

Novembre 2020

## Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: ruolo dell'organo di amministrazione e remunerazione

Gioacchino Amato e Nicola Pierotti, Deloitte Legal; Letizia Macrì.\*

### 1. Considerazioni sulla parte introduttiva del nuovo Codice

Il nuovo Codice di *Corporate Governance*<sup>1</sup> (il “Codice”) approvato nel gennaio 2020 dal Comitato per la *Corporate Governance* (il “Comitato”) è frutto di un’opera di revisione complessiva dello stesso a due anni di distanza dalla precedente versione del luglio 2018 e presenta, già nella parte introduttiva, elementi meritevoli di attenzione nella misura in cui vengono fornite informazioni generali sul Codice, in particolare sulla struttura e sulle modalità di applicazione dello stesso.

In tal senso, lo stesso Comitato ha esplicitato l’obiettivo perseguito nella elaborazione del Codice, consistente nella “*promozione del buon governo societario delle società italiane quotate da realizzarsi sia mediante un costante allineamento del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate alle best practice, sia attraverso ogni altra iniziativa che possa rafforzare la credibilità del Codice*”<sup>2</sup>.

Innanzitutto, giova premettere che, la nuova versione del Codice nasce dall’esigenza di una revisione complessiva dello stesso condotta seguendo delle precise linee direttrici:

- (i) razionalizzazione e semplificazione della struttura del Codice;
- (ii) maggiore centralità e rilevanza del principio della sostenibilità dell’attività d’imprese;
- (iii) rafforzamento delle *best practice esistenti* e recepimento di quelle in evoluzione;

---

\* Il capitolo 1 è stato predisposto da Gioacchino Amato e da Nicola Pierotti, mentre il capitolo 2 è stato predisposto da Letizia Macrì.

<sup>1</sup> Il testo integrale è reperibile al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.

<sup>2</sup> Come si evince dal sito di Borsa Italiana nella sezione dedicata al Comitato, vedasi il seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/comitato/comitato.htm>.

(iv) maggiore centralità e rilevanza del principio di proporzionalità, con particolare riferimento alle esigenze e caratteristiche delle società con un forte azionista di controllo e alle imprese di minori dimensioni<sup>3</sup>.

Il citato indirizzo operativo adottato dal Comitato, frutto di un'attenta attività di monitoraggio nonché di un proficuo dialogo con i vari *stakeholders*, si contraddistingue per l'ispirazione marcatamente internazionale, risentendo in particolar modo dell'elaborazione di matrice anglosassone (principalmente Stati Uniti e Regno Unito) in tema di governo societario<sup>4</sup>. In tale prospettiva, la maggiore centralità della sostenibilità dell'attività imprenditoriale e del dialogo tra la società e i vari *stakeholders* (cd. *engagement*) (Articolo 1, Principi I e IV) rappresentano dei segni evidenti di tale influenza anglosassone sul contenuto del nuovo Codice.

In particolare, quanto alla sostenibilità, tale principio costituisce uno dei fondamenti della *Corporate Social Responsibility* (“**CSR**”) – inteso quale fenomeno di *self-regulation* delle imprese volto a dare rilevanza ad istanze sociali e ambientali nella conduzione del proprio business – che ha inizialmente avuto origine negli Stati Uniti, attraverso l'introduzione del modello societario delle *Benefit Corporation*<sup>5</sup> e l'attenzione ai fattori *Environmental, Social, Governance* (“**ESG**”), per poi assumere una portata internazionale, ricevendo una significativa attenzione da parte dell'Unione Europea e di riflesso anche dal nostro ordinamento<sup>6</sup>.

Come anticipato, la stessa parte introduttiva del Codice merita particolare attenzione e risulta di indubbia utilità per destinatari ed interpreti che saranno chiamati a cimentarsi nell'applicazione o nell'analisi del Codice nella concretezza della prassi societaria. Ciò, in quanto nella parte introduttiva si trovano informazioni, *inter alia*, riguardo a: (i) il termine iniziale di applicazione del Codice; (ii) i destinatari del Codice; (iii) la natura volontaria dell'applicazione dello stesso, secondo il principio “*comply or explain*”; (iv) la struttura delle disposizioni del Codice; (v) la neutralità delle disposizioni rispetto al modello di amministrazione adottato, (vi) la rilevanza del principio di proporzionalità e

---

<sup>3</sup> Cfr. *Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, p. 3, disponibile al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2019.pdf>.

<sup>4</sup> Cfr. G. Alpa, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate*, in *Contratto e Impresa*, n. 2, 2020, p. 570.

<sup>5</sup> Nel 2006, negli USA, la società no profit B-Lab decise di promuovere lo sviluppo di una comunità globale di imprese, dette *Benefit Corporation* o *B-Corp*, caratterizzate da alti standard di performance sociali, ambientali e di accountability. Tale modello societario è stato poi introdotto nella legislazione di numerosi Stati federali degli USA.

<sup>6</sup> A partire dal 2011, anche l'Unione Europea ha dato grande rilevanza alla promozione della *Corporate Social Responsibility* adottando, a tal fine, strumenti di varia natura, quali piani d'azione, direttive, comunicazioni. Tali documenti sono disponibili al seguente link: [https://ec.europa.eu/growth/industry/sustainability/corporate-social-responsibility\\_it](https://ec.europa.eu/growth/industry/sustainability/corporate-social-responsibility_it). In Italia, il legislatore ha prestato attenzione a tale fenomeno a partire dal 2015 con la legge 28 dicembre 2015, n. 208 che ha introdotto le “Società Benefit” attingendo dal modello statunitense delle *B-Corp*.

l'applicazione graduata di certe raccomandazioni in base alla dimensione della singola società e alla concentrazione dell'azionariato.

Con riferimento al termine iniziale di applicazione, l'introduzione al Codice recita “*le società che adottano il Codice lo applicano a partire dal primo esercizio che inizia successivamente al 31 dicembre 2020, informandone il mercato nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2022*”. Al predetto termine iniziale di carattere generale fanno eccezione la raccomandazione n. 8, avente ad oggetto le quote di genere negli organi amministrativi e di controllo, applicabile a partire dal “*primo rinnovo successivo alla cessