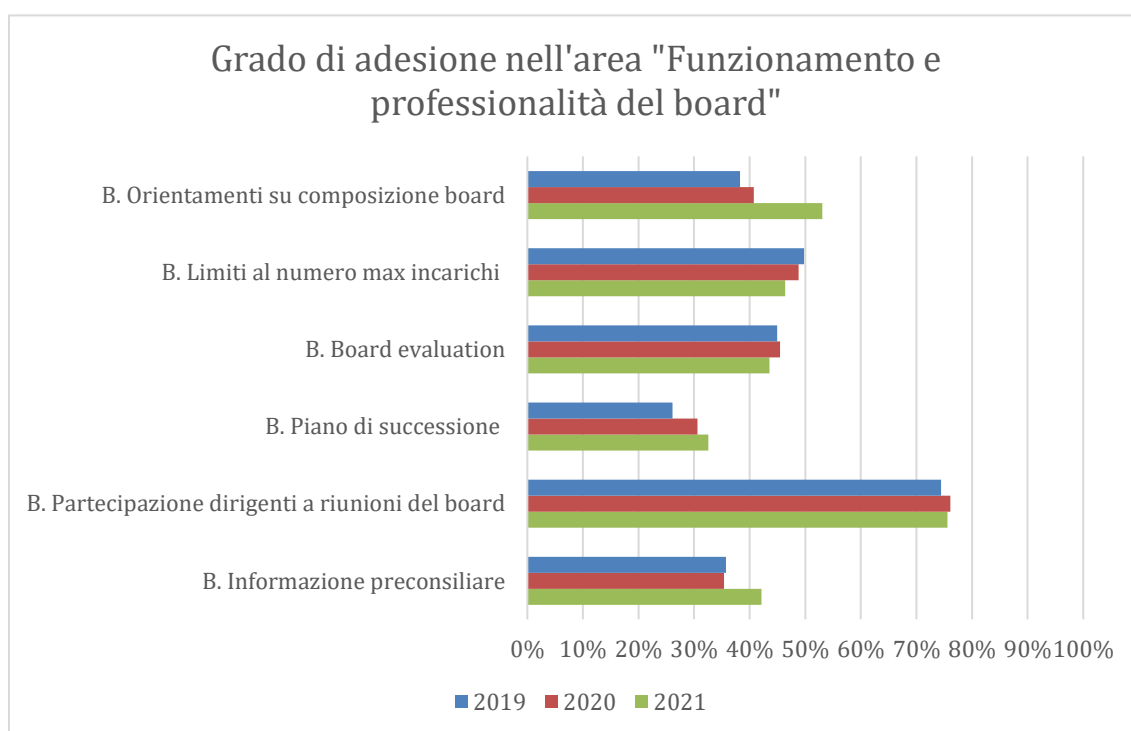


Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Per quanto riguarda l'area del funzionamento e della professionalità del board, debolezze applicative riguardano tutte le raccomandazioni del Codice considerate, con la sola eccezione della partecipazione dei dirigenti alle riunioni del *board* che trova piena applicazione nel 75% delle società. Le aree più critiche, dove il grado di adesione è quasi

sempre inferiore al 50%, riguardano invece i piani di successione, l'informativa pre-consiliare e l'autovalutazione che sono state oggetto di rafforzamenti mirati e proporzionali<sup>77</sup> nella stesura del nuovo Codice. In particolare, si rileva:

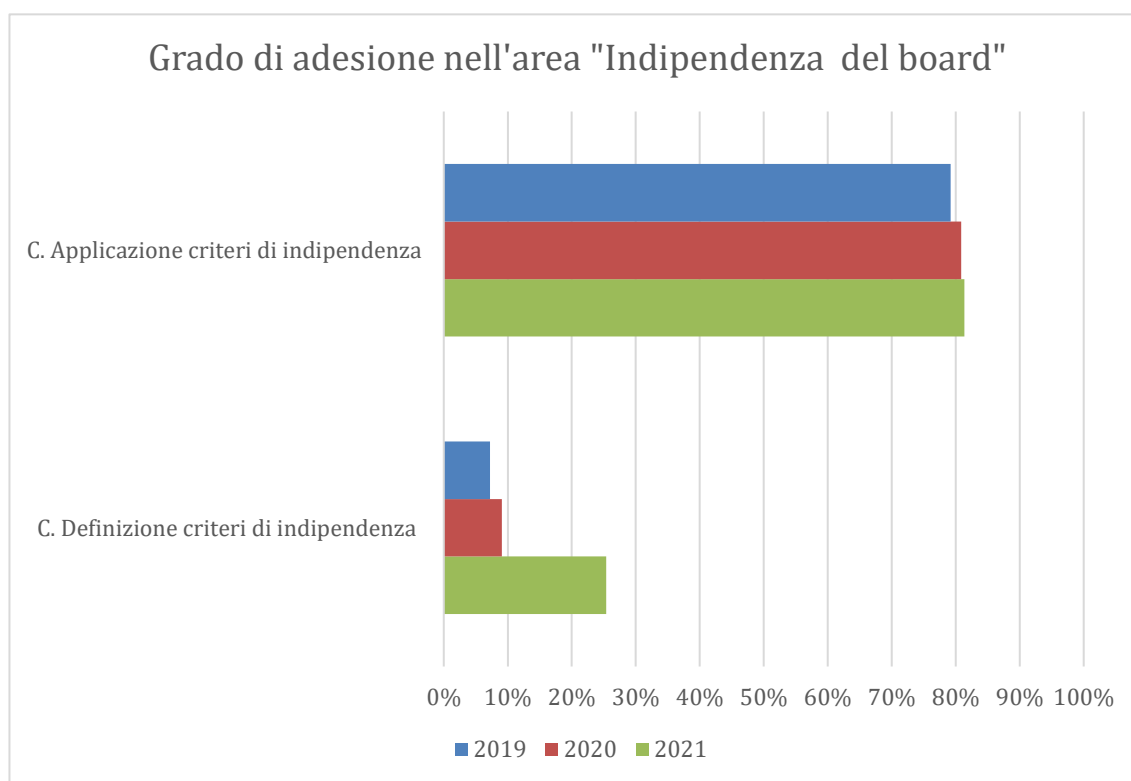
- l'assenza di piani di successione nel 67% delle società, la cui istituzione, benché non richiesta espressamente dal Codice, è stata ripetutamente raccomandata dal Comitato per le società di maggiori dimensioni;
- l'efficacia e la tempestività dell'informazione fornita prima delle riunioni del board, che risulta insoddisfacente nel 58% delle società, soprattutto per la ancora frequente previsione di generiche derogabilità ai termini di preavviso per motivi di riservatezza;
- l'adeguatezza del processo di autovalutazione del *board*, che in circa la metà delle società quotate non prevede adeguati meccanismi che assicurino che il *board*, o sue specifiche componenti, sovrintendano al suo svolgimento.;
- l'orientamento del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale che, sebbene in lieve e costante crescita, appare ancora assente in circa la metà delle società con consigli in rinnovo nel 2021.



<sup>77</sup> V. *infra*.

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

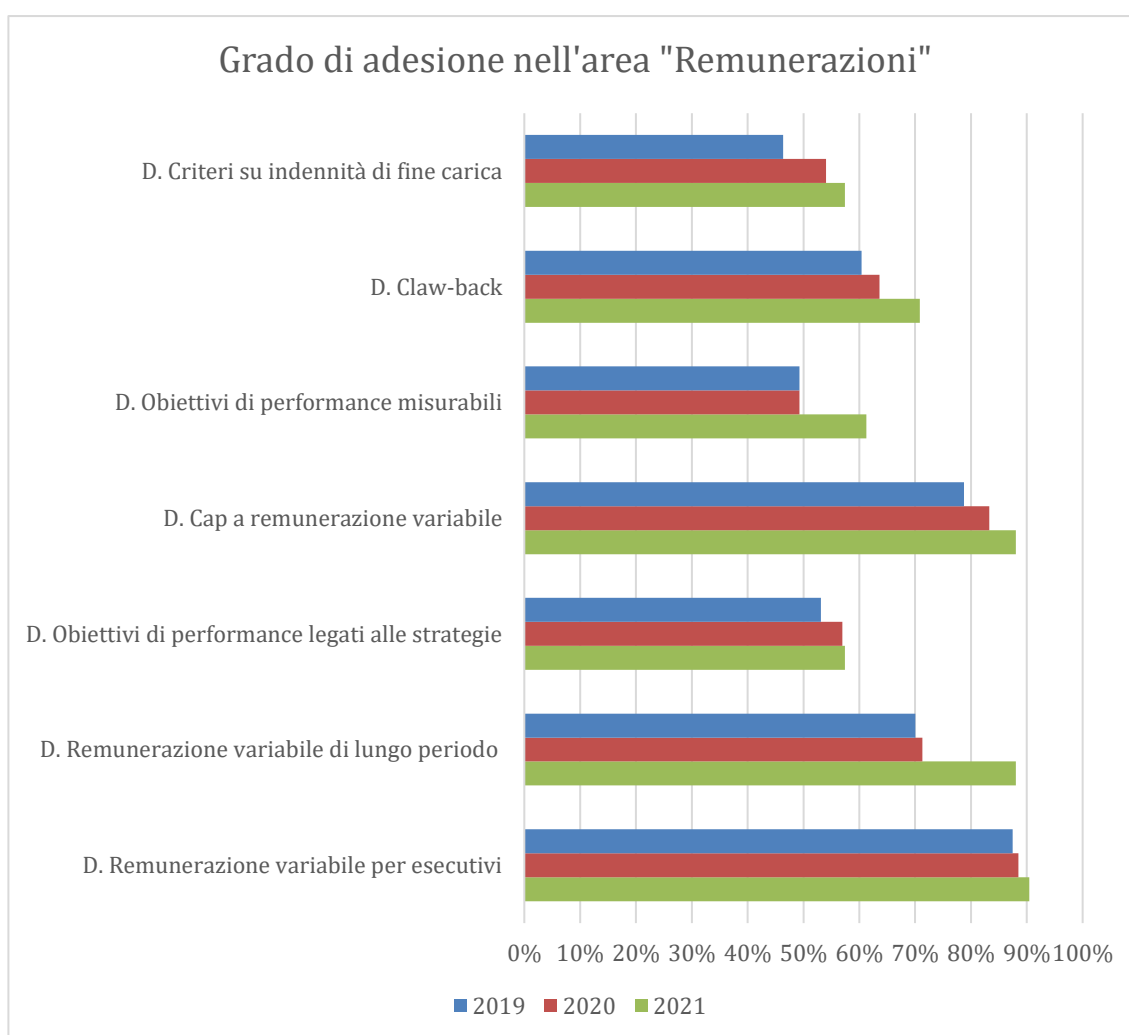
Con riguardo all'integrità del processo di valutazione dell'indipendenza degli amministratori, è elevata e in lieve crescita la qualità dell'applicazione dei criteri di indipendenza previsti dal Codice, applicati integralmente o disapplicati con adeguata motivazione su base individuale in oltre l'80% delle società. È inoltre in significativo miglioramento, anche se ancora scarsamente diffusa, la previsione di parametri quali-quantitativi che il *board* dovrebbe adottare prima della loro concreta applicazione per valutare la significatività delle eventuali relazioni economiche, professionali o patrimoniali con la società e delle remunerazioni "aggiuntive" percepite dalla società. Nonostante sia più che raddoppiato il numero delle società che prevedono tali parametri (dal 10% al 25%), ancora tre quarti delle società quotate non fornisce informazioni sui criteri utilizzati o definiti per la valutazione di tali circostanze che possono incidere significativamente sulla qualità dell'indipendenza.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Nell'area delle politiche di remunerazione un grado di applicazione molto elevato è rilevabile nella previsione di una remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi (90%), nella previsione di un tetto a questa componente (88%) e nel legare la

remunerazione variabile a obiettivi di medio-lungo periodo (88%). Un miglioramento significativo si registra anche nelle aree più critiche quali la definizione degli obiettivi di performance per la remunerazione variabile legati a obiettivi legati alle strategie delle società, ulteriori rispetto a quelli di profittabilità (57%), nella chiara indicazione degli obiettivi di *performance* cui è legata la remunerazione variabile (61%) e nella trasparenza delle procedure per la concessione di eventuali indennità di fine carica per gli amministratori esecutivi (57%). Tra gli indicatori tradizionalmente più deboli si osserva infine un miglioramento nella previsione delle clausole di *claw-back* (circa il 70%).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Il divario maggiore tra società medio-grandi e società piccole appare particolarmente evidente soprattutto con riferimento alle aree relative all'efficace funzionamento del board e alla politica di remunerazione.





Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Nell'area dell'efficace funzionamento del *board*, si segnala in particolare la difficoltà delle società di minori dimensioni ad applicare adeguatamente le raccomandazioni che attengono alla adeguata strutturazione del processo di autovalutazione, all'istituzione del comitato per le nomine, agli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale e alla definizione di un piano per la successione degli amministratori esecutivi. Alcuni di questi elementi testimoniano, come già rilevato in passato, anche l'esigenza di

una maggiore proporzionalità nelle raccomandazioni del Codice, colta dal Comitato proprio nella nuova edizione del 2020.

Con riferimento alla adeguatezza delle valutazioni di indipendenza, le società di minori dimensioni appaiono in ancora più significativo ritardo nella definizione dei parametri quali-quantitativi che il *board* dovrebbe adottare prima della loro concreta applicazione per valutare la significatività delle eventuali relazioni economiche, professionali o patrimoniali con la società e delle remunerazioni “aggiuntive” percepite dalla società.

Quanto alle remunerazioni, le principali criticità delle società piccole si manifestano nel collegamento della remunerazione variabile a obiettivi di lungo termine e legati a risultati strategici, non meramente contabili, per la erogazione di remunerazioni variabili, nella previsione di clausole di *claw-back* e nella trasparenza delle procedure per le indennità di fine rapporto.

### **3. Valutazione analitica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice**

Questa parte del rapporto è dedicata a una valutazione analitica della compliance delle società quotate con le principali raccomandazioni del Codice, ponendo particolare attenzione a quelle più rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e la corretta definizione della politica sulla remunerazione.

L'analisi comprende anche una verifica dell'informativa fornita dalle società in caso di scostamento dalle singole raccomandazioni (*explain*) e un approfondimento in merito all'adesione sostanziale alle *best practice* ritenute fondamentali per una corretta applicazione del Codice.

L'esame delle informazioni fornite è inoltre parametrato, ove possibile, anche alle nuove raccomandazioni del nuovo Codice di Corporate Governance che le società saranno chiamate ad applicare a partire dal 2021, nell'ottica di favorire un graduale adeguamento della governance delle società quotate ed evidenziare anche i punti critici per una loro efficace adesione.

Le principali considerazioni che emergono da questa analisi, integrate con alcune indicazioni provenienti dall'analisi sintetica, costituiscono la base per le raccomandazioni che il Comitato rivolge, mediante lettera formale del suo Presidente, a tutte le società quotate, e che sono riportate nel terzo capitolo della presente Relazione.

### 3.1. Composizione dell'organo amministrativo

Nel definire una corretta articolazione del consiglio di amministrazione, il Codice di autodisciplina raccomanda che tale organo sia composto da amministratori esecutivi e non esecutivi (*principio 2.P.1.*) e che un numero adeguato di amministratori non esecutivi sia indipendente (*principio 3.P.1.*)<sup>78</sup>.

Il *criterio applicativo 1.C.1. lett. i)* richiede inoltre al consiglio di amministrazione di fornire nella relazione sul governo societario anche informazioni più dettagliate sulla propria composizione, indicando per ciascun componente la qualifica (esecutivo, non esecutivo, indipendente), il ruolo ricoperto all'interno del *board* (ad esempio, Presidente o *Chief Executive Officer*), le principali caratteristiche professionali nonché l'anzianità di carica.

#### 3.1.1. Adeguata composizione dell'organo amministrativo

Nei Rapporti precedenti il Comitato, pur rilevando una buona *compliance* con le raccomandazioni del Codice sulla composizione del CdA, aveva raccomandato agli emittenti che vi aderiscono di verificare l'esistenza e l'adeguatezza delle spiegazioni fornite in caso di *non-compliance*. Anche alla luce di tali raccomandazioni, si osserva un progressivo allineamento degli emittenti alle raccomandazioni del Codice di autodisciplina in materia di composizione del consiglio di amministrazione.

È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA: nel 97% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società dualistiche) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti. I pochi casi di *non compliance*, prevalentemente dovuti all'assenza o all'insufficienza del numero degli amministratori indipendenti sono sempre motivati.

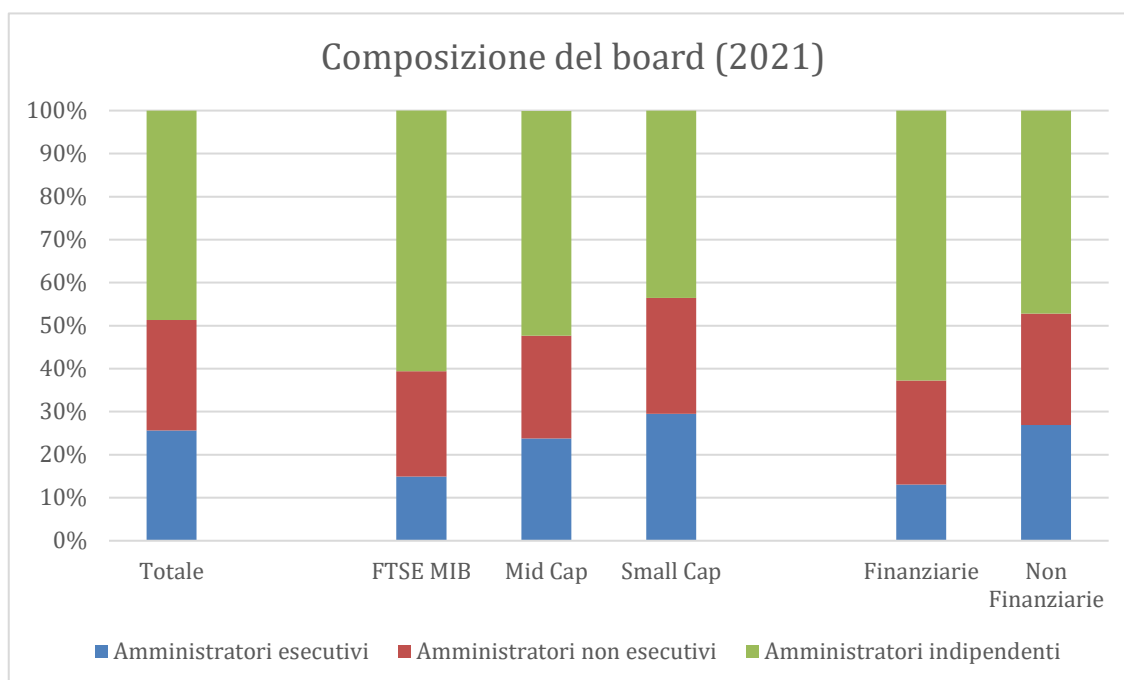
In generale, l'organo amministrativo vede un'equilibrata distribuzione di consiglieri appartenenti alle categorie previste dal Codice, con sensibili variazioni in relazione alla dimensione e al settore dell'emittente. Il peso degli amministratori indipendenti è cresciuto nel tempo: rapportando i dati odierni con quelli di cinque anni fa<sup>79</sup>, il peso medio degli indipendenti è salito in tutte le società (dal 43% al 49%) mentre si riduce

---

<sup>78</sup> Per l'analisi della quota degli amministratori indipendenti si veda *infra*, par.3.4.

<sup>79</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2016, p. 20.

progressivamente la quota degli amministratori esecutivi e di quelli non esecutivi (non indipendenti). L'aumento del peso degli indipendenti negli ultimi cinque anni è particolarmente significativo nelle società grandi, dove sale dal 49% al 61%, e soprattutto nelle società finanziarie, dove la media degli indipendenti sale dal 45% al 63%<sup>80</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

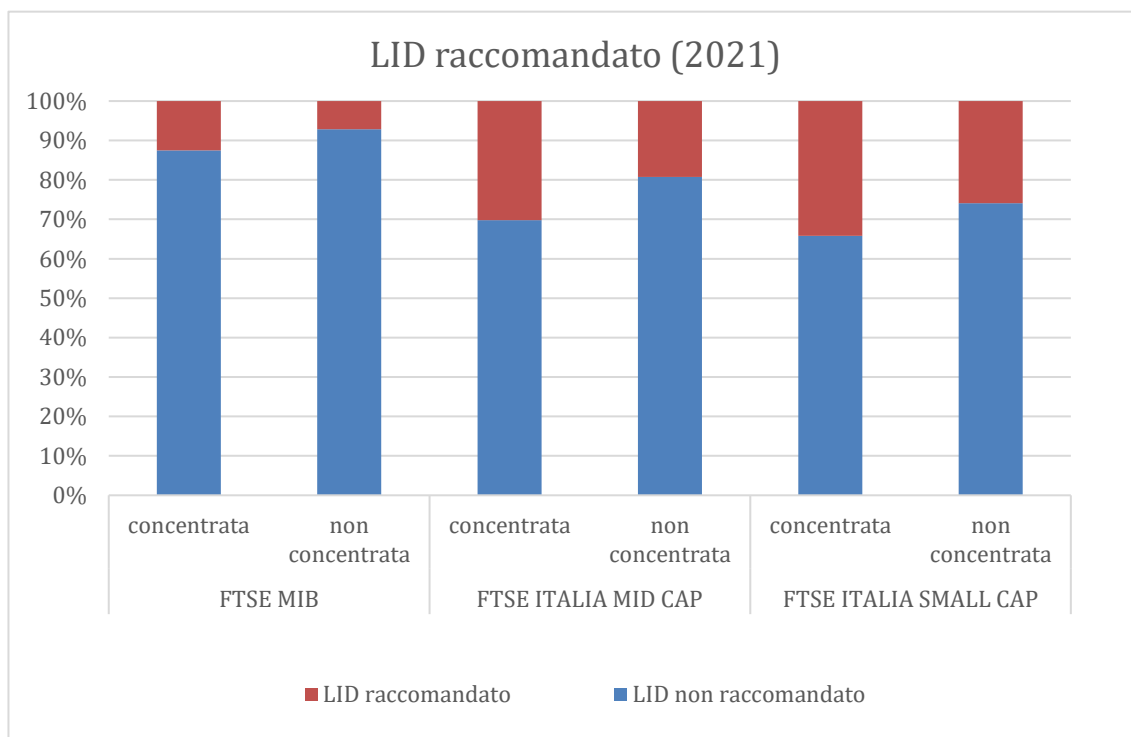
Tutte le società che aderiscono al Codice dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo; per quasi la totalità (97%) delle società è possibile identificare l'amministratore che ricopre la carica di *chief executive officer* (in seguito anche solo "CEO"): il dato si riferisce all'informazione fornita dall'emittente stesso nella relazione sul governo societario, mentre in rari casi tale classificazione è stata individuata sulla base delle deleghe attribuite all'amministratore delegato; quindici di queste società identificano due o più CEO.

Ai fini dell'analisi del grado di adesione alle principali raccomandazioni del Codice, l'identificazione del CEO è funzionale, tra l'altro, alla corretta rilevazione dei casi in cui le società si ritrovano in una delle situazioni in cui è raccomandata la nomina di un *lead*

<sup>80</sup> Questo risultato è confermato dal Rapporto Ambrosetti che rileva come "negli ultimi anni il peso dei Consiglieri indipendenti nei C.d.A. si è stabilizzato in Italia e si posiziona al terzo posto dopo la Germania ed il Regno Unito". Il Rapporto Ambrosetti analizza anche il background professionale degli amministratori indipendenti rilevando come vi sia una "prevalenza di consiglieri con background manageriale, anche tra i Consiglieri Indipendenti" in tutte le categorie dimensionali (59% nel Ftse Mib, 58% nel Mid Cap, 57% nello Small Cap).

*independent director* (in seguito anche solo “LID”). La presenza del *lead independent director* è raccomandata, infatti, nei casi in cui la concentrazione di cariche crea maggiori opportunità di individuare adeguati contrappesi negli assetti di *governance*: i) il presidente del CdA è anche il principale responsabile della gestione (*Chair-CEO*); ii) il presidente del CdA è l’azionista di controllo della società.<sup>81</sup> Inoltre si ricorda che nelle società del FTSE MIB, la designazione del LID è raccomandata qualora lo richieda la maggioranza degli amministratori indipendenti.

Il 37% delle società dichiara l’esistenza di una o di entrambe le situazioni sopra indicate. La maggior parte di tali società (87%, sostanzialmente stabile nel tempo) ha proceduto all’effettiva designazione di un *lead independent director*; la metà delle società *non-compliant* ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

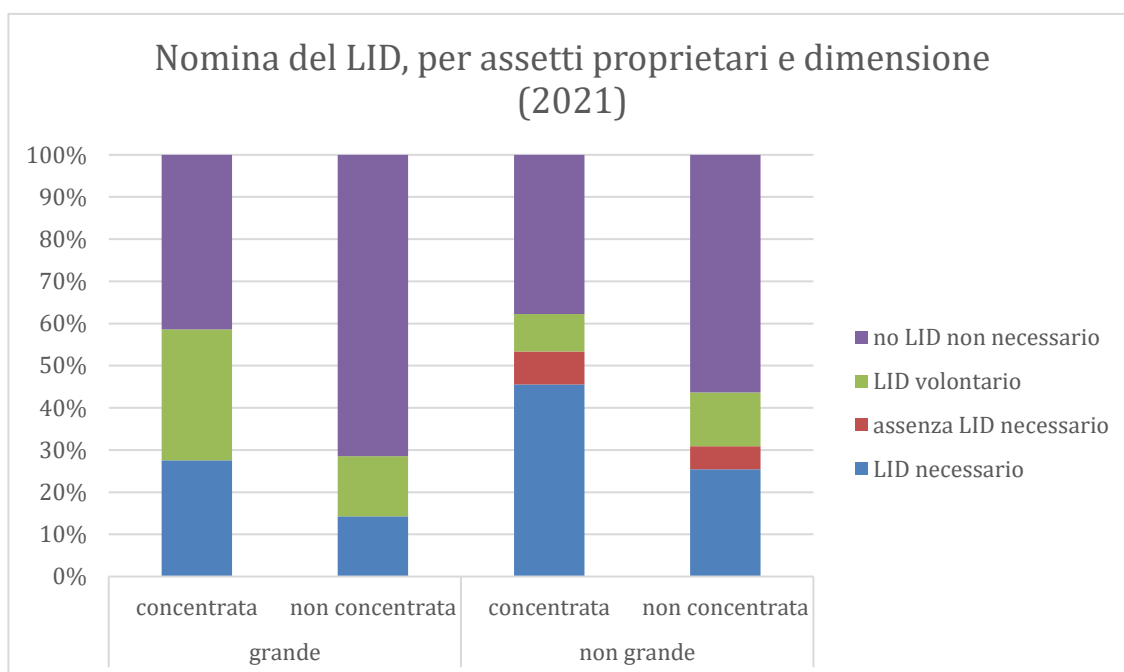
Circa un quarto delle società che non si trovano nelle condizioni in cui è raccomandata la nomina del LID (che rappresentano il 63% del campione) nomina il LID su base volontaria<sup>82</sup>. La designazione di un LID volontario è più frequente tra le società di

<sup>81</sup> Il Codice prevede una terza situazione in cui è raccomandata la nomina di un LID, limitata alle sole FTSE MIB, qualora ciò sia richiesto dalla maggioranza degli amministratori indipendenti.

<sup>82</sup> Dati Assonime-Emittenti Titoli 2021.

maggiori dimensioni con assetti proprietari concentrati, dimostrando una applicazione sostanziale delle società di tale presidio anche in casi che non ricadono formalmente nelle due condizioni previste dal Codice.

Il quadro varia secondo la dimensione delle società analizzate: il cumulo delle cariche che richiede la designazione del LID si verifica soltanto nel 9% delle FTSE MIB per salire al 36% nelle Mid Cap e al 46% nelle Small Cap. L'effetto dimensionale appare sempre più rilevante nel tempo, con un significativo progressivo calo di questo fenomeno nelle società più grandi e un significativo progressivo aumento nelle società di minori dimensioni, tipicamente familiari o comunque aventi assetti proprietari più concentrati, dove più frequentemente il Presidente coincide con l'azionista di controllo e/o il CEO della società<sup>83</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Anche il livello di *compliance* (i.e. nomina del LID ove raccomandato) è tendenzialmente molto elevato pur riflettendo un lieve effetto dimensionale: le società FTSE MIB e Mid Cap sono sempre in linea con le raccomandazioni del Codice in merito alla nomina del LID, mentre le società Small Cap registrano una *compliance* pari all'81%. In quest'ultima

<sup>83</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 43, 2019, p. 53 e 2020 p. 42.

categoria dimensionale la spiegazione della mancata designazione del LID è fornita soltanto nella metà dei casi<sup>84</sup>.

### **3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo**

#### *3.2.1. Circolazione dell'informativa pre-consiliare e consiliare*

Il *criterio applicativo* 1.C.5. del Codice raccomanda che il presidente del consiglio di amministrazione si adoperi affinché la documentazione consiliare sia inviata con congruo anticipo e che la società fornisca informazioni sulla tempestività e sulla completezza dell'informativa pre-consiliare. In particolare, le società sono chiamate a riportare nella relazione sul governo societario informazioni dettagliate sul preavviso considerato congruo per l'invio della documentazione e sull'effettivo rispetto di tale termine durante l'esercizio di riferimento.

L'importanza di un'adeguata informativa pre-consiliare e consiliare è stata sottolineata più volte dal Comitato nei suoi precedenti Rapporti<sup>85</sup> ed è stata oggetto di specifici interventi di revisione del Codice nel 2014, volti a sottolineare, seppur soltanto nel *commento* all'art. 1 del Codice, l'importanza del ruolo del presidente nella cura dell'adeguatezza e della completezza dell'informativa, che dovrebbe attivarsi anche nei casi in cui non sia stato possibile fornire la necessaria documentazione con congruo anticipo, assicurando adeguati e puntuali approfondimenti durante le stesse riunioni consiliari. Seppur l'analisi di quest'anno è ancora volta ad esaminare l'adesione all'edizione 2018 del Codice, si noti che tali elementi sono stati ulteriormente rafforzati nelle *raccomandazioni* 11 e 12 del nuovo Codice di Corporate Governance.

Nei suoi più recenti Rapporti, pur rilevando l'elevata frequenza delle informazioni fornite *ex ante* sulla circolazione dell'informativa pre-consiliare, il Comitato ha evidenziato importanti margini di miglioramento con riferimento all'informativa *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso e, in particolare, sul rispetto del termine precedentemente indicato come congruo, esortando gli emittenti a migliorare l'applicazione della raccomandazione in commento e darne adeguata divulgazione nella relazione sul governo societario.

---

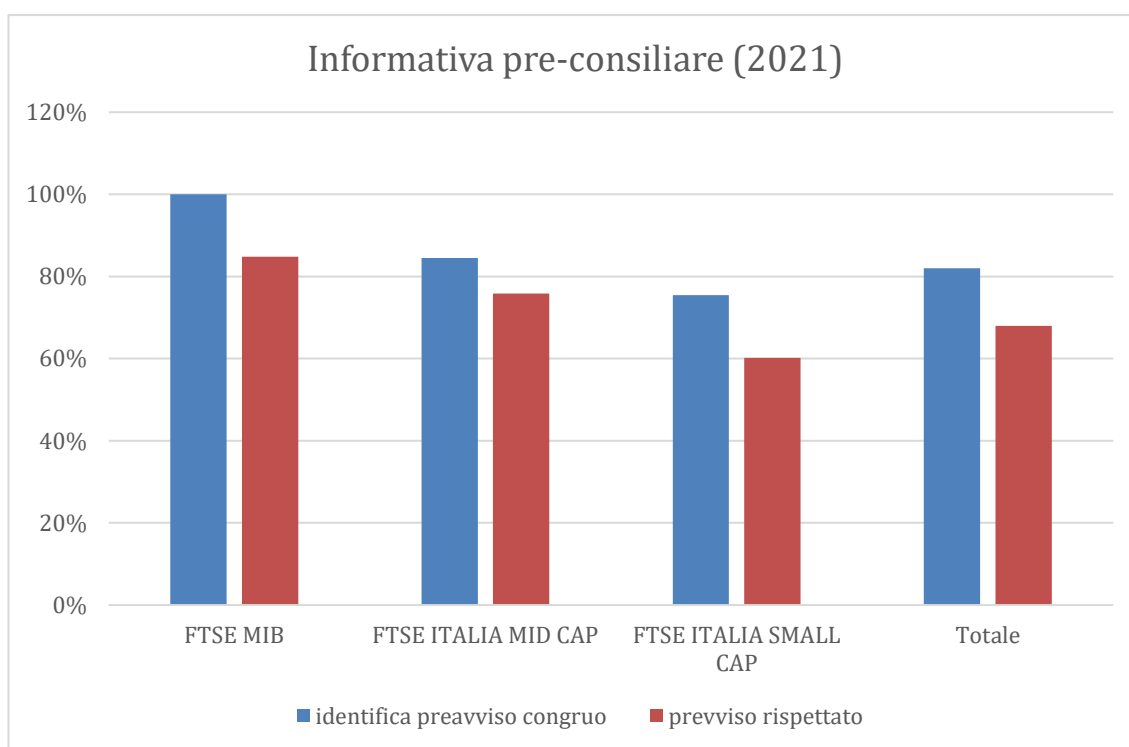
<sup>84</sup> Dati Assonime 2021.

<sup>85</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2013*, pp. 10-11, *Relazione annuale 2014*, pp. 16-17, *Relazione annuale 2017*, p. 37 ss, *Relazione annuale 2018*, p. 44, *Relazione annuale 2020*, p. 43.

Le relazioni sul governo societario pubblicate nel 2021 contengono quasi sempre (97%) indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare<sup>86</sup>. L'82% delle società ha quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo: l'applicazione del Codice appare in progressivo miglioramento rispetto all'anno scorso (75%).

Il livello di adesione varia con la dimensione della società: la definizione *ex ante* del preavviso è sempre presente tra le società di maggiori dimensioni (100%) mentre è più bassa nelle società medie (84%) e piccole (75%). Rispetto agli anni scorsi, il miglioramento si riscontra in tutte le classi dimensionali ma appare comunque più marcato nelle società grandi e medie.

Quanto all'informativa che gli emittenti sono invitati a fornire *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso, il 68% delle società ha fornito informazioni sull'effettivo rispetto dei termini previsti, in significativo aumento rispetto agli anni precedenti (circa 60% nel 2020 e 55% nel 2019). Anche in questo caso il miglioramento interessa tutte le classi dimensionali (il livello di *compliance* è pari al 85% nelle FTSE Mib, al 76% nelle Mid Cap e al 60% nelle Small Cap).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

<sup>86</sup> Un dato che appare sostanzialmente stabile e in linea con gli anni precedenti. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 43, *Relazione annuale 2019*, p. 54; Id., *Relazione annuale 2018*, p. 45, che riporta anche l'evoluzione storica del dato.



Rispetto alle precedenti raccomandazioni del Comitato<sup>87</sup>, si osserva inoltre che un numero significativo di società (37% di tutte le società che aderiscono al Codice)<sup>88</sup> continua a fare riferimento a generiche ragioni di riservatezza quali esimenti al rispetto del termine da esse previamente identificato come congruo: si intendono in tal senso i casi in cui le ragioni di riservatezza sono addotte, in via preventiva, quali possibili giustificazioni per il mancato rispetto del termine di preavviso o, in generale, per un'informativa meno tempestiva ai consiglieri; si tratta di casi in cui la società non prevede, come raccomandato dal Comitato<sup>89</sup> e anche dal nuovo Codice di Corporate Governance<sup>90</sup>, adeguati presidi alternativi in presenza di tali fattispecie.

Come già osservato dal Comitato nei precedenti rapporti, il richiamo ai motivi di riservatezza appare incoerente con le *best practice* in materia e con gli obblighi di riservatezza che già gravano sui componenti degli organi sociali; inoltre si osserva che, in molte occasioni, il richiamo a tali ragioni appare incongruo rispetto alla prassi, dichiarata espressamente dalla società, di utilizzare piattaforme *on-line* o strumenti equivalenti che hanno il pregio di assicurare ulteriori livelli di tutela alla riservatezza delle informazioni trasmesse ai consiglieri<sup>91</sup>.

Complessivamente si rileva, dunque, che soltanto il 42% delle società che aderiscono al Codice presentano un profilo informativo adeguato alle aspettative del Codice, fornendo un'indicazione chiara sul preavviso ritenuto congruo per l'informazione ai consiglieri, sul suo effettivo rispetto ed escludendo al contempo esimenti generiche quali il richiamo alla riservatezza delle informazioni.

Nonostante l'adeguatezza dell'informativa pre-consiliare continui a emergere tra le principali aree di *non-compliance* rilevate dal Comitato, nel 2021 si registra un significativo miglioramento rispetto agli anni precedenti (erano il 35% nel 2020) che

---

<sup>87</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Lettera 2018; Id, Lettera 2019, Lettera 2020.

<sup>88</sup> Sostanzialmente stabile rispetto agli anni precedenti.

<sup>89</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2018, p. 46.

<sup>90</sup> Cfr. Codice di Corporate Governance 2020, *raccomandazione* 11, nella parte in cui chiarisce che le ragioni di riservatezza dovrebbero essere *trattate "in modo da non pregiudicare la tempestività e la completezza dei flussi informativi"*.

<sup>91</sup> Circa un terzo delle società che aderiscono al Codice dichiara l'utilizzo di portali dedicati alla circolazione dell'informativa pre-consiliare; circa il 42% delle società che richiamano l'esimente della riservatezza dichiarano anche l'utilizzo di tali portali che dovrebbero ragionevolmente escludere l'esimente sopra richiamata. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

potrebbe ascriversi agli effetti del monitoraggio del Comitato e alle relative raccomandazioni svolte sul tema negli ultimi cinque anni. Infine, si osserva come il tema dell'adeguatezza dell'informativa pre-consiliare, con particolare riferimento sia alla tempestività sia alla fruibilità della documentazione fornita al consiglio, continui ad emergere tra le aree di miglioramento sollevate dagli stessi consiglieri e riportate negli esiti del processo di autovalutazione<sup>92</sup>.

### *3.2.2. Partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio*

Il *criterio applicativo* 1.C.6. del Codice prevede che il presidente del CdA possa chiedere, anche su indicazione di uno o più consiglieri, agli amministratori delegati la partecipazione alle riunioni consiliari dei dirigenti competenti secondo la materia, onde fornire gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno.

In occasione delle modifiche apportate al Codice a luglio 2015, il Comitato aveva inserito una specifica indicazione sull'opportunità di fornire un'adeguata *disclosure* in merito nella relazione sul governo societario. Parimenti, nella Relazione 2015 il Comitato, nell'evidenziare le recenti modifiche al Codice, aveva incoraggiato le società a migliorare la qualità delle informazioni fornite su questo aspetto nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2020 si evince che il 76% delle società che aderiscono al Codice indica che la partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio di amministrazione ha effettivamente avuto luogo<sup>93</sup>.

## ***3.3. Le valutazioni e gli orientamenti strategici del consiglio su competenza e professionalità degli amministratori***

### *3.3.1. Board evaluation*

Il Codice di autodisciplina raccomanda ai consigli di amministrazione di effettuare, almeno annualmente, l'autovalutazione del consiglio e dei propri comitati ed esprimere

---

<sup>92</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021 e le relative edizioni precedenti. Si tratta di informazioni fornite volontariamente dalle società, poiché la fornitura di tale informazione non è espressamente raccomandata dal Codice.

<sup>93</sup> Dato stabile nel tempo. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

all'esito della stessa, in vista del rinnovo del consiglio, gli orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna.

Le informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario su questo tema riportano un quadro sostanzialmente stabile nel tempo: anche quest'anno la maggior parte delle società (pari all'83% del totale<sup>94</sup>) ha comunicato di avere condotto l'attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione.

Come già rilevato nel 2018, il grado di adesione appare elevato e sostanzialmente equivalente nelle società FTSE MIB (97%) e Mid Cap (95%), mentre è più basso nelle società Small Cap (73%)<sup>95</sup>.

Delle 36 società che non hanno effettuato l'autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, poco meno della metà (16 società, in lieve aumento rispetto agli anni scorsi)<sup>96</sup> spiega le ragioni di questa scelta. Ove fornita, la spiegazione è legata, in un terzo dei casi, a ragioni contingenti legate alla recente quotazione e alle recenti modifiche nella composizione del consiglio, mentre un altro terzo adduce tale scelta all'opportunità di non formalizzare il processo di autovalutazione, a favore di una forma di valutazione più informale. Nel restante terzo dei casi, rappresentato da società di minori dimensioni, le società indicano espressamente di volersi avvalere della nuova impostazione del Codice che raccomanda alle società "non grandi" di procedere all'autovalutazione su base triennale<sup>97</sup>. L'esame delle spiegazioni offre dunque una informazione anche sul processo di adesione al nuovo Codice, considerato che sia le società che lo hanno citato espressamente sia le società che non hanno proceduto all'autovalutazione a causa della recente nomina consiliare potranno usufruire della semplificazione del Codice che raccomanda alle società "non grandi" di procedere a una *board evaluation* almeno ogni tre anni, in vista del rinnovo dell'organo di amministrazione<sup>98</sup>.

---

<sup>94</sup> Dato sostanzialmente stabile nel tempo. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>95</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>96</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Erano 13 nel 2020, 10 nel 2019, 11 nel 2018 e 9 nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 46 e *Relazione annuale 2019*, p. 59.

<sup>97</sup> Il risultato è confermato dal Rapporto Ambrosetti che rileva come "*La diffusione del processo di autovalutazione del C.d.A. è diminuita nelle società più piccole*".

<sup>98</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

Il 91% delle società che hanno realizzato l'autovalutazione nel 2021 hanno comunicato almeno qualche elemento delle sue modalità di svolgimento<sup>99</sup>.

Il livello di *compliance*, seppur generalmente elevato, risulta proporzionalmente legato alle dimensioni della società: tutte le società FTSE MIB che dichiarano di condurre la *board review* forniscono anche informazioni in merito alle modalità con cui viene condotta. La percentuale si abbassa – rimanendo comunque molto elevata – nelle società Mid Cap (95%) e nelle Small Cap (85%). Il dato appare sostanzialmente stabile nel tempo<sup>100</sup>.

La valutazione dei singoli consiglieri è stata condotta in un numero molto limitato di società quotate, tendenzialmente di maggiori e medie dimensioni<sup>101</sup>.

Nella maggior parte dei casi (78%) le società dichiarano di aver condotto l'autovalutazione mediante l'uso di questionari, mentre soltanto un numero più ridotto di società ha adottato lo strumento dell'intervista (28%). Talvolta i due strumenti sono utilizzati cumulativamente (23%)<sup>102</sup>.

Soltanto il 74% delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation* fornisce anche informazioni in merito al soggetto incaricato della relativa attività<sup>103</sup>: nella maggior parte di questi casi la società affida l'istruttoria al consiglio o a una sua componente, ma appare ancora significativo il numero delle società che svolgono l'attività di autovalutazione e identificano il soggetto incaricato esclusivamente nel consulente

---

<sup>99</sup> Dato sostanzialmente stabile nell'ultimo triennio (2021, 2020 e 2019) e migliorativo rispetto all'85% del 2018, 84% del 2017 e 81% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 46 e *Relazione annuale 2019*, p. 59.

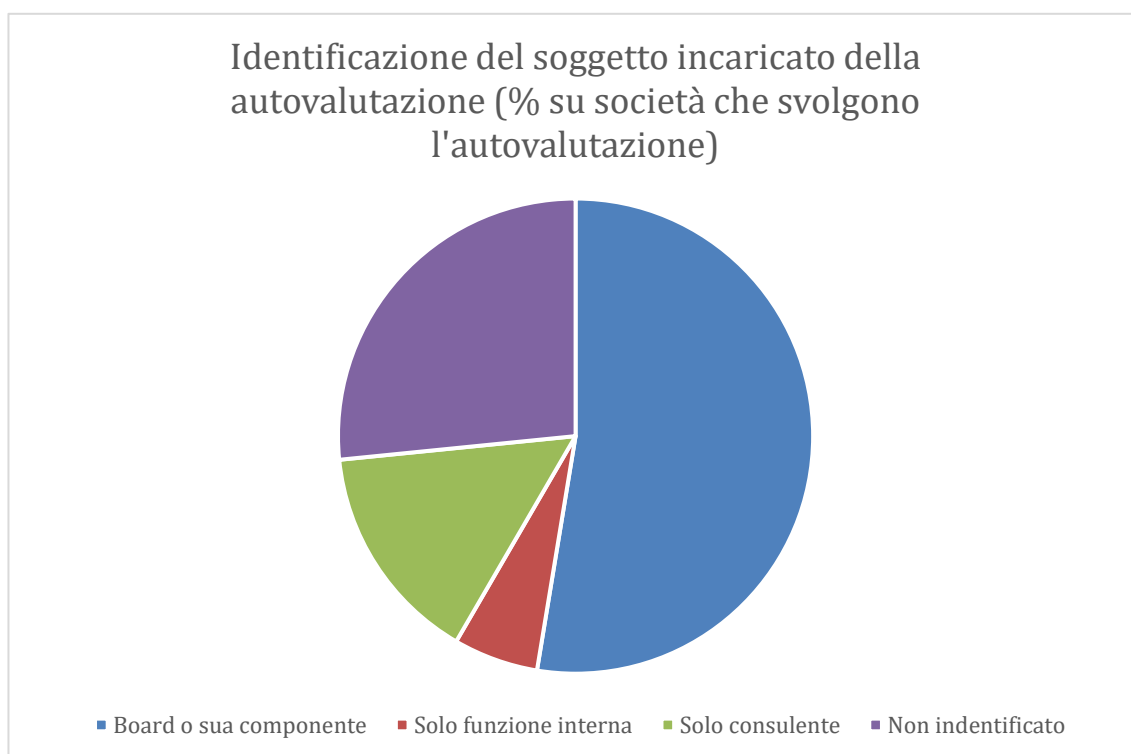
<sup>100</sup> Le società di minori dimensioni dimostrano comunque un miglioramento nel tempo: rispetto alla sostanziale stabilità del dato attuale rispetto all'ultimo triennio (2021, 2020, 2019), il dato appare comunque in miglioramento se comparato con il 76% del 2018. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 46 e *Relazione annuale 2019*, p. 59.

<sup>101</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>102</sup> Dato stabile nel tempo. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>103</sup> Dato sostanzialmente stabile nell'ultimo triennio. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Secondo il Rapporto Ambrosetti "il processo di autovalutazione del C.d.A. nelle società più piccole viene svolto soprattutto internamente (79% delle società dello Small cap e 68% di quelle del Mid Cap, a fronte del 19% delle società del FTSE MIB)".

esterno (15% delle società che svolgono la *board evaluation*) o soltanto a una funzione interna (6% delle società che svolgono la *board evaluation*)<sup>104</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Se ne deduce che l'assenza di una chiara supervisione del consiglio della *board review* si rinviene in quasi la metà delle società che hanno svolto l'autovalutazione del consiglio e dei suoi comitati. Un elemento che continua a rappresentare una criticità nell'esame delle relazioni sul governo societario già evidenziata nelle Lettere del Presidente del Comitato inviate rispettivamente nel 2018 e nel 2020<sup>105</sup>.

Quanto al ruolo delle componenti interne al consiglio di amministrazione, oltre due terzi delle società affida un ruolo istruttorio a un comitato consiliare (frequentemente il comitato nomine autonomo o unificato con altri), mentre negli altri casi la società affida un compito anche solo a una componente indipendente del consiglio (frequentemente il LID e in taluni casi il presidente di un comitato consiliare) o al Presidente del consiglio

---

<sup>104</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>105</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 48 e *Relazione annuale 2018*, p. 50.

di amministrazione; queste due ipotesi (singolo indipendente o Presidente) sono talvolta cumulate all'attribuzione dell'istruttoria a un comitato consiliare<sup>106</sup>.

Si osserva infine che due terzi delle componenti consiliari cui è affidata l'istruttoria sono comunque affiancati da una funzione interna (es. "affari societari") e/o da un consulente esterno.

Alcuni emittenti, anticipando l'applicazione del nuovo Codice, hanno espressamente affidato al Presidente del consiglio di amministrazione il compito di curare l'adeguatezza e la trasparenza del processo di autovalutazione<sup>107</sup>.

Il Codice raccomanda, in caso di coinvolgimento di un consulente esterno, che siano fornite le informazioni relative alla sua identificazione e, soprattutto, agli altri servizi prestati dallo stesso.

La maggior parte delle società che hanno affidato la *board review* a un consulente esterno ha fornito informazioni sulla sua identità (92%), mentre soltanto il 48% ha indicato l'eventuale prestazione (o l'assenza) di altri servizi da parte del consulente<sup>108</sup>.

Nel 2017 il Comitato<sup>109</sup> aveva auspicato che l'autovalutazione fosse estesa all'esame dell'efficace funzionamento del *board*, comprendendo, a tal fine, sia l'approvazione di piani strategici sia il monitoraggio sull'andamento della gestione e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Dagli esiti delle autovalutazioni<sup>110</sup>, la cui pubblicazione non è comunque raccomandata dal Codice, si osserva come alcuni consigli abbiano proposto tra le aree di miglioramento proprio l'opportunità di dedicare maggiore e migliore approfondimento ai temi strategici rispetto a quelli di *compliance* e regolamentari. L'attenzione per questi temi, confermata già dalle edizioni precedenti del monitoraggio, appare ora più decisamente orientata anche alle prospettive del successo

---

<sup>106</sup> Circa un terzo dei casi. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>107</sup> Raccomandazione 12, lett. e, Codice di Corporate Governance 2020.

<sup>108</sup> Dato tendenzialmente stabile nel tempo. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021, Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 60.

<sup>109</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 45.

<sup>110</sup> Quest'anno le aree di miglioramento hanno interessato anche le principali novità del Codice.

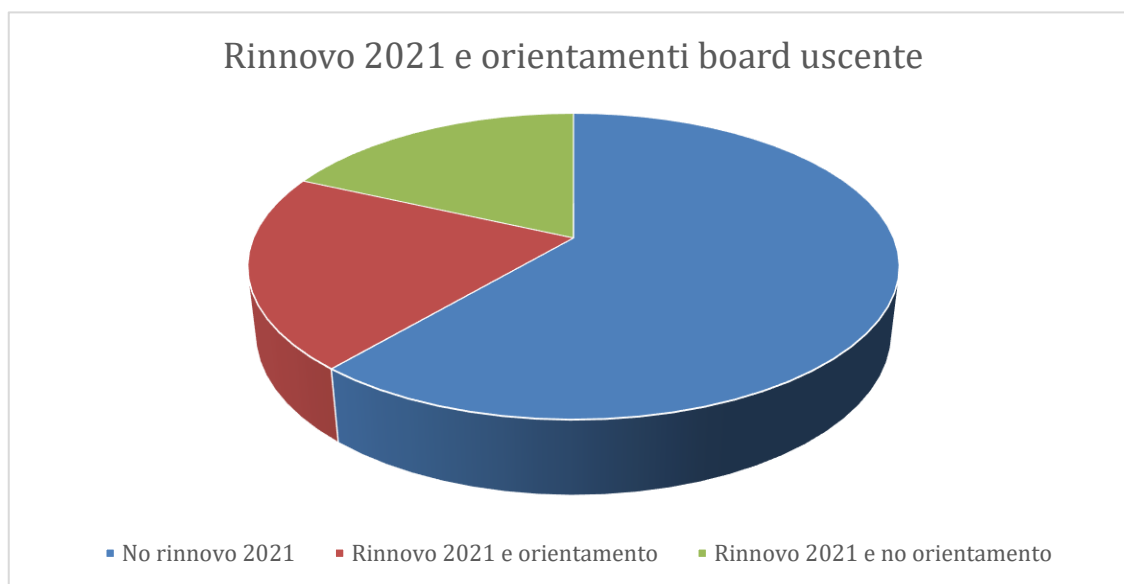
sostenibile dell'attività di impresa e dunque all'integrazione degli obiettivi ambientali e sociali nelle strategie<sup>111</sup>.

### 3.3.2. Valutazione e orientamento del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale

Come specificato nel *commento* all'art. 1 del Codice, nell'ambito della *board evaluation* il consiglio dovrebbe verificare che siano adeguatamente rappresentate in consiglio oltre alle diverse componenti (esecutiva, non esecutiva, indipendente) anche le competenze professionali e manageriali, anche di carattere internazionale, degli amministratori, tenendo altresì conto dei benefici che possono derivare dalla presenza in consiglio di diversi generi, fasce d'età e anzianità di carica.

Il *criterio applicativo* 1.C.1. lett. h) del Codice raccomanda inoltre al consiglio di amministrazione uscente di esprimere, tenuto conto degli esiti della *board evaluation*, orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna.

L'espressione di tali orientamenti è riscontrabile circa nella metà delle società che hanno operato il rinnovo nel 2021<sup>112</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Il livello di adesione in merito agli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale risulta ancora basso e sostanzialmente allineato ai dati censiti negli

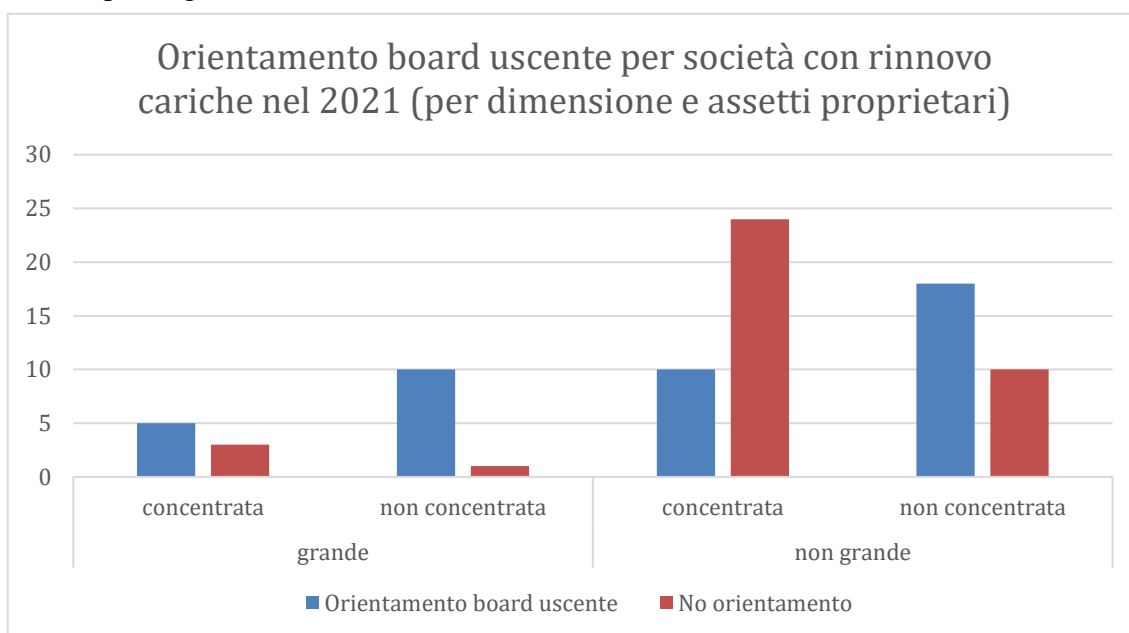
---

<sup>111</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>112</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

anni precedenti<sup>113</sup>; in ogni caso è osservabile un miglioramento del grado di adesione a questa raccomandazione rispetto al 2017 e al 2016, quando l'orientamento è stato espresso rispettivamente da un terzo e un quarto dei consigli prossimi al rinnovo.

Nell'ottica di una maggiore proporzionalità il nuovo Codice raccomanda l'elaborazione di tali orientamenti alle sole società con assetti proprietari maggiormente diffusi (i.e. società "a proprietà non concentrata"). Per tali società il grado di adesione sale al 72%, manifestando – come negli anni scorsi – un effetto dimensionale: i consigli delle società grandi e non concentrate, infatti, forniscono molto più frequentemente tale orientamento (92%) rispetto ai consigli delle società di minori dimensioni aventi simili caratteristiche proprietarie ("società non concentrate") dove il grado di adesione è più basso (64%) ma comunque in generale aumento<sup>114</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Dall'esame degli orientamenti emerge che oltre alle competenze finanziarie, amministrativo-contabili e di *business*, incluse quelle relative al settore in cui opera la società, emerge anche l'attenzione crescente dei consigli uscenti alle competenze dei consiglieri rispetto all'evoluzione tecnologica (41%) e alle prospettive di sostenibilità (23%)<sup>115</sup>.

<sup>113</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 62.

<sup>114</sup> Cfr. Comitato Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 50.

<sup>115</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.



### 3.3.3. Piani di successione

Il *criterio applicativo* 5.C.2. del Codice raccomanda al consiglio di amministrazione di valutare se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi e di fornire informazioni in merito nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario risulta che il 92%<sup>116</sup> delle società ha valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, mentre soltanto il 33% delle società ha deciso anche di elaborarlo. L'effettiva adozione di uno o più piani di successione continua, comunque, a migliorare nel tempo, e appare sostanzialmente raddoppiata rispetto a cinque anni fa (68 nel 2021 rispetto a 29 nel 2016)<sup>117</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

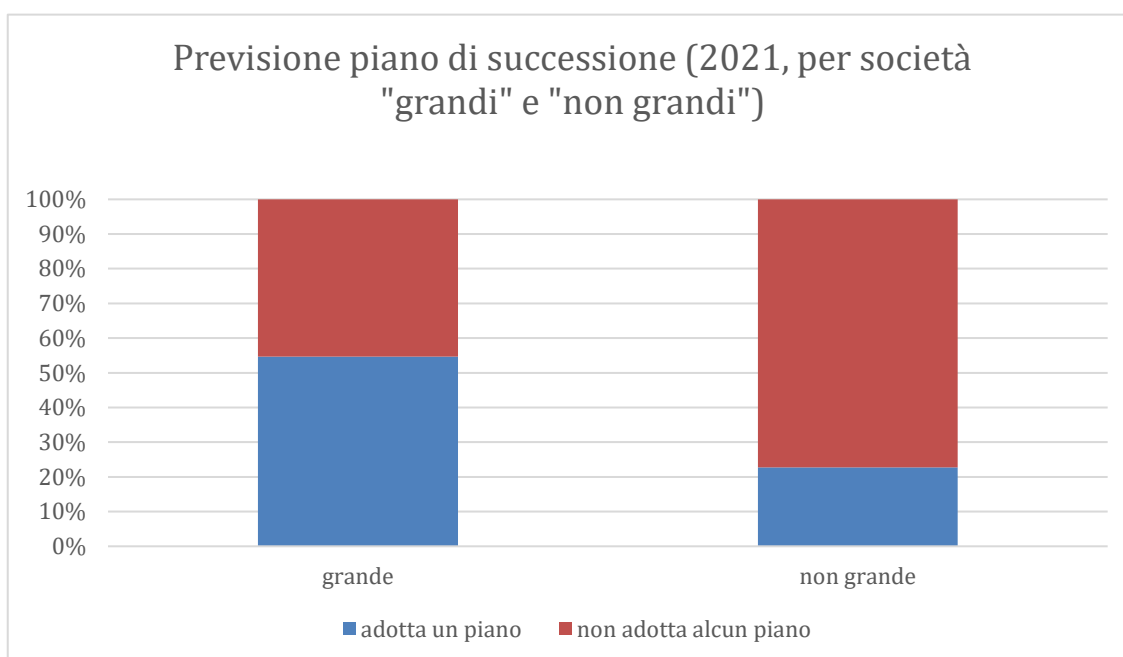
La previsione di un piano di successione è fortemente condizionata dalle dimensioni della società ed è più frequente in quelle a più elevata capitalizzazione: ciò avviene nel 79% delle società del FTSE MIB a fronte del 34% nelle Mid Cap e al 19% nelle Small Cap<sup>118</sup>. Un elemento che è stato peraltro colto dal nuovo Codice che limita tale raccomandazione alle sole società “grandi” nelle quali, il consiglio di amministrazione definisce, con il

<sup>116</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>117</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021 e 2016.

<sup>118</sup> Risultati simili sono riscontrati nel Rapporto Ambrosetti, secondo cui “Il numero di società del FTSE MIB che si è dotato di un piano di successione strutturato per l’AD è aumentato significativamente a partire dal 2016”.

supporto del comitato nomine, un piano per la successione del CEO e degli amministratori esecutivi che individui almeno le procedure da seguire in caso di cessazione anticipata della carica. Questa delimitazione, oltre a cogliere l'esigenza delle piccole società quotate a una maggiore proporzionalità nella definizione delle *best practice*, è funzionale a stimolare le società "grandi" (categoria che comprende non solo le società del FTSE MIB ma anche alcune Mid Cap) ad elaborare un piano almeno per i casi di cessazione anticipata dalla carica del CEO e degli altri amministratori esecutivi. Nel 2021, infatti, soltanto poco più della metà (55%) delle società "grandi" ha definito un piano per la successione del CEO e degli amministratori esecutivi.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

Quanto al fattore settoriale, le società soggette alla vigilanza prudenziale, molte delle quali sostanzialmente obbligate ad adottare un piano, registrano un grado di *compliance* superiore alla media e in maggiore crescita: un piano è previsto infatti dal 75% delle società finanziarie rispetto al 28% delle non finanziarie<sup>119</sup>.

<sup>119</sup> L'aumento delle finanziarie è evidente già rispetto all'anno precedente, dove banche e assicurazioni avevano un piano nel 68% dei casi, rispetto al 27% delle non finanziarie. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020 e 2021.

### 3.4. Amministratori indipendenti

Il *principio* 3.P.1. raccomanda alle società di assicurare un numero “adeguato” di amministratori indipendenti, valutato in relazione alle dimensioni del consiglio e all’attività svolta dall’emittente (*criterio applicativo* 3.C.3.).

Al fine di agevolare gli emittenti nella definizione del numero di indipendenti da considerarsi adeguato, il Codice esplicita per quelli appartenenti all’indice FTSE MIB la necessaria presenza di almeno un terzo di amministratori indipendenti (con arrotondamento all’unità inferiore), precisando che in tutti gli altri casi essi non possono essere meno di due.

Le informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario presentano un elevato e stabile allineamento delle società quotate con le raccomandazioni del Codice: a fine 2020 tutte le società, tranne una, del FTSE MIB avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti<sup>120</sup>; il 97% delle altre società è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti<sup>121</sup>.

Il nuovo Codice ha sensibilmente rafforzato la quota di amministratori richiesta per tutte le società “grandi”, come definite dal nuovo Codice, che comprendono ad oggi 64 società (rispetto alle 33 società italiane appartenenti al FTSE-MIB cui si riferiva il vecchio Codice), diversificandola in ragione della dimensione e degli assetti proprietari delle società: alle società “grandi” e a proprietà non-concentrata è richiesta la presenza in consiglio di almeno la metà di indipendenti, mentre alle altre società “grandi” (“a proprietà concentrata”) è richiesta la presenza di almeno un terzo di indipendenti<sup>122</sup>. A

---

<sup>120</sup> Si tratta di 32 società su 33 delle FTSE MIB che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>121</sup> Le uniche non compliance si ritrovano in cinque società Small Cap, di cui tre non hanno amministratori indipendenti ai sensi del Codice, mentre due hanno un solo amministratore indipendente. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>122</sup> Cfr. raccomandazione 5 del Codice di Corporate Governance.

fronte di questo rafforzamento il nuovo Codice permette di individuare anche il Presidente dell'organo di amministrazione come indipendente, qualora ne rispetti i requisiti<sup>123</sup><sup>124</sup>.

Rispetto a queste raccomandazioni rafforzate, si osserva che già quest'anno gran parte delle società grandi appare in linea con il nuovo Codice: il 93% delle "grandi" e "concentrate" ha già almeno un terzo di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione, mentre l'83% altre "grandi" (e "non concentrate") ha almeno la metà degli amministratori indipendenti.

#### 3.4.1. Applicazione dei criteri di indipendenza

Quanto alla qualità dell'informativa fornita sulla concreta applicazione della qualifica di indipendenza (da Codice) degli amministratori, si ricorda che l'elenco dei parametri forniti dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice non è tassativo e che gli emittenti sono invitati ad applicarli con prevalenza della sostanza sulla forma. Come precisato nel *commento* all'art. 3, l'emittente è libero di effettuare la valutazione di indipendenza anche alla luce di criteri diversi, in tutto o in parte, "dandone adeguata e motivata comunicazione al mercato".

Il criterio della prevalenza della sostanza sulla forma è stato mantenuto<sup>125</sup> nel nuovo Codice che esplicita in maniera ancora più chiara come le condizioni elencate dal Codice siano da intendersi quali situazioni che compromettono o anche soltanto appaiono compromettere<sup>126</sup> l'indipendenza di un amministratore, evidenziando dunque la necessità

---

<sup>123</sup> Il nuovo Codice di Corporate Governance prevede la possibilità di valutare anche il Presidente del consiglio di amministrazione quale amministratore indipendente, purché sia stato indicato come tale già nella fase di candidatura e ovviamente sussistano tutti i requisiti di indipendenza previsti per tutti gli indipendenti. Cfr. *raccomandazione 7*, ultimo capoverso, Codice di Corporate Governance. Delle società grandi censite, si nota che quattro società hanno già un Presidente indipendente, mentre altre cinque società grandi lo hanno qualificato come tale a partire dal 2021.

<sup>124</sup> Il Rapporto FIN GOV dà una lettura diversa delle modifiche del Codice sull'indipendenza affermando che "Il Codice ha allentato i parametri per valutare l'indipendenza degli amministratori, con particolare riguardo al Presidente". In realtà le osservazioni critiche sembrano concentrarsi soprattutto sulla possibilità di qualificare il Presidente come indipendente, affermando che "assunzioni di cariche e, entro certi limiti, compensi elevati sono ora compatibili col Codice."

<sup>125</sup> E anzi esteso all'intera adesione al Codice. Cfr. *introduzione*, Codice di Corporate Governance, in base al quale "le società adottano il Codice con prevalenza della sostanza sulla forma e applicano le sue raccomandazioni secondo il principio del "comply or explain"".

<sup>126</sup> Cfr. *raccomandazione 7*, Codice di Corporate Governance.

di una adeguata valutazione formale e sostanziale circa la loro sussistenza nel caso concreto.

Le singole condizioni di non indipendenza sono state sostanzialmente confermate nel nuovo Codice, con alcuni importanti rafforzamenti: è stata espressamente esclusa l'indipendenza (*rectius* la stessa non esecutività) per gli amministratori indipendenti che siedono nel comitato esecutivo<sup>127</sup> ed è stata estesa la rilevanza delle relazioni "significative" ai tre anni precedenti<sup>128</sup>. Si è inoltre chiarito che il computo dei nove esercizi negli ultimi dodici comprende anche gli esercizi non consecutivi.

L'analisi che segue individua i casi in cui le società hanno disapplicato in via generale uno o più criteri di indipendenza e i casi in cui amministratore sia stato valutato indipendente pur in assenza di tutti i requisiti previsti e non disapplicati in via generale dalla società. Un approfondimento è stato poi compiuto sulle situazioni, definite "a rischio", nelle quali un amministratore è stato valutato indipendente in presenza di alcuni "sintomi" di non indipendenza.

La *disapplicazione* sistematica, cioè a prescindere dalla valutazione dei singoli consiglieri, di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è piuttosto rara (6% delle società)<sup>129</sup>. Il criterio disapplicato più frequentemente è quello relativo alla durata in carica ultra-novennale, cui si aggiungono talvolta uno o più altri criteri. La disapplicazione del criterio della ultra-novennalità è sempre motivata dalle società che aderiscono al Codice, le quali ricorrono tuttavia a generiche considerazioni circa l'opportunità di non applicare il criterio.

Alcune società non hanno disapplicato in via generale, invece, i criteri del Codice, ma hanno *valutato*, nel caso concreto, l'indipendenza del singolo amministratore, nonostante la insussistenza formale di una delle condizioni sintomatiche individuate dal Codice, *in virtù del principio della "prevalenza della sostanza sulla forma"*; si tratta di 27 società (13% delle società che aderiscono al Codice). Tutte le società che disapplicano uno o più criteri con "*prevalenza della sostanza sulla forma*" forniscono una giustificazione con

---

<sup>127</sup> Cfr. *definizioni*, amministratori esecutivi, Codice di Corporate Governance.

<sup>128</sup> Cfr. *raccomandazione 7*, lett. c), Codice di Corporate Governance.

<sup>129</sup> Si tratta di 13 società che hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

riferimento al caso concreto, riportando informazioni, più o meno specifiche, in relazione ai singoli amministratori interessati<sup>130</sup>.

Complessivamente, quindi, un quinto delle società quotate disapplica uno o più criteri in via generale o ha valutato l'indipendenza in maniera sostanziale pur in presenza di indici di non indipendenza: il dato appare sostanzialmente stabile rispetto all'anno scorso e in lieve miglioramento rispetto agli anni precedenti<sup>131</sup>.

Si è praticamente dimezzato inoltre il numero di società (38) con amministratori qualificati indipendenti che appaiono ricadere in una o più situazioni che potrebbero pregiudicare la relativa indipendenza (cosiddetti "*indipendenti a rischio*"), in ragione della loro partecipazione al comitato esecutivo, della permanenza in carica oltre i nove anni (negli ultimi dodici) raccomandati dal Codice e di una remunerazione aggiuntiva particolarmente elevata<sup>132</sup>.

Tali situazioni a rischio sono state riscontrate con riferimento a 51 consiglieri indipendenti che siedono in poco meno di un quarto delle società (in 38 società).

Il numero degli amministratori indipendenti "*a rischio*" è comunque in costante diminuzione sia in termini di singoli amministratori (erano 88 nel 2020, 104 nel 2019, 123 nel 2018 e 133 nel 2017) che di società (erano 59 nel 2020, 68 nel 2019, 84 nel 2018 e 87 nel 2017)<sup>133</sup>.

---

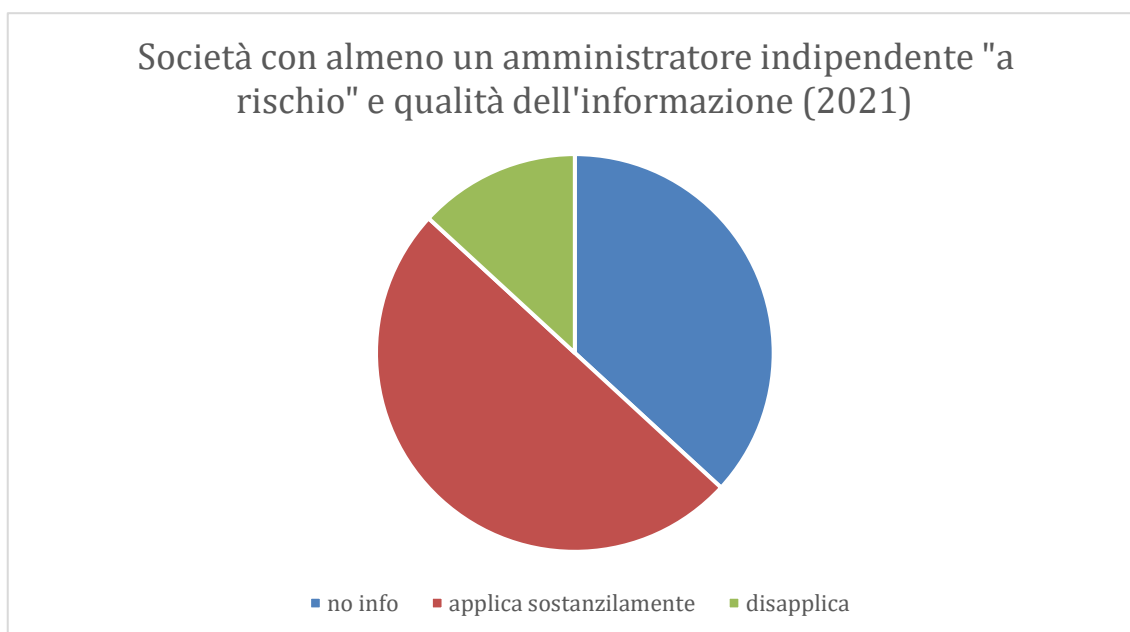
<sup>130</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>131</sup> Nel 2019 erano circa un quarto. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 65; Assonime-Emittenti Titoli 2021, 2020, 2019.

<sup>132</sup> Con riferimento a quest'ultima, il Comitato segue il criterio quantitativo adottato da Assonime che considera significativa la remunerazione dell'indipendente, laddove gli altri compensi diversi dai compensi per la carica siano pari o superiori al compenso per la carica (compenso fisso e compenso per comitati nella società che redige il bilancio).

<sup>133</sup> Il Rapporto FIN GOV utilizza due diverse metodologie per individuare gli amministratori "*a rischio*": a) utilizzando gli stessi parametri di Assonime (2021) e b) seguendo i parametri del nuovo Codice, e adottando convenzionalmente una soglia minima di rilevanza dei compensi aggiuntivi pari a 50 mila €". Il Rapporto afferma che "*seguendo la prima via (parametri Assonime in linea con il vecchio Codice), gli indipendenti "a rischio" sono 99, un numero superiore dell'11% rispetto a quello dell'anno passato: i casi di tenure > 9 anni sono quasi gli stessi (54) ma si riscontra un aumento considerevole di compensi aggiuntivi elevati (41 casi contro 31) e di "cariche" (17 casi contro 9). Tale dinamica è dovuta all'aumento dei presidenti qualificati come indipendenti. Seguendo invece la seconda via (parametri in linea con il nuovo Codice, remunerazioni aggiuntive > 50 mila € rispetto al "compenso-base per la carica"), gli indipendenti "a rischio" crollano a 62 (-30%). Il calo è quindi dovuto interamente al cambiamento di benchmark.*"

Analizzando le informazioni fornite sul punto nelle relazioni sul governo societario, si osserva che in oltre un terzo dei casi (37%) le società non forniscono alcuna spiegazione per la sussistenza delle situazioni di “rischio”, mentre nei restanti casi ne dichiarano rispettivamente la disapplicazione (13%) o l’applicazione sostanzialista (50%).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

In un numero limitato di società le situazioni a rischio riguardano più di un consigliere, con il risultato che tali anomalie possono talvolta pesare anche su una parte significativa della componente indipendente. Gli indipendenti “a rischio” pesano in media il 31% della componente indipendente dei relativi consigli di amministrazione; peso che sale al 44% della componente indipendente nei casi in cui la società abbiano due o più indipendenti “a rischio” con un conseguente effetto negativo su tutti gli istituti che attribuiscono un ruolo particolare a tale categoria di amministratori (a partire dai comitati endo-consiliari)<sup>134</sup>. Le citate criticità non sembrano influenzate dall’effetto dimensionale delle società analizzate: gli indipendenti “a rischio” sono presenti in circa in quinto di tutte le categorie dimensionali<sup>135</sup>. Anche l’assenza di una spiegazione dei casi di disapplicazione è sostanzialmente equivalente tra società grandi, medie e piccole<sup>136</sup>.

<sup>134</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>135</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>136</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

### 3.4.2. I criteri per la valutazione della significatività delle relazioni e delle remunerazioni aggiuntive

Il *criterio applicativo* 3.C.4. richiede al consiglio di illustrare nella relazione sul governo societario “i criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione”. Questa raccomandazione è stata rafforzata nel nuovo Codice richiedendo espressamente ai consigli di amministrazione di predefinire, almeno all’inizio del proprio mandato, i criteri quantitativi e qualitativi per valutare la significatività delle relazioni professionali, commerciali e finanziarie e delle remunerazioni aggiuntive<sup>137</sup>.

Dal monitoraggio 2021 emerge un significativo incremento delle società che offrono nelle relazioni sul governo societario informazioni in merito alla valutazione della significatività delle relazioni commerciali, finanziarie e professionali, che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza (25% in confronto al 9% del 2020)<sup>138</sup>. La previsione di uno o più parametri è più frequente tra le società del FTSE MIB (52%) e del Mid Cap (33%), mentre è ancora rara nelle società Small Cap (14%)<sup>139</sup>. Le società hanno previsto sempre almeno un parametro quantitativo, accompagnato in circa un terzo dei casi da un parametro qualitativo. Tra i parametri quantitativi, quelli più frequentemente utilizzati sono quelli legati al reddito del singolo amministratore e al fatturato dello studio professionale (circa 60%). Significativa è anche la presenza di un parametro di significatività fissato in termini monetari (42%), mentre meno frequente è la previsione di un parametro legato al compenso percepito come amministratore (22%). Tra i criteri qualitativi, le società hanno frequentemente fatto riferimento alla formulazione del Codice, tesa a valorizzare anche gli effetti che le relazioni professionali possono avere sulla posizione e sul ruolo del singolo amministratore all’interno dello studio o della società di consulenza<sup>140</sup>, alla rilevanza

---

<sup>137</sup> Cfr. *raccomandazione* 7, penultimo capoverso, Codice di Corporate Governance.

<sup>138</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021; Comitato per la Corporate governance, *Relazione annuale 2020*, p. 55.

<sup>139</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>140</sup> In circa la metà dei casi le società hanno specificato che tale parametro si applica anche ai rapporti dei familiari, come già espressamente previsto dal Codice.



dell'operazione e agli effetti reputazionali che ne possono conseguire per l'interessato; in un caso la società ha considerato anche la durata del rapporto.

Il 15% delle società ha talvolta esteso i medesimi parametri quantitativi o ne ha previsto altri specifici anche per la valutazione della significatività della remunerazione aggiuntiva degli amministratori indipendenti<sup>141</sup>. Anche in questo caso, la frequenza della previsione dei parametri è legata al fattore dimensionale<sup>142</sup>.

A fronte dell'aumento delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2021 si osserva comunque che il 75% delle società non ha ancora comunicato l'adozione e l'applicazione dei parametri di significatività raccomandati dal Codice. Al riguardo, il Comitato invita gli emittenti a valutare adeguatamente la *raccomandazione 7* del Codice, che esplicita in maniera più chiara la necessaria definizione da parte del consiglio di tali parametri che sono funzionali a una applicazione rigorosa dei criteri di indipendenza indicati dal Codice. Come già evidenziato nei precedenti rapporti, infatti, la qualità della valutazione di indipendenza è fondamentale per assicurare l'efficacia e l'adeguatezza dei sistemi di governance, considerato il rilievo attribuito dal Codice e dal quadro regolamentare agli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare in materie di particolare rilevanza e delicatezza.

### 3.4.3. Riunioni degli amministratori indipendenti

Il Codice raccomanda che, almeno una volta l'anno, siano convocate riunioni degli amministratori indipendenti per la discussione dei temi giudicati di interesse rispetto al funzionamento del CdA o alla gestione. Come specificato in occasione della revisione 2015 del Codice (cfr. *commento* all'art. 3), tali riunioni devono intendersi come riunioni convocate *ad hoc*, intese quali riunioni separate e distinte rispetto alle riunioni dei comitati consiliari.

Dalle relazioni pubblicate nel 2021, risulta che il 74% delle società che hanno almeno due amministratori indipendenti riferisce l'avvenuta riunione di soli amministratori indipendenti; il dato appare sostanzialmente stabile nell'ultimo triennio e in aumento

---

<sup>141</sup> Fatta eccezione per una sola società che ha previsto solo i parametri per la valutazione della significatività della remunerazione aggiuntiva, in tutti gli altri casi le società che hanno previsto tale criterio hanno anche previsto uno più parametri per la significatività delle relazioni.

<sup>142</sup> Sono rispettivamente il 21% delle FTSE MIB, il 28% delle Mid Cap e l'8% delle Small Cap. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

rispetto a cinque anni fa (erano il 59% del 2016)<sup>143</sup>. Il livello di *compliance* varia con riferimento alla dimensione degli emittenti: la percentuale sale al 91% nelle società FTSE MIB, per scendere gradualmente all'83% delle società Mid Cap e al 65% delle Small Cap<sup>144</sup>. I dati sono sostanzialmente stabili nel tempo e appaiono influenzati principalmente dal fattore dimensionale.

Nei casi di *non-compliance*, meno della metà delle società fornisce una spiegazione come raccomandato dal Codice<sup>145</sup>.

Il 91% delle società “grandi” comunica lo svolgimento delle riunioni dei soli indipendenti, risultando così in linea con il nuovo Codice che limita tale raccomandazione soltanto a questo gruppo di società.

### 3.5. *Comitati consiliari*

Il Codice raccomanda agli emittenti di istituire, all'interno del consiglio di amministrazione, comitati con funzioni istruttorie e consultive nelle materie che presentino maggiori profili di potenziale conflitto di interessi; in particolare, esso raccomanda l'istituzione di un comitato per le nomine (*principio* 5.P.1.), un comitato per la remunerazione (*principio* 6.P.3.) e un comitato controllo e rischi (*principio* 7.P.3.).

Con riferimento alla loro composizione, il Codice raccomanda che il comitato per le nomine sia composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti, mentre richiede che il comitato per la remunerazione e il comitato controllo e rischi siano composti da soli indipendenti o, in alternativa, da soli non esecutivi, in maggioranza indipendenti, tra cui è scelto il presidente del comitato.

Il *criterio applicativo* 4.C.1., lett. g) raccomanda agli emittenti che aderiscono al Codice di fornire nella relazione sul governo societario un'adeguata informativa sull'istituzione e sulla composizione dei comitati, sul contenuto dell'incarico ad essi conferito nonché sull'attività effettivamente svolta nel corso dell'esercizio, specificando numero e durata delle riunioni e la relativa percentuale di partecipazione di ciascun membro.

---

<sup>143</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 68.

<sup>144</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>145</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

L'attribuzione delle funzioni ai comitati consiliari è raccomandata anche dal nuovo Codice che però offre, come anche di seguito brevemente illustrato, una maggiore semplificazione nella possibilità di attribuire tali funzioni al *plenum* consiliare in un'ottica di proporzionalità<sup>146</sup>.

### 3.5.1. Comitato per le nomine

Il comitato per le nomine è stato costituito nel 73% delle società, dimostrando un lieve ma costante miglioramento nel tempo<sup>147</sup>. Il livello di adesione è influenzato dal dato dimensionale: le società del FTSE MIB istituiscono molto più frequentemente un comitato per le nomine (91%) rispetto alle Mid Cap (78%) e alle Small Cap (65%)<sup>148</sup>.

Il ruolo del comitato nomine è stato oggetto di un notevole rafforzamento nel nuovo Codice. Pertanto, l'evoluzione in questo campo rappresenta un importante segnale della transizione delle società verso l'adozione del nuovo Codice.<sup>149</sup>

---

<sup>146</sup> Per una illustrazione complessiva delle misure di proporzionalità si rinvia alla prima parte della presente Relazione.

<sup>147</sup> In lieve aumento rispetto al 69% del 2020, al 65% del 2019, al 62% del 2018 e al 59% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 69.

<sup>148</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>149</sup> L'importanza delle modifiche dal nuovo Codice sul ruolo del comitato nomine è riconosciuta dal rapporto FIN GOV: "Il nuovo Codice ha, coraggiosamente, proposto un modello di vera best practice per il Comitato Nomine, cui sono attribuite più funzioni, e di maggior momento, a supporto del CdA". Nelle intenzioni del nuovo Codice, il Comitato Nomine è destinato ad assumere un ruolo centrale nei processi di governance, analogo a quello che esso ha nel settore bancario a seguito delle Disposizioni di Vigilanza (Circolare 285) di Banca d'Italia". Purtroppo, il Rapporto rileva come, allo stato, "la distanza dal modello proposto – in questo caso di best practice mutuata dal settore bancario – pare ancora notevole." In particolare, si rileva come "La distanza dal modello del Codice varia da una funzione all'altra: l'attribuzione di compiti in materia di definizione della composizione quali-quantitativa ottimale del CdA è prevista quasi sempre (86% delle società che hanno il Comitato); frequente è anche l'attribuzione di un ruolo istruttorio in materia di board evaluation (66%) e di succession plan (69%). Il gap è invece molto ampio in materia di cooptazione degli amministratori: solo il 24% degli emittenti ha esteso la competenza del Comitato alla sostituzione di tutti gli amministratori (non solo degli indipendenti, come previsto dal vecchio Codice)".

Il comitato per le nomine è frequentemente (71% dei casi)<sup>150</sup> unificato, tendenzialmente con il comitato per le remunerazioni<sup>151</sup>. L'analisi di quest'anno evidenzia un progressivo miglioramento nella informazione fornita dalle società che hanno unificato il comitato per le nomine con altro comitato consiliare: oltre due terzi di esse hanno infatti fornito, come già raccomandato dal Comitato nei suoi precedenti Rapporti<sup>152</sup>, una chiara informazione sulle attività svolte in merito alle diverse competenze tipiche dei singoli comitati (68%), con un lieve miglioramento rispetto all'anno precedente. Il miglioramento tendenziale è comunque significativo se si considera che questa informazione era fornita da meno della metà delle società con comitato nomine unificato con un altro nel 2019 e da meno di un quinto nel 2018.<sup>153</sup>

La motivazione della mancata istituzione del comitato nomine è fornita quasi nella totalità delle società che non hanno costituito il comitato per le nomine (98%)<sup>154</sup>. Nell'esame delle spiegazioni fornite è interessante notare come il 39% delle società che non hanno istituito un comitato nomine e che hanno fornito un *explain* hanno indicato espressamente di aver attribuito tali funzioni al *plenum* consiliare, in ragione della dimensione e in particolare degli assetti proprietari della società. Questa opzione, già prevista dal precedente Codice<sup>155</sup>, è stata infatti rafforzata e resa più agevole dal nuovo Codice che per le società "concentrate" non subordina più questa facoltà alla presenza della maggioranza di amministratori indipendenti nel consiglio<sup>156</sup>. Nel restante 61% dei casi la giustificazione fornita presenta invece un carattere più formale: le società fanno genericamente riferimento al quadro normativo esistente e, in particolare, al sistema del "voto di lista" o alla adeguatezza del ruolo propositivo svolto dall'azionista di riferimento.

---

<sup>150</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Si tratta di 108 casi, anche essi in aumento rispetto ai 100, 93 e 84 rispettivamente nel 2020, 2019 e 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 62.

<sup>151</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>152</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazioni annuali 2020, 2019, 2018 e 2017*.

<sup>153</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*; Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>154</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>155</sup> Cfr. criterio applicativo 4.C.2. del Codice di autodisciplina.

<sup>156</sup> Cfr. raccomandazione 5 Codice di Corporate Governance.

Nei casi in cui è stato istituito un comitato per le nomine autonomo (i.e. non unificato con altri comitati), la sua composizione è quasi sempre (91% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti)<sup>157</sup>.

### 3.5.2. Comitato per le remunerazioni

Il comitato per le remunerazioni è presente nel 97%<sup>158</sup> delle società che aderiscono al Codice. Le poche società che non hanno costituito tale comitato forniscono una spiegazione<sup>159</sup> che talvolta chiarisce come tale attribuzione sia stata affidata al consiglio. La composizione del comitato remunerazioni è quasi sempre in linea con le raccomandazioni del Codice (95% dei casi); in continuità con gli anni scorsi, i pochi casi di non compliance sono spiegati raramente<sup>160</sup>.

### 3.5.3. Comitato controllo e rischi

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla quasi totalità delle società (98%)<sup>161</sup>.

Delle poche società (5) che non hanno istituito il comitato, quattro hanno fornito una spiegazione della disapplicazione<sup>162</sup>.

La composizione del comitato controllo e rischi è nel 96% dei casi in linea con le raccomandazioni del Codice; in continuità con gli anni scorsi, i pochi casi di non compliance sono spiegati raramente<sup>163</sup>.

---

<sup>157</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>158</sup> In due casi il comitato remunerazioni è unificato al comitato controllo e rischi. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>159</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>160</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>161</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Dato che segna una continuità con gli anni precedenti, cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 71.

<sup>162</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>163</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

### 3.6. Il successo sostenibile

Nell'ottica di favorire il processo di adesione al nuovo Codice, il monitoraggio di quest'anno ha esaminato anche uno degli elementi fondamentali della nuova edizione del Codice che si riflette nel raccomandare al consiglio di guidare la società *“perseguendone il successo sostenibile”*<sup>164</sup>, inteso quale *“obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”*<sup>165</sup>.

Dalle relazioni pubblicate nel 2021 emerge che poco meno della metà delle società (43%), prevalentemente di dimensioni grandi e medie, forniscono informazioni sul perseguimento del successo sostenibile<sup>166</sup>. Nella maggior parte dei casi, si tratta di società che illustrano chiaramente l'integrazione degli obiettivi anche ambientali e sociali nelle proprie strategie e/o forniscono informazioni circa l'adozione di politiche ambientali e sociali. In alcuni rari casi (4%), emersi dall'esame delle modifiche statutarie occorse nel 2021 ancorché non risultanti dalla relazione sul governo societario, si rileva inoltre che alcune società hanno inserito tale obiettivo nello scopo sociale statutario.

Benché il Codice non raccomandi l'istituzione di un comitato con funzioni specifiche in materia di sostenibilità, indicando soltanto l'eventuale supporto che un comitato, sia consiliare sia a composizione mista<sup>167</sup>, potrebbe fornire al consiglio di amministrazione nell'analisi dei temi rilevanti per il successo sostenibile<sup>168</sup>, l'analisi di quest'anno evidenzia una crescente tendenza delle società a istituire un comitato sostenibilità o ad attribuire tali funzioni a un comitato consiliare esistente (complessivamente il 43% dei casi)<sup>169</sup>. L'esistenza di un comitato sostenibilità o l'attribuzione di tali funzioni a un

---

<sup>164</sup> Cfr. *principio I* del Codice di Corporate Governance.

<sup>165</sup> Cfr. *definizioni* del Codice di Corporate Governance.

<sup>166</sup> Questa osservazione appare confermata dall'esame delle DNF e dei piani di sostenibilità identificati nel Rapporto FIN-GOV che osserva come *“Poco meno di metà degli emittenti (48%) fornisce informazioni sufficienti a ricavare l'esistenza di un vero e proprio piano di sostenibilità. Come prevedibile, la frequenza aumenta in modo molto netto tra le società più grandi e/o strutturate.”*

<sup>167</sup> Cfr. *Q. Racc. 1*.

<sup>168</sup> Cfr. *raccomandazione 1, lett. a)* del Codice di Corporate Governance.

<sup>169</sup> Il Rapporto FIN GOV dedica una dettagliata analisi alla presenza del comitato sostenibilità: *“Il Comitato Sostenibilità è stato istituito da meno di metà (47%) degli emittenti. Esiste una forte variabilità legata a dimensione e assetto proprietario: il Comitato è stato costituito solo dal 35% delle società piccole; la*

comitato esistente raddoppia nelle società che forniscono anche informazioni sul perseguimento del successo sostenibile (82%)<sup>170</sup>.

Nella maggior parte dei casi (85%) si tratta di comitati endoconsiliari, di cui il 61% è rappresentato da comitati consiliari già esistenti e il restante 39% da comitati sostenibilità istituiti *ad hoc*. È invece meno frequente (15% di tutti i comitati sostenibilità) la previsione di un comitato a composizione mista o anche solo manageriale. In rari casi, la società ha istituito più di un comitato con funzioni in materia di sostenibilità.

Dall'esame della composizione dei comitati consiliari ad hoc o aventi funzioni in materia di sostenibilità, emerge che la maggior parte delle società ha optato per comitati composti da amministratori non esecutivi e indipendenti<sup>171</sup>.

Tuttavia, da un esame complessivo dei comitati aventi funzioni di sostenibilità, inclusi quelli a composizione mista o manageriale, emerge che almeno in un quarto dei comitati siede anche un amministratore esecutivo (CEO o talvolta Presidente esecutivo) e/o un manager, manifestandone dunque una più chiara vocazione strategica.

Nelle società che forniscono informazioni sul successo sostenibile è inoltre più frequente anche la previsione di parametri non finanziari, legati a obiettivi ambientali o sociali, per la remunerazione dei compensi variabili. Tali parametri sono utilizzati infatti da circa la

---

*frequenza sale al 79% tra le grandi concentrate e addirittura all'88% tra le grandi non concentrate. Anche l'identità dell'azionista di riferimento esercita una forte influenza: il Comitato è stato istituito solo dal 37% delle family firms, mentre esso si trova con grande frequenza (74% e 85% rispettivamente) presso le widely held e le società a controllo pubblico."*

<sup>170</sup> Il Rapporto Ambrosetti analizza la diffusione di presidi organizzativi e di competenze di sostenibilità nei C.d.A., rilevando come questi elementi siano molto più frequenti nelle società grandi che in quelle medio-piccole. In particolare, il Rapporto Ambrosetti misura la presenza di un comitato per la sostenibilità, di un *Chief Sustainability Officer* e la quota di amministratori con specifiche competenze in materia di sostenibilità.

<sup>171</sup> Il Rapporto FIN GOV, che riscontra dati analoghi, rileva come "La composizione prevalente (quasi solo non esecutivi, in grande maggioranza indipendenti) sembra coerente con un ruolo di controllo e interlocuzione riguardo ai temi "rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine" individuati dal management, più che di coinvolgimento diretto nella definizione dei temi e nell'elaborazione di strategie di sostenibilità." Peraltro, il rapporto indica come "È presto per trarre conclusioni riguardo al Comitato Sostenibilità. Il punto non è ancora maturo e il Codice ha scelto, prudentemente, di non formulare specifiche raccomandazioni, aspettando l'emergere delle prassi prima di indicare la best practice. Il risultato è un'estrema varietà di situazioni: il modello del Comitato autonomo è stato seguito da poche società, tendenzialmente più strutturate; più frequente è l'attribuzione di funzioni in ambito sostenibilità a comitati già esistenti (di solito il CCR); circa metà degli emittenti, per ora, non ha costituito il comitato."

metà di tutte le società quotate<sup>172</sup> e da oltre l'80%<sup>173</sup> delle società che forniscono informazioni sull'integrazione del successo sostenibile nelle loro strategie e politiche.

### 3.7. *Politica sulla remunerazione*

Il sesto articolo del Codice di autodisciplina indica le *best practice* in materia di remunerazione degli amministratori. Secondo il Codice, la politica che il consiglio di amministrazione è chiamato a definire, su proposta del comitato per la remunerazione, dovrebbe stabilire la remunerazione di amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche in modo da attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per un'efficiente gestione dell'impresa (cfr. *principio* 6.P.1.).

Nella definizione dei principi che dovrebbero orientare il consiglio e il comitato per la remunerazione, il Codice distingue tra la politica retributiva destinata agli *executive* dell'emittente (consiglieri esecutivi e dirigenti con responsabilità strategiche) da quella che concerne il compenso dei componenti non esecutivi e indipendenti del consiglio.

Per gli esecutivi si raccomanda la definizione di un pacchetto retributivo idoneo ad allineare i loro interessi con l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. *principio* 6.P.2., primo capoverso); per i non esecutivi il compenso deve essere commisurato all'impegno richiesto, ivi inclusa la loro partecipazione a uno o più comitati (cfr. *principio* 6.P.2., secondo capoverso).

Il Codice definisce alcune linee guida per la definizione della politica remunerativa, con particolare attenzione agli esecutivi, individuando i parametri cui orientare sia la componente fissa che quella variabile dei loro pacchetti retributivi, che dovranno essere adeguatamente bilanciate in funzione degli obiettivi strategici della politica di gestione dei rischi, anche in considerazione del settore e delle caratteristiche dell'attività d'impresa.

La componente fissa dovrebbe essere sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore (in caso di mancata erogazione di quella variabile (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. c)), mentre la componente variabile dovrebbe rappresentare una

---

<sup>172</sup> Si tratta del 60% delle società che hanno la remunerazione variabile e ne descrivono gli obiettivi di performance, v. *infra*, par. 3.7.1.3.

<sup>173</sup> Si tratta nello specifico di 82% società che perseguono il successo sostenibile e l'87% delle società che perseguono il successo sostenibile, hanno la remunerazione variabile e che ne descrivono gli obiettivi di performance.



parte significativa del compenso complessivo ed essere legata al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance* che siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. d)).

Con riferimento alla componente variabile, inoltre, la politica retributiva dovrebbe definire i suoi limiti massimi (*cap*) nonché il differimento nel tempo di una sua porzione rilevante (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b) ed e)).

Un *cap* dovrebbe essere definito anche con riferimento alle indennità eventualmente previste (o corrisposte) per la cessazione del rapporto di amministrazione. A tal fine il Codice indica come parametro di riferimento un importo predeterminato o un determinato numero di anni di remunerazione, raccomandando alle società, in linea con le raccomandazioni europee, di escludere la corresponsione di detta indennità nei casi in cui la cessazione del rapporto sia dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.

Dal 2014 il Codice raccomanda agli emittenti anche l'introduzione di apposite intese contrattuali che consentano la restituzione o il trattenimento del compenso variabile (o di una sua parte) che sia stato determinato sulla base di dati che si siano in seguito rilevati come manifestamente errati (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. f) e una dettagliata informazione contestuale e periodica sull'eventuale erogazione delle indennità di fine carica (cfr. *principio* 6.P.5. e *criterio applicativo* 6.C.8.).

Le informazioni sull'applicazione dell'art. 6 sono contenute nelle relazioni sul governo societario<sup>174</sup> e nelle relazioni sulla remunerazione<sup>175</sup>.

Il 2021 rappresenta inoltre il secondo anno di applicazione della nuova disciplina europea in materia di politiche e delle prassi di remunerazione. Una disciplina che – insieme agli altri temi toccati dalla Direttiva 2017/828/UE (cd. SHRD II) – tocca alcuni aspetti fondamentali del rapporto tra società e mercato e mira a un obiettivo ambizioso, ossia di

---

<sup>174</sup> Nelle relazioni di *governance* sono generalmente riportate le informazioni su istituzione, composizione e funzionamento del comitato per la remunerazione e alcune precisazioni relative alla politica, come, ad esempio, la previsione di un accordo per la corresponsione di indennità di fine carica, l'esclusione di tale corresponsione o la previsione di limite massimo alle indennità eventualmente erogate.

<sup>175</sup> Redatte dalle società quotate italiane in conformità all'art. 123-ter TUF e le relative disposizioni attuative. La relazione è composta da due sezioni: la prima sezione riporta la politica adottata dal consiglio e sottoposta al voto consultivo in assemblea, mentre la seconda sezione fornisce un'indicazione dettagliata, su base individuale, delle remunerazioni effettivamente corrisposte ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e, in forma aggregata, salvo particolari circostanze, ai dirigenti con responsabilità strategiche.

favorire il dialogo e costruire un comune orientamento di società e investitori a favore del perseguimento di risultati di lungo termine.

Con riferimento ai contenuti della politica per la remunerazione degli amministratori, la Direttiva ricopre un ruolo orientativo e programmatico circa i contenuti e gli obiettivi della politica che sono stati da tempo sviluppati in sede autodisciplinare. Tra questi, in particolare, il legame tra politica con la strategia aziendale, il perseguimento degli interessi a lungo termine e la sostenibilità della società<sup>176</sup>.

Quanto al rapporto con il mercato<sup>177</sup>, per effetto della nuova disciplina le politiche per la remunerazione sono sottoposte al voto vincolante dei soci, mentre il rapporto sulle remunerazioni erogate è oggetto di voto consultivo<sup>178</sup>.

### 3.7.1. Remunerazione variabile

Le raccomandazioni del Codice si concentrano sulla struttura del pacchetto retributivo degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche che dovrebbe allineare i loro interessi con l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine, realizzando un adeguato bilanciamento tra la componente fissa e variabile e un'adeguata determinazione degli elementi chiave di quest'ultima.

Nelle società che aderiscono al Codice, il 90% delle politiche prevede la corresponsione di una componente variabile per gli amministratori esecutivi: tale prassi è quasi sempre presente tra le società del FTSE MIB e del Mid Cap (rispettivamente nel 100% e nel 97% dei casi), e comunque molto frequente anche tra le Small Cap (85%)<sup>179</sup>.

#### 3.7.1.1. Parametri di riferimento della remunerazione variabile

---

<sup>176</sup> Cfr. Art. 123-ter, comma 3-bis, TUF.

<sup>177</sup> Il Rapporto Ambrosetti rileva come “l’Executive Compensation è uno dei temi a cui il mercato presta maggiore attenzione: 1 raccomandazione di voto su 2 è «against». Le principali motivazioni alla base delle raccomandazioni di voto negative sono: scarsa disclosure generale, inadeguati meccanismi “pay for performance”, scarsa attenzione al lungo periodo.

<sup>178</sup> Cfr. art. 123-ter, commi 3-ter e 6, TUF.

<sup>179</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Dato stabile nel tempo, cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2019, p. 77.

Il Codice raccomanda agli emittenti che aderiscono al Codice di identificare nella loro politica remunerativa gli obiettivi di *performance* predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo.

La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 98% delle società che prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi; un dato in lieve aumento ma comunque sostanzialmente molto elevato stabile nel tempo<sup>180</sup>.

I parametri scelti possono essere diversi: quasi tutte le politiche fanno riferimento almeno a un indicatore di matrice contabile, mentre oltre la metà delle società collega l'erogazione e l'entità della remunerazione variabile anche al raggiungimento di obiettivi "di *business*" quali, ad esempio, il raggiungimento di specifici obiettivi strategici, operazioni straordinarie, di crescita o sviluppo internazionale, ma anche obiettivi legati alla sostenibilità, alla *consumer satisfaction* o al contenimento dei rischi reputazionali o legali (65% dei casi); la previsione di questi ultimi è sostanzialmente stabile nel triennio mentre segna comunque un miglioramento rispetto agli anni precedenti<sup>181</sup>.

Nel 59% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al valore di mercato delle azioni (piani *stock-based*): un dato che appare sostanzialmente stabile rispetto al 2020 e che conferma dunque il lieve calo osservato l'anno scorso rispetto al 66% del 2019<sup>182</sup>.

Sia la previsione di obiettivi di "*business*" sia il collegamento di almeno parte del variabile all'andamento del titolo rimane più frequente nelle società grandi (rispettivamente 85% e 88% nelle FTSE MIB)<sup>183</sup>.

Nel 2021 si è invece invertita la tendenza, manifestatasi nei cinque anni precedenti, all'aumento della scelta delle società quotate di prevedere nella loro politica la possibilità di erogare compensi *una tantum*, il cui ammontare dipende prevalentemente da una valutazione *ex post* del consiglio di amministrazione (di seguito "*bonus ad hoc*").

I bonus *ad hoc*, che erano cresciuti costantemente dal 25% del 2016 al 41% nel 2020, si sono quasi dimezzati, interessando nel 2021 il 29% delle società. La possibile erogazione

---

<sup>181</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>182</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 78.

<sup>183</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

di questi compensi è quasi sempre legata all'eventuale compimento di operazioni straordinarie e di importante valore strategico e appare più frequente tra le società di maggiori dimensioni<sup>184</sup>. Circa la metà delle previsioni sui bonus *ad hoc* appare comunque legata a un parametro quantitativo o a un limite massimo, mentre nella restante metà dei casi l'entità della loro erogazione appare sostanzialmente discrezionale. Solo in un quarto delle società che prevedono bonus *ad hoc*, la decisione avviene con un coinvolgimento<sup>185</sup> del comitato remunerazioni.

In alcuni marginali casi i bonus *ad hoc* svolgono una funzione sostitutiva della remunerazione variabile: ciò accade in tre società quotate, tutte di minori dimensioni, che prevedono la possibile erogazione di premi monetari *ad hoc* mentre non prevedono alcun tipo di compenso variabile per gli amministratori esecutivi, motivando tale scelta in ragione dell'opportunità di valutare *ex post* l'eventuale integrazione del compenso fisso sulla base del conseguimento di risultati aziendali eccezionali e delle condizioni economiche-finanziarie di contesto, qualora il complesso degli altri elementi della retribuzione fosse considerato oggettivamente inadeguato alla prestazione fornita<sup>186</sup>.

Al contempo è complessivamente aumentato il ricorso alla possibilità di derogare alla politica di remunerazione in circostanze eccezionali<sup>187</sup>; facoltà prevista dalla nuova disciplina dell'art. 123-ter, comma 3-bis, TUF, unitamente alla previsione di subordinare tali erogazioni a specifiche condizioni procedurali – quale l'applicazione della procedura per le operazioni con parti correlate. Circa la metà di tali deroghe riguarda la possibile erogazione di componenti straordinarie che possono assumere, ad esempio, la forma di *entry bonus* o di bonus legati a operazioni straordinarie nelle circostanze eccezionali<sup>188</sup>.

---

<sup>184</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>185</sup> Il grado del coinvolgimento varia dalla previsione di una proposta del comitato fino alla previsione di un parere del comitato. Tali categorie di bonus appaiono riconducibili alle deroghe eccezionali ex art. 123-ter, comma 3-bis, TUF (v. *infra*) ma non sono state espressamente qualificate come tali dalla società.

<sup>186</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>187</sup> Si tratta dell'85% delle società aderenti al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>188</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. Dal Rapporto FIN GOV emerge che la “*facoltà di derogare alla policy approvata dall'assemblea è prevista nella stragrande maggioranza dei casi (82%). Essa copre principalmente i piani d'incentivazione a breve termine (MBO) o il peso relativo di componente fissa/variabile (63%); con minore frequenza anche (o solo) i piani a lungo termine (LTI: 50%) e/o l'emolumento fisso (36%). È abbastanza frequente l'indicazione di casistiche che giustificano l'utilizzo della deroga, come la facoltà di erogare bonus straordinari per attrarre o trattenere manager di talento (47% dei casi) o di modificare le remunerazioni per tener conto di eccezionali circostanze esterne (40%) o di sensibili variazioni del perimetro del gruppo (31%). Più rara è la facoltà di erogare bonus per*

In generale, se non è nel complesso diminuita la previsione della possibilità di erogare bonus straordinari, è da rilevare come il loro più frequente inserimento nei casi di deroga abbia migliorato la trasparenza e la governance del processo previsto per tale erogazione, prevedendo l'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate.

Si ribadisce pertanto l'opportunità che le società limitino il ricorso alla previsione di bonus *ad hoc* e che, nei casi in cui procedano in tal senso, forniscano adeguata motivazione di tale scelta e la inseriscano esplicitamente nel quadro delle deroghe all'applicazione della politica di remunerazione, adottando le relative previsioni procedurali.

### 3.7.1.2. Orientamento di breve e di lungo termine della remunerazione variabile

La componente variabile della remunerazione è legata a obiettivi sia di breve che di medio-lungo termine circa nel 75% dei casi; soltanto a obiettivi di breve termine nel 20% dei casi, mentre ha un esclusivo orientamento al lungo termine nel 5% dei casi<sup>189190</sup>.

Complessivamente, dunque, circa l'80% delle società che prevedono una remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi lega almeno una componente di tale remunerazione a obiettivi pluriennali; come in passato, la previsione di tali componenti è più frequente nelle società di maggiori dimensioni<sup>191192</sup>.

---

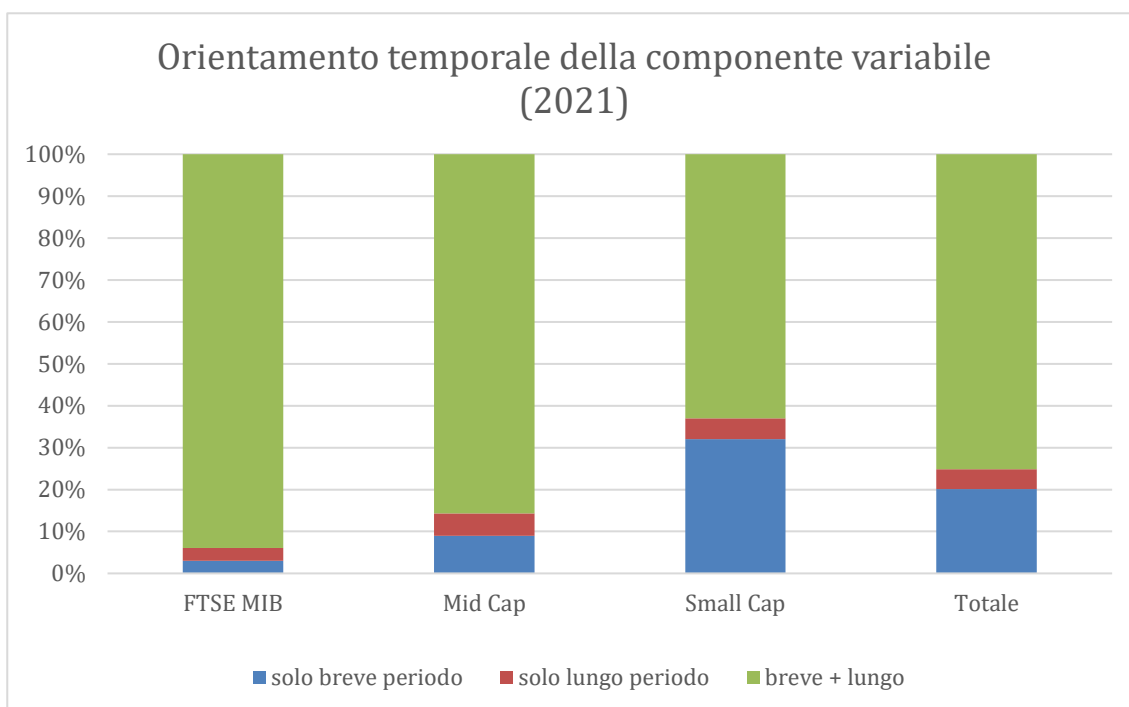
*premiare performance eccezionali (25%)". Sempre secondo il Rapporto FIN GOV, gli emittenti "hanno comunicato raramente (14%) di avere effettuato deroghe alla policy approvata in assemblea: ciò corrisponde al 17% dei casi in cui la deroga è prevista". Secondo gli estensori del Rapporto FIN GOV, il fatto che la facoltà di derogare alla policy sia sfruttata di rado, sarebbe almeno in parte motivato dalla "possibilità di usufruire della discrezionalità embedded nella policy, che consente di modificare i parametri dei piani di incentivazione senza sfruttare – formalmente – la facoltà di deroga".*

<sup>189</sup> I dati sono sostanzialmente stabili nel triennio 2021, 2020 e 2019. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 79.

<sup>190</sup> Anche il Rapporto FIN-GOV che però include nell'esame anche le società che non aderiscono al Codice conferma che "un piano MBO è previsto quasi sempre (97%); un LTI è individuato con frequenza minore (75%). Nei (46) emittenti in cui è presente un MBO ma non un LTI, è raramente (28%) fornita una spiegazione (essa sarebbe tuttavia richiesta ai sensi del Codice). In ambedue i casi l'applicazione del principio *comply-or-explain* è chiaramente migliorabile".

<sup>191</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 79.

<sup>192</sup> Anche il Rapporto Ambrosetti rileva come "Le società di grandi dimensioni hanno un livello di attenzione al lungo termine maggiore rispetto a quelle di medie e piccole dimensioni": (94% nelle società del FTSE MIB, 85% nel Mid Cap, 83% nello Star Small). Il peso medio della componente di lungo periodo



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

### 3.7.1.3. Obiettivi di performance non finanziaria e di sostenibilità della remunerazione variabile

L'integrazione degli obiettivi di sostenibilità dell'impresa nel lungo termine dovrebbe influire, nell'ottica di una buona *governance*, anche sugli obiettivi cui è parametrata almeno in parte la remunerazione variabile degli esecutivi.

Il Codice di autodisciplina vigente raccomanda, infatti, che la remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche sia definita in modo tale *“da allineare i loro interessi con il perseguimento dell’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”*.

Per gli amministratori destinatari di deleghe gestionali, il Codice raccomanda, inoltre, che la loro remunerazione sia legata per *“una parte significativa (...) al raggiungimento di specifici obiettivi di performance, anche di natura non economica”* (principio 6.P.2.).

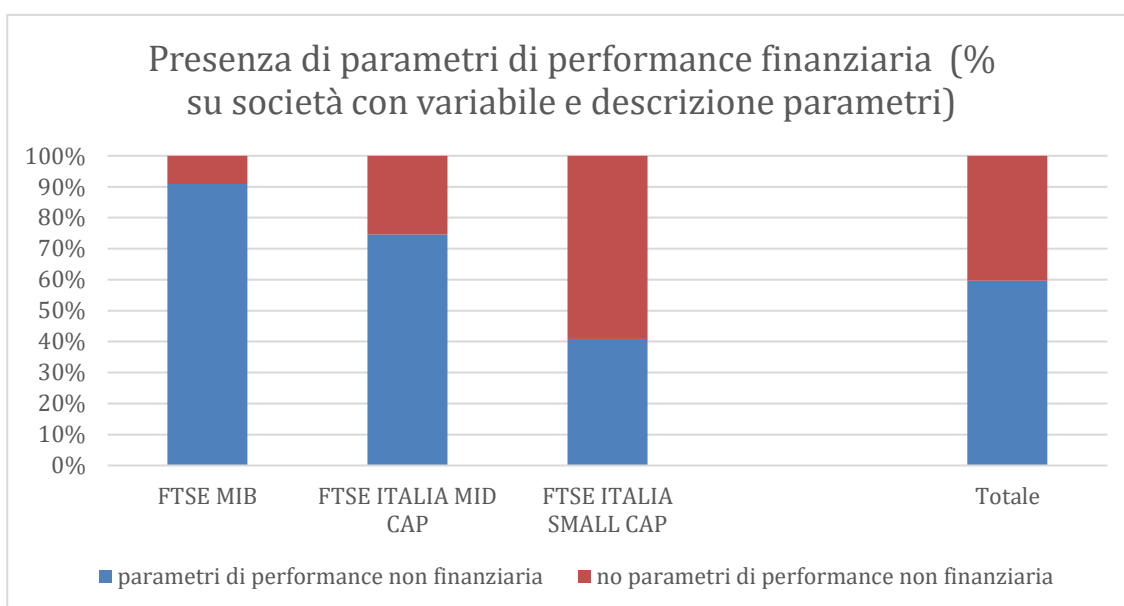
Al riguardo, come precedentemente osservato, il riferimento agli obiettivi *“di business”*, dunque non legati unicamente a indicatori di profittabilità, appare sostanzialmente stabile

---

(LTI) rispetto al compenso totale del CEO è pari al 37% nel FTSE MIB, al 31% nel MID Cap, al 27% nello Star Small.

se confrontato ai dati del 2020, confermando il lieve aumento rispetto agli anni precedenti (65% e 66% nel 2021 e nel 2020, in confronto al 63% nel 2019 e al 57% nel 2018).

Dall'esame delle politiche di remunerazione è emerso un aumento dei casi in cui almeno parte della remunerazione variabile appare espressamente legata a obiettivi di performance non finanziaria, utilizzate nel 60% delle società censite<sup>193</sup><sup>194</sup>. Il dato appare in questo caso in chiaro e significativo aumento rispetto al passato e dimostra una costante maggiore attenzione delle imprese per l'utilizzo di obiettivi di performance legati al raggiungimento di obiettivi strategici di tipo ambientale e sociale, soprattutto nelle società di grandi e medie dimensioni<sup>195</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

<sup>193</sup> Il Rapporto Ambrosetti rileva come “i parametri ESG sono sempre più utilizzati nei sistemi di breve termine”: nel 2021, sono stati adottati dal 76% delle società del FTSE MIB, rispetto al 43% del 2018.

<sup>194</sup> Il Rapporto FIN-GOV rileva come i parametri ESG siano frequenti sia nei piani MBO (42%) che in quelli LTI (38%). Nel caso di parametri ESG delle componenti MBO lo studio rileva che “L'utilizzo di parametri diversi da quelli economico-finanziari dipende soprattutto dall'identità dell'azionista di riferimento: parametri di business sono usati più spesso dalle società pubbliche (73%) e meno da quelle familiari (41%); lo stesso accade per i parametri ESG (64% nelle pubbliche, 33% nelle familiari).” Un trend simile è osservato anche nei piani LTI “Il ricorso a parametri ESG è poco frequente tra le società familiari (27%) e nettamente più elevato tra le widely held (47%) e soprattutto tra le società a controllo pubblico (76%). Anche qui si conferma la maggiore sensibilità delle società pubbliche per le tematiche di sostenibilità.”

<sup>195</sup> Delle società che indicano gli obiettivi di performance per la remunerazione variabile, la previsione di obiettivi ambientali e sociali è prevista dal 91% delle FTSE MIB, dal 75% delle Mid Cap e dal 41% delle Small Cap.

Tuttavia, la qualità di tali obiettivi varia significativamente: mentre circa il 40% delle società ha previsto chiari obiettivi ambientali (31%) e/o obiettivi di natura sociale (di cui il 5% per obiettivi di salute e sicurezza sul lavoro o legati alla catena di fornitura; 6% per obiettivi di *welfare* aziendale, inclusa la *diversity*), è ancora maggioritaria (58%) la previsione di obiettivi generici di “ESG” o di “sostenibilità” che non rispondendo ai criteri di misurabilità degli obiettivi di performance raccomandati dal Codice per le componenti variabili. Sussiste dunque una significativa area di miglioramento nella definizione degli obiettivi ambientali e sociali che interessa un numero significativo di società in tutte le classi dimensionali.

#### 3.7.1.4. Limite massimo alla remunerazione variabile

Quasi tutte (97%) le società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile stabiliscono limiti massimi alla sua erogazione, secondo quanto raccomandato nel *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b). Il dato appare in lieve aumento rispetto al 94% del 2020 e al 90% del 2019<sup>196</sup>.

La previsione di un *cap* al variabile non appare più sostanzialmente influenzata dalla dimensione della società: oltre alla conferma di tale previsione nella quasi totalità delle società grandi e medie (rispettivamente tutte le FTSE MIB e il 98% delle Mid Cap), appare in aumento la previsione di un limite massimo al compenso variabile, ove previsto, anche tra le società di minori dimensioni (il 96% delle Small Cap)<sup>197</sup>.

#### 3.7.2. Clausole di *claw-back*

Il Codice raccomanda di prevedere intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate (*claw-back*) o di trattenere somme oggetto di differimento, qualora determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

---

<sup>196</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 82. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>197</sup> In particolare, per le Small Cap si evidenzia un aumento dall'87% del 2019. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 82; Assonime-Emittenti Titoli 2021.



Le clausole di *claw-back* sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione di 148 società che aderiscono al Codice (pari al 71% del totale), in costante aumento: tali clausole erano presenti nel 64% dei casi nel 2020, mentre solo nel 34% dei casi nel 2015<sup>198</sup>.

La previsione di tale clausola è in aumento in tutte le categorie; la frequenza della sua previsione varia comunque in ragione della dimensione (94% delle società di maggiori dimensioni, rispetto al 86% delle medie e al 57% delle piccole) e del settore di appartenenza (nel settore finanziario tali clausole sono previste nel 95% dei casi, contro il 68% di quello non finanziario)<sup>199</sup>.

### 3.7.3. Politica sulle indennità di fine carica

Il Codice raccomanda agli emittenti di individuare un limite massimo all'importo che potrà essere erogato come eventuale indennità per la cessazione anticipata del rapporto con un amministratore esecutivo: il limite può essere identificato da un *cap* fisso o da un parametro legato al compenso ricevuto dall'amministratore in un determinato numero di anni<sup>200</sup>.

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita. Soltanto poco più della metà (57%) delle società definisce delle chiare regole sulla futura ed eventuale erogazione delle indennità di fine carica<sup>201</sup> come richiesto dal Codice. Negli altri casi, le società sembrano escludere l'erogazione di un'indennità o non prevedono regole per la sua eventuale

---

<sup>198</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>199</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021. L'aumento più significativo si registra soprattutto tra le società finanziarie che passano dall'84% del 2020 al 95%. Come per altre raccomandazioni, il livello di adesione più elevato da parte delle società finanziarie è dovuto a esigenze di compliance alla normativa di settore.

<sup>200</sup> Il parametro individuato dalla Commissione europea nella Raccomandazione n. 2009/385/CE è pari a due annualità della componente non variabile della remunerazione o del suo equivalente. Questa impostazione è seguita anche da Glass Lewis, [2021 Guidelines – Continental Europe](#), p. 13, mentre non sembra esplicitata da ISS, [European Proxy Voting Guidelines](#), che si riferisce a "24 months' pay". Una considerazione più ampia delle diverse soluzioni ritenute compatibili con una raccomandazione di voto favorevole è stata elaborata da Frontis Governance, [Principi di corporate governance e politiche di voto per il mercato italiano](#), p. 29: "In linea di principio, è valutata negativamente ogni previsione contrattuale che porti l'indennità di fine rapporto (*severance payment*) ad eccedere l'equivalente di un'annualità di remunerazione monetaria complessiva (compenso fisso più la media dei bonus corrisposti negli ultimi esercizi) o, se di importo inferiore, l'equivalente di 2 annualità di compenso fisso. In considerazione delle pratiche comuni sul mercato italiano, possono essere valutati favorevolmente anche *severance payments* pari a 2 annualità di compensi totali, incluso il fisso e la media dei bonus annuali corrisposti negli ultimi 3 esercizi, se tale previsione risulta migliorativa rispetto alle pratiche precedenti o il compenso fisso risulta significativamente inferiore alla mediana dei peers."

<sup>201</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

erogazione<sup>202</sup>. Concentrando l'attenzione sulle società che definiscono una o più regole, nella maggior parte dei casi (70%) la politica definisce un limite massimo all'ammontare della eventuale indennità di fine carica, mentre in circa un quinto dei casi (18%) la società definisce un importo fisso e predeterminato per l'eventuale indennità. Nel restante 12% dei casi la società definisce una regola per la futura e possibile erogazione dell'indennità di fine carica; talvolta la politica subordina il calcolo dell'ammontare dell'eventuale indennità a più regole, ad esempio cumulando diverse regole di calcolo dell'importo fisso e della componente variabile; in rari casi, l'ammontare dell'indennità è parametrato al compenso residuale, dovuto sino alla scadenza naturale del mandato<sup>203</sup>.

### **3.8. Il rapporto sulla remunerazione**

La seconda sezione della relazione sulla remunerazione (cd. *remuneration report*) fornisce un'informazione dettagliata sui compensi corrisposti nell'esercizio passato e in coerenza con la politica per la remunerazione precedentemente approvata.

L'informazione è dettagliata su base individuale per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo e i direttori generali, mentre è richiesta in forma aggregata, salvo casi specifici, per i dirigenti con responsabilità strategiche.

L'articolo 6 del Codice di autodisciplina nulla dispone, fatta eccezione per le comunicazioni raccomandate in caso di cessazione dalla carica, in merito alla remunerazione *ex post*.

L'esame delle remunerazioni effettivamente corrisposte agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell'organo di controllo ha fatto però emergere alcuni profili di adeguatezza delle relative remunerazioni che sono stati già evidenziati dal Comitato nella passata attività di monitoraggio sull'applicazione del Codice e fatti oggetto di specifiche raccomandazioni<sup>204</sup>.

---

<sup>202</sup> Le due casistiche sono osservate in poco meno della metà delle società che aderiscono al Codice (43%) e sono equivalentemente rappresentate (21% delle società sembrano escludere espressamente erogazione di indennità di fine carica mentre il 22% non la esclude espressamente né prevede regole per la sua eventuale erogazione). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>203</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

<sup>204</sup> Comitato per la Corporate Governance, Lettere 2020 e Lettera 2019; Id., [Relazione annuale 2017](#).

Considerando che il Codice attuale già raccomanda che la remunerazione degli amministratori non esecutivi sia *“commisurata all’impegno richiesto a ciascuno di essi, tenuto anche conto dell’eventuale partecipazione ad uno o più comitati”* (cfr. principio 6.P.2., ultimo capoverso), il Comitato dedica anche quest’anno un’analisi approfondita delle remunerazioni effettivamente percepite dagli amministratori non esecutivi ed estende l’analisi, per le medesime ragioni, anche ai componenti dell’organo di controllo. Anche con riferimento a questi ultimi, infatti, il Codice attuale già raccomanda che la loro remunerazione sia *“commisurata all’impegno richiesto, alla rilevanza del ruolo ricoperto nonché alle caratteristiche dimensionali e settoriali dell’impresa”* (cfr. criterio applicativo 8.C.4.).

Al riguardo, il nuovo Codice raccomanda alle società di curare che i compensi, inclusi quelli degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell’organo di controllo, siano definiti *“tenendo conto delle pratiche di remunerazione diffuse nei settori di riferimento e per società di analoghe dimensioni, considerando anche le esperienze estere comparabili”*<sup>205</sup> (benchmark).

L’analisi dei rapporti sulla remunerazione (seconda sezione delle relazioni sulla remunerazione) mostra come la struttura e l’ammontare del compenso siano influenzati tanto dal ruolo ricoperto dal singolo consigliere non esecutivo quanto dalla dimensione e dal settore della società<sup>206</sup>.

L’esame si concentra sul dato empirico delle remunerazioni riconosciute agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell’organo di controllo non tanto in termini di coerenza con le politiche complessivamente definite per la remunerazione degli organi sociali (che sono ragionevolmente concentrate sulla più articolata definizione dei compensi variabili rivolti agli amministratori esecutivi, direttori generali e dirigenti con responsabilità strategiche), bensì alla luce dell’impegno atteso da tali soggetti nell’adempimento del relativo incarico e ai conseguenti profili di responsabilità.

Dall’esame delle remunerazioni dei compensi degli amministratori non esecutivi, si osserva che, rispetto all’incremento del compenso fisso mediano degli amministratori non esecutivi rilevato nel 2020 (in confronto al 2019), quest’anno il dato appare sostanzialmente stabile. Un andamento analogo si registra per l’evoluzione della

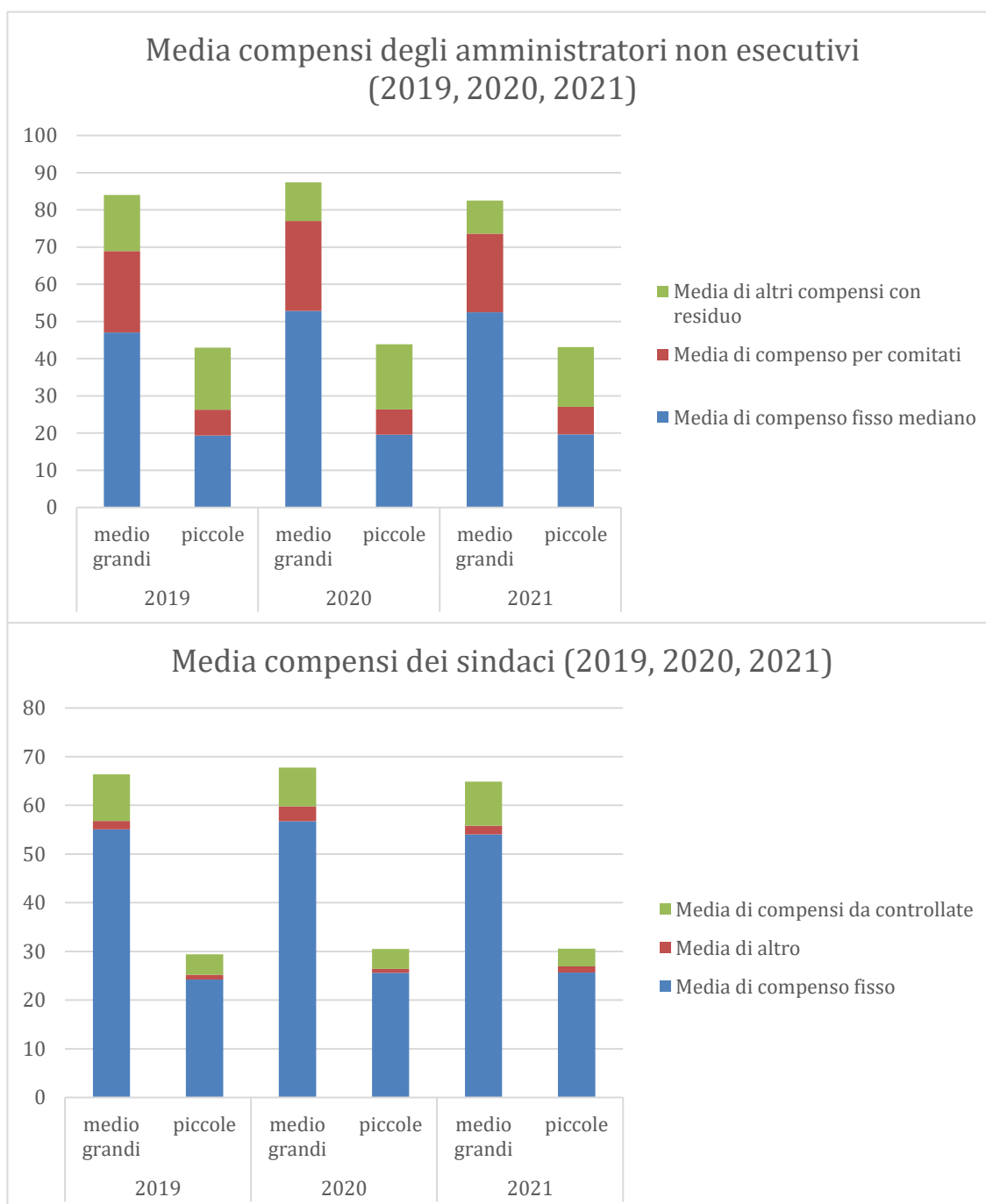
---

<sup>205</sup> Cfr. raccomandazione 25 del Codice di Corporate Governance.

<sup>206</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2021.

remunerazione dei componenti dell'organo di controllo dove, rispetto al lieve incremento registrato nel 2020, i compensi appaiono sostanzialmente invariati nel 2021.

L'analisi conferma dunque l'attualità della raccomandazione del Comitato di assicurare l'adeguata correlazione tra i compensi degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell'organo di controllo e la valorizzazione della competenza, della professionalità e dell'impegno richiesti dal loro incarico.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2021

### III. INIZIATIVE DEL COMITATO PER UNA MIGLIORE ADESIONE AL CODICE

#### 1. Le attività di monitoraggio dell'applicazione dei codici e l'interazione con le società quotate

L'efficacia e la credibilità dell'autodisciplina necessitano di un adeguato sistema di monitoraggio sull'applicazione delle raccomandazioni contenute nei codici che può essere affidato sia al medesimo soggetto responsabile per la redazione e l'aggiornamento del codice o, come in alcuni limitati casi, a soggetti diversi dai primi. Anche la natura dei custodi dei codici e dei soggetti responsabili delle attività di monitoraggio è diversificata a livello europeo.

La definizione delle regole di *governance* è tendenzialmente attribuita a comitati connotati da una natura ibrida, pubblico-privata, che contraddistingue il comitato inglese, olandese, belga e tedesco. In tutti questi casi, i componenti dei comitati sono rappresentativi delle società quotate e, in alcuni casi, anche di una platea più ampia di *stakeholder* che comprende il mondo accademico e quello del risparmio gestito<sup>207</sup>, ma sono nominati in tutto o in parte dal governo. La nomina dell'intera commissione spetta al ministero competente sia in Olanda<sup>208</sup> che in Germania<sup>209</sup>, mentre nel Regno Unito sono di nomina governativa soltanto il presidente e il vice-presidente del comitato<sup>210</sup>.

In altri casi, l'istituzione e la composizione dei comitati è gestita integralmente su iniziativa privata dei rappresentanti del mercato. In alcuni casi, come quello francese, il comitato è espressione delle principali associazioni imprenditoriali, in altri, come quello italiano e quello svedese, i comitati hanno una rappresentatività più ampia,

---

<sup>207</sup> Si veda, ad esempio, la composizione del comitato olandese e di quello tedesco.

<sup>208</sup> La *Monitoring Commissie* è nominata dal Ministero dell'Economia, d'intesa con il Ministero di Giustizia e delle Finanze, che scelgono i suoi componenti tra gli esperti della corporate governance rappresentanti di società quotate, investitori, lavoratori, revisori e mondo accademico.

<sup>209</sup> In Germania, l'intera *Regierungskommission*, compreso il suo presidente, è nominata dal Ministero di Giustizia e per la tutela dei consumatori (*Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*) che sceglie i suoi componenti tra i membri degli organi sociali delle società quotate, gli esponenti degli investitori, sia istituzionali che *retail*, i rappresentanti del mondo accademico, delle società di revisione e dei rappresentanti dei lavoratori. La designazione può avvenire anche su proposta della stessa commissione.

<sup>210</sup> La nomina del presidente e del vice-presidente del board del *Financial Reporting Council* compete al *Secretary of State for Business, Innovation and Skills*. In tale sede si ritiene utile precisare che l'FRC, competente per la redazione e il monitoraggio dei codici di autodisciplina, ha lo status di un *regulator* indipendente, i cui poteri regolamentari, rilevanti nella disciplina sull'*audit*, sono stati delegati dal *Department for Business, Energy and Industrial Strategy*.

ricomprendendo esponenti delle società quotate e del risparmio gestito. In Francia, l'Alto comitato è promosso da due associazioni rappresentative del mondo imprenditoriale, Afep e Medef, mentre in Italia e in Svezia il comitato conta su una platea più ampia di promotori, comprendendo sia rappresentanti del mondo imprenditoriale, finanziario e industriale, sia rappresentanti degli investitori istituzionali. L'ampia rappresentatività del comitato italiano è suggellata, tra l'altro, dalla prassi dell'attribuzione della presidenza a un esponente delle società quotate e della vice-presidenza a un esponente del risparmio gestito.

A tale quadro si aggiungono l'esperienza spagnola e quella portoghese, nelle quali la definizione delle *best practice* di mercato è attribuita all'autorità di vigilanza: la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* in Spagna e la *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* in Portogallo.

### **1.1. L'attività di monitoraggio**

L'attività di monitoraggio sull'applicazione dei codici di autodisciplina presenta un quadro ancor più diversificato. In alcuni paesi i comitati non conducono alcun monitoraggio (Germania<sup>211</sup> e Belgio), alcuni conducono un monitoraggio solo statistico (Svezia e Olanda) e altri svolgono un monitoraggio statistico con considerazioni e raccomandazioni per la migliore applicazione del codice (Francia, Italia, Regno Unito). In Francia, le associazioni di impresa hanno istituito un comitato *ad hoc* principalmente per il monitoraggio della applicazione del codice. Infine, in alcuni paesi, coerentemente con l'identità dell'ente che redige il codice, anche il monitoraggio è affidato all'autorità pubblica (Spagna e Portogallo).

Dall'esame dei monitoraggi di tipo statistico, emerge che i comitati di Svezia e Olanda commissionano uno studio a un soggetto esterno e riportano nella relazione gli estratti di tale studio senza svolgere alcuna raccomandazione alle società quotate. La forma più evoluta dei monitoraggi, quali quello di Francia, Italia e Regno Unito, è rappresentata invece da monitoraggi svolti direttamente dal comitato, con una residuale utilizzazione di fonti prevalentemente per effettuare confronti su aspetti specifici con analisi più approfondite. Tra questi il comitato francese, oltre a svolgere raccomandazioni generali a tutte le società quotate, è espressamente incaricato anche di intrattenere interazioni

---

<sup>211</sup> Dove alcuni centri accademici conducono sintetiche analisi statistiche sull'applicazione del codice, ma non sono fatte proprie dalla *Corporate Governance Regierungskommission* che è competente per la sola redazione del codice.

individuali con singole società quotate, al fine di promuovere una migliore applicazione del codice.

Il modello italiano si inserisce nel solco delle esperienze europee con un panorama particolarmente nutrito, caratterizzato dalla presenza di tre principali monitoraggi, pubblicati su base annuale, che si distinguono sia per la natura del soggetto che li redige sia per le finalità che tali studi si prefiggono. Assonime, rappresentativa del mondo imprenditoriale, conduce un'analisi approfondita delle relazioni sul governo societario e delle relazioni sulla remunerazione, monitorando l'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice: la ricerca, pubblicata su base annuale sin dal 2001, fornisce una fotografia dell'evoluzione della *governance* delle società quotate italiane, evidenziandone miglioramenti e criticità. La Consob, autorità di vigilanza, conduce un'analisi statistica della *governance*, monitorando gli assetti proprietari, le dinamiche assembleari e l'evoluzione degli organi sociali delle società quotate. Infine, il Comitato per la Corporate Governance, rappresentativo sia delle società quotate che degli investitori, conduce una propria analisi critica dei dati forniti dal Rapporto Assonime-Emittenti Titoli, integrata su specifici aspetti anche dagli altri studi e ricerche dedicate a specifici temi, al fine di promuovere una migliore applicazione del Codice, individuare le aree di miglioramento della prassi delle società quotate e le possibili future revisioni del Codice.

## ***1.2. L'interazione con le società quotate***

L'importanza fondamentale di un'efficace attività di monitoraggio ha portato alcuni comitati a sviluppare un rapporto diretto con le società quotate che rappresentano i destinatari principali del codice. Molti hanno adottato un meccanismo trasparente di consultazione per l'aggiornamento del codice, mediante la pubblicazione delle proposte di revisione<sup>212</sup>; altri hanno sviluppato un meccanismo di interazione con le società quotate, mediante la risposta a quesiti circa la corretta interpretazione delle raccomandazioni contenute nel codice<sup>213</sup>.

Nell'ambito delle iniziative volte a rafforzare l'interazione con le società quotate, merita ricordare, in particolare, le competenze dell'*Haut Comité* francese che svolge sia l'attività

---

<sup>212</sup> Questa prassi è stata adottata, in particolare, in Francia, Germania, Olanda e Regno Unito nonché nei paesi in cui il comitato o parte di esso è di nomina governativa.

<sup>213</sup> Si tratta, in particolare, del comitato francese e del comitato svedese, entrambi organismi interamente privati.

di risposta a quesiti interpretativi in merito alla corretta applicazione del codice, sia una vera e propria attività di *enforcement* privato del codice, interagendo con singole società che non abbiano applicato correttamente le raccomandazioni ritenute particolarmente rilevanti o non si siano conformate all'interpretazione fornita dal comitato nelle risposte ai quesiti. Tale attività del comitato trova un duplice riscontro pubblico: in una prima fase, le società sono chiamate a fornire nella relazione sul governo societario un'adeguata informazione circa la corretta applicazione delle raccomandazioni contestate dal comitato; qualora tali raccomandazioni risultino ancora disattese, il comitato può attivare una seconda fase di *enforcement*, rendendo pubblica l'identità di tali società. La crescente attività di monitoraggio ha inciso sulla scelta di Afep e Medef di ampliare la rappresentatività dell'Alto Comitato<sup>214</sup>.

In Italia, la consapevolezza circa l'importanza di un'adeguata attività di monitoraggio è maturata da tempo in seno al Comitato che si è attivato dapprima con la pubblicazione del Rapporto e successivamente con l'invio a tutte le società quotate italiane di una lettera formale per dare evidenza del monitoraggio svolto e risalto delle principali criticità riscontrate. La lettera, formale e indistintamente indirizzata a tutte le società quotate, ha la funzione di dare maggiore risalto all'attività di monitoraggio del Comitato, concentrandosi sulle principali criticità riscontrate nel suo ultimo Rapporto e invitando i consigli di amministrazione delle società quotate a tenerne conto, anche in sede di autovalutazione, nell'ambito delle scelte adottate per un efficace modello organizzativo e una concreta adesione alle raccomandazioni del Codice.

## **2. Le raccomandazioni del Comitato alle società quotate**

Il Rapporto<sup>215</sup> del Comitato fornisce una panoramica sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice, riservando particolare attenzione a quelle più rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione<sup>216</sup>.

---

<sup>214</sup> L'annuncio era contenuto nel comunicato stampa in occasione dell'ultima revisione del codice francese.

<sup>215</sup> Contenuto nella seconda parte della presente Relazione.

<sup>216</sup> Il Rapporto si basa sulla raccolta e l'analisi dei dati svolta nel *Rapporto Assonime-Emittenti Titoli sulla Corporate Governance in Italia* (in corso di pubblicazione, in seguito anche solo "Assonime-Emittenti Titoli 2020").



A fine 2020 il 95% delle società italiane con azioni quotate sul MTA ha dichiarato formalmente di aderire all'ultima versione del Codice<sup>217</sup>. La scelta di non aderire è limitata a pochi casi e generalmente ricondotta alle ridotte dimensioni della società.

L'analisi contenuta nel Rapporto mostra che la qualità delle informazioni fornite dalle società nelle relazioni sul governo societario è elevata e in costante crescita: le società descrivono generalmente in modo chiaro e analitico il proprio modello di *governance*, sia in caso di applicazione delle raccomandazioni del Codice, sia nei casi di una loro totale o parziale disapplicazione, in base al principio *comply or explain*.

Per gran parte delle raccomandazioni del Codice il grado di applicazione è elevato. Il monitoraggio di quest'anno evidenzia segnali di sostanziale miglioramento, in particolare nelle aree oggetto delle raccomandazioni del Comitato negli anni scorsi. Per alcune di esse, nonostante i ripetuti richiami contenuti nei Rapporti degli anni precedenti, il livello di applicazione delle raccomandazioni è ancora basso, e la qualità delle informazioni fornite in merito all'eventuale scostamento risulta insoddisfacente. Tali aree sono chiaramente individuate nel Rapporto e su di esse il Comitato ha formulato le specifiche raccomandazioni appresso evidenziate, con lo scopo di incoraggiare gli emittenti a una più sostanziale e trasparente applicazione del Codice.

### **2.1. Gli effetti delle raccomandazioni inviate nel 2020**

Alla luce delle risultanze del Rapporto per il 2020, e considerato che il 2021 rappresentava l'ultimo anno di rendicontazione sull'applicazione della precedente edizione del Codice, il Comitato aveva ritenuto utile svolgere una ricognizione delle raccomandazioni formulate negli ultimi quattro anni, proponendo alcune indicazioni specifiche per superare gli elementi di debolezza ancora esistenti, il cui superamento appariva funzionale anche al fine di una migliore applicazione degli aspetti più innovativi della nuova edizione del Codice. Le aree così identificate riguardavano dunque sia temi da tempo evidenziati come cruciali per una efficace applicazione del Codice (informativa pre-consiliare, indipendenza degli amministratori, autovalutazione del consiglio e dei suoi comitati, nomina e successione degli amministratori, politiche di remunerazione) sia temi ulteriori e significativi introdotti nel nuovo Codice (sostenibilità).

---

<sup>217</sup> Si tratta dell'edizione 2018 del Codice, tenuto conto della progressiva entrata in vigore delle raccomandazioni sulla diversità di composizione degli organi sociali.

Il Rapporto è stato trasmesso ai presidenti e agli amministratori delegati di tutti gli emittenti insieme a una lettera in cui il Presidente del Comitato invitava gli organi sociali dei medesimi emittenti a esaminare, anche in sede di autovalutazione, le principali aree critiche che emergevano dal Rapporto e a svolgere un'analisi dell'adesione rispetto ai temi indicati nelle Raccomandazioni del Comitato per il 2021, fornendo adeguata *disclosure* sulle iniziative intraprese nella successiva relazione sul governo societario. Veniva altresì formulato l'invito a sottoporre le medesime raccomandazioni, per quanto di competenza, anche all'organo di controllo dell'emittente.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2021 è emerso che la quasi totalità delle società che aderiscono al Codice (l'89%, in costante aumento rispetto all'80% del 2020, al 75% del 2019 e al 50% del 2018) ha dato riscontro alle indicazioni della lettera, dichiarando di aver tenuto conto delle indicazioni del Comitato per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice. La maggior parte di esse (l'80% circa) ha anche descritto adeguatamente gli esiti di tale valutazione, mentre le altre si sono limitate a menzionare l'avvenuto esame del contenuto della lettera in sede consiliare senza esprimere alcuna valutazione o hanno rinviato l'esame di tale lettera a una riunione consiliare nell'esercizio successivo.

Circa la metà delle società che ha pubblicato gli esiti della valutazione ritiene di essere già in linea con le raccomandazioni del Codice. Negli altri casi, le società hanno individuato una o più aree di possibile miglioramento della propria *governance*, indicando le iniziative che hanno avviato o intendono avviare a tale fine: l'area di miglioramento più citata riguarda la sostenibilità (adeguamento della competenza del *board*, attribuzione delle competenze a un comitato, previsione di obiettivi di sostenibilità nelle politiche di remunerazione). Frequente è stato anche il riferimento all'adozione di criteri qualitativi per la valutazione della significatività dei rapporti tra società e amministratori che possono incidere sulla valutazione della loro indipendenza e il miglioramento dei flussi informativi al consiglio. Sono state inoltre individuate aree di possibile miglioramento nella cura del processo di nomina del consiglio di amministrazione, avendo particolare riguardo all'istituzione del comitato nomine, alla previsione degli orientamenti del *board* uscente e al ruolo del consiglio nell'autovalutazione e nella politica di remunerazione, sia rispetto alla previsione di componenti variabili di lungo termine sia per l'adeguatezza delle remunerazioni degli amministratori non esecutivi e dei componenti l'organo di controllo, e infine anche per la valutazione dell'adozione di un piano di successione per gli amministratori esecutivi.

Anche alcune società che non aderiscono al Codice (2 delle 10) hanno dichiarato che il proprio organo amministrativo ha considerato le indicazioni della succitata lettera, così

confermando il valore orientativo delle attività di monitoraggio del Comitato per tutte le società quotate, anche al di là della loro adesione al Codice.

L'esame approfondito<sup>218</sup> delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2021 coglie alcuni segnali di miglioramento in molte delle aree evidenziate negli ultimi cinque anni, segnalando sia l'efficacia a lungo termine delle raccomandazioni del Comitato sia la graduale adesione delle società al nuovo Codice che ha cristallizzato alcune delle *best practice* precedentemente raccomandate nelle Lettere. Tuttavia, alcuni dei temi sollevati nelle precedenti edizioni della Lettera continuano a rappresentare, nonostante il miglioramento di quest'anno, aspetti critici della *governance* delle società quotate, e saranno oggetto di attenzione da parte del Comitato anche nelle future attività di monitoraggio.

Rispetto alla raccomandazione relativa all'integrazione della *sostenibilità* nella definizione delle strategie, del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e della politica di remunerazione, circa la metà delle società censite ha fornito – anticipando l'applicazione del nuovo Codice – informazioni al riguardo. Ciò è avvenuto principalmente attraverso una esplicita integrazione degli obiettivi ambientali e sociali nelle strategie e nelle politiche della società, in alcuni casi consolidando ulteriormente tale orientamento attraverso previsioni statutarie e attraverso l'inserimento di parametri di sostenibilità nelle politiche di remunerazione.

Pur rimanendo l'adeguatezza dell'*informativa pre-consiliare* tra le aree in cui è possibile un miglioramento della *governance* delle società quotate, alcuni aspetti della sua gestione appaiono in sensibile miglioramento rispetto agli anni precedenti. In particolare, si osserva un generale aumento – che interessa tutte le classi dimensionali – sia delle società che prevedono *ex ante* uno o più termini di preavviso considerato congruo per l'invio della documentazione al consiglio sia nella informazione fornita *ex post* sull'effettivo rispetto di tale termine. Permangono invece, senza alcun progresso, le stesse criticità rilevate negli anni scorsi circa la previsione di generiche esimenti al rispetto del termine di preavviso per ragioni di riservatezza.

Un miglioramento si osserva anche nella *valutazione di indipendenza* degli amministratori. Se da un lato il numero di società che disapplicano una o più condizioni di non indipendenza del Codice e che forniscono spiegazioni generiche per questa scelta è limitato e in lieve calo, dall'altro, l'analisi di quest'anno testimonia un significativo

---

<sup>218</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2021*, parte II, svolto sulla base di Assonime-Emittenti Titoli 2021.

miglioramento nella previsione di criteri quantitativi e qualitativi per la valutazione della significatività della relazione professionale, commerciale o finanziaria dell'amministratore e delle remunerazioni aggiuntive del singolo amministratore. Un miglioramento ancora relativo, considerato che ad oggi soltanto un quarto delle società quotate riporta tali criteri nella relazione sul governo societario, ma che comunque indica un graduale processo di adeguamento delle società al nuovo Codice, che raccomanda la pre-definizione dei criteri da parte del consiglio.

Un progresso significativo riguarda in generale le **politiche di remunerazione**, che appaiono gradualmente più legate a obiettivi di *performance* di lungo termine e chiaramente delimitate dalla previsione di un *cap*. Un lieve miglioramento si registra anche negli elementi più critici delle politiche, quali la previsione di regole chiare per l'assegnazione di indennità di fine carica e nella limitata previsione della possibilità di erogare somme non legate a parametri predeterminati (*i.e.*, *bonus ad hoc*): nonostante il miglioramento di quest'anno, tuttavia, tali elementi continuano a rappresentare le principali debolezze delle politiche remunerative.

Anche il livello di adesione alle raccomandazioni del Codice volte a responsabilizzare il consiglio rispetto alla sua **composizione ottimale** e alla **successione** delle sue componenti esecutive appare in lieve, ma ancora insufficiente, miglioramento. Tutti gli elementi critici rilevanti negli anni scorsi, quali la chiara attribuzione delle funzioni al comitato nomine e la previsione di orientamenti del consiglio uscente sulla composizione ottimale, trovano – nonostante un miglioramento – una chiara applicazione solo in circa la metà delle società. Anche la previsione dei piani di successione per gli amministratori esecutivi, seppur in costante crescita, è presente soltanto in circa un terzo delle società quotate. Tutti questi temi continuano ad emergere anche nell'ottica della maggiore proporzionalità del nuovo Codice<sup>219</sup>: in particolare, la previsione di un orientamento del consiglio uscente è ancora insufficiente nelle società “non concentrate” di minori dimensioni, mentre soltanto la metà delle “grandi” prevede un piano di successione.

Quasi la metà delle società che hanno svolto l'**autovalutazione** non sembra attribuire al consiglio un chiaro ruolo di supervisione del processo, in quanto non fornisce informazione sul soggetto incaricato dell'istruttoria oppure affida tale ruolo esclusivamente a funzioni interne della società (es. “affari societari”) o a consulenti

---

<sup>219</sup> Il nuovo Codice raccomanda soltanto alle società “concentrate” l'espressione di un orientamento del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale e soltanto per le società “grandi” l'adozione di un piano per la successione almeno per i casi di cessazione anticipata del CEO e degli amministratori esecutivi. Cfr. *raccomandazioni* 23 e 24 del Codice di Corporate Governance.

esterni. La responsabilizzazione del consiglio rispetto all'autovalutazione, inclusa la valorizzazione del ruolo del Presidente nella cura dell'adeguatezza e della trasparenza del processo di autovalutazione<sup>220</sup>, costituisce uno degli obiettivi di miglioramento della *governance* delle società quotate anche rispetto all'adesione al nuovo Codice.

## **2.2. Le raccomandazioni per il 2022**

Considerato che il 2022 rappresenterà il primo anno in cui le società dovranno comunicare le modalità di adesione al nuovo Codice, il Comitato ha ritenuto utile quest'anno fornire una indicazione sulle sue principali novità, dando comunque evidenza delle criticità che risultano dai monitoraggi precedenti.

Se, da un lato, persistono alcune debolezze strutturali della *governance* delle società quotate italiane, come risulta anche dall'ultimo Rapporto del Comitato e dalla valutazione degli effetti della Lettera del 2020 sintetizzata nel paragrafo precedente, dall'altro, il Comitato è consapevole della concreta portata innovativa del nuovo Codice di Corporate Governance che non si esaurisce nel rafforzamento di alcune *best practice*. Il Codice contiene infatti principi e istituti fortemente innovativi – come, ad esempio, quelli dell'obiettivo strategico del 'successo sostenibile' e del suo riflesso sul sistema dei controlli e delle remunerazioni, e della promozione del dialogo con la generalità degli azionisti e degli *stakeholder* – la cui concreta implementazione richiede un processo di adesione graduale. Il nuovo Codice introduce, inoltre, un articolato principio di proporzionalità che offre alle società quotate una più ampia differenziazione e scelta nell'applicazione di alcuni principi di buona *governance* in ragione della dimensione e degli assetti proprietari della società.

Le raccomandazioni per il 2022 sono pertanto volte a supportare le società nel processo di adesione al nuovo Codice e al contempo evidenziare l'opportunità di un adeguato processo di adeguamento.

Ribadendo le precedenti raccomandazioni in materia di integrazione della sostenibilità nelle strategie, nel sistema dei controlli e nelle remunerazioni, che assumono un rilievo centrale dell'obiettivo del '**successo sostenibile**' del nuovo Codice, si raccomanda alle società di **curare nella relazione sul governo societario una adeguata e sintetica informazione sulle modalità adottate per il suo perseguimento e sull'approccio adottato nella promozione del dialogo con gli *stakeholder* rilevanti. Al riguardo, si**

---

<sup>220</sup> Cfr. raccomandazione 12, lett. e) del Codice di Corporate Governance.

**raccomanda di fornire informazioni sintetiche sul contenuto della politica di dialogo con la generalità degli azionisti, ferma restando l'opportunità di pubblicarla integralmente, o almeno nei suoi elementi essenziali, sul sito della società.**

Tra le novità strutturali del Codice da considerare nella fase di adesione vi è anche il nuovo approccio alla *proporzionalità*, volto a favorire le esigenze e le peculiarità delle società con un forte azionista di controllo (tra cui, molte sono imprese familiari) e delle imprese di minori dimensioni. Il nuovo Codice individua a tal fine nuove categorie di società sulla base del rispettivo dato dimensionale e del modello di controllo: le 'società grandi', intese quali società la cui capitalizzazione è stata superiore a 1 miliardo di euro l'ultimo giorno di mercato aperto dei tre anni solari precedenti, e le 'società concentrate', intese quali società in cui uno o più soci che partecipano a un patto parasociale di voto dispongono, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria. Sulla base di queste categorie il Codice ha sviluppato una maggiore differenziazione delle raccomandazioni. **Al riguardo si raccomanda di voler valutare la classificazione della società rispetto alle categorie del Codice e le opzioni di semplificazione percorribili per le società "non-grandi" e/o "concentrate"<sup>221</sup>, nonché di voler indicare adeguatamente le scelte adottate.**

Rispetto alla composizione dell'organo di amministrazione, il Codice ha compiuto alcune scelte volte a rafforzare la qualità della *valutazione di indipendenza* e a consentire la possibilità di qualificare anche il *Presidente del consiglio di amministrazione quale amministratore indipendente*. Al riguardo, **si raccomanda di voler fornire nella relazione sul governo societario i criteri utilizzati per la valutazione della significatività delle relazioni professionali, commerciali o finanziarie e delle remunerazioni aggiuntive, anche con riferimento al Presidente del consiglio di amministrazione, qualora quest'ultimo sia stato valutato come indipendente ai sensi del Codice.**

Pur rilevando il miglioramento di alcuni aspetti della gestione dell'*informativa pre-consiliare*, il Comitato **invita i consigli di amministrazione a curare la predisposizione dei regolamenti consiliari e dei comitati avendo particolare attenzione alla determinazione esplicita dei termini ritenuti congrui per l'invio della documentazione e all'esclusione di generiche esigenze di riservatezza quali possibili esimenti al rispetto di tali termini. Nella redazione della relazione sul governo societario, le società dovrebbero inoltre dedicare adeguata illustrazione**

---

<sup>221</sup> Una sintesi delle opzioni è riportata nella Relazione annuale del Comitato, Parte I.

dell'effettivo rispetto del termine di preavviso precedentemente definito e, ove in casi eccezionali non sia stato possibile rispettare detto termine, spiegarne le ragioni e illustrare come sia stati forniti adeguati approfondimenti in sede consiliare.

Nel ribadire l'opportunità di un miglioramento dell'adesione ai principi e alle raccomandazioni del Codice riguardanti la *nomina* e la *successione degli amministratori*, che permangono tra le principali aree di miglioramento della *governance* delle società quotate, **si invitano le società a proprietà non concentrata a esaminare adeguatamente le raccomandazioni ad esse rivolte rispetto al rinnovo del consiglio di amministrazione. Al riguardo, si ricorda che per tali società il Codice non solo raccomanda al consiglio di amministrazione uscente di esprimere, in vista del suo rinnovo, l'orientamento sulla sua composizione ottimale, tenendo conto degli esiti dell'autovalutazione, ma declina tale responsabilità anche nella fase successiva della presentazione delle liste da parte del consiglio uscente e/o degli azionisti. In particolare, si invitano i consigli di amministrazione delle società "non concentrate" a richiedere a chi presenti una lista che contenga un numero di candidati superiore alla metà dei componenti da eleggere di fornire adeguata informativa (nella documentazione presentata per il deposito della lista) circa la rispondenza della lista stessa all'orientamento espresso dal consiglio uscente e di indicare il proprio candidato alla carica di Presidente.**

Quanto alla *parità di genere*, si ricorda che il nuovo Codice raccomanda espressamente a tutte le società quotate che vi aderiscono di adottare misure atte a promuovere la parità di trattamento e di opportunità tra i generi all'interno dell'intera organizzazione aziendale, monitorandone la concreta attuazione. Al riguardo, **il Comitato, pur osservando una crescente attenzione su questi temi, invita le società a curare una adeguata informazione nella relazione sul governo societario circa la concreta individuazione e applicazione di tali misure.**

Rispetto alle *politiche di remunerazione*, il Comitato, oltre a ribadire l'opportunità di un miglioramento delle politiche nella definizione di regole chiare e misurabili per l'erogazione della componente variabile e delle eventuali indennità di fine carica, **raccomanda di considerare adeguatamente la coerenza dei parametri individuati per la remunerazione variabile con gli obiettivi strategici dell'attività di impresa e il perseguimento del successo sostenibile, valutando, se del caso, la previsione di parametri non finanziari. Con particolare riferimento ai parametri di remunerazione legati al raggiungimento di obiettivi ambientali e sociali, il Comitato raccomanda alle società di curare che tali parametri siano predeterminati e misurabili.**

***Comitato per la Corporate Governance:***

*Lucia Calvosa (Presidente)*

*Tommaso Corcos (Vicepresidente)*

*Santo Borsellino*

*Veronica Buzzi*

*Innocenzo Cipolletta*

*Michele Crisostomo*

*Lucio De Gasperis*

*Maria Bianca Farina*

*Aldo Fumagalli Romario*

*Gabriele Galateri di Genola*

*Fabio Galli*

*Patrizia Grieco*

*Gian Maria Gros-Pietro*

*Francesca Mariotti*

*Stefano Micossi*

*Pietro Carlo Padoan*

*Alessandro Profumo*

*Salvatore Rossi*

*Giovanni Sabatini*

*Maurizio Sella*

*Andrea Sironi*

*Fabrizio Testa*



***Esperti:***

Bruno Cova, Piergaetano Marchetti, Angelo Provasoli

***Segreteria Tecnica:***

Marcello Bianchi (Coordinatore – rappresentante di Assonime), Alessandro Chieffi (Segretario del Comitato), Alessandra Diotallevi (rappresentante di ANIA), Livia Gasperi (rappresentante di Borsa Italiana), Antonio Matonti (rappresentante di Confindustria), Massimo Menchini (rappresentante di Assogestioni) e Francesca Palisi (rappresentante di ABI).

La Segreteria Tecnica si avvale del supporto di uno *staff* di ricerca composto da Francesco La Manno (Borsa Italiana) e Mateja Milič (Assonime).

© 2021 *Comitato per la Corporate Governance*

<http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>

Tutti i diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica, con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.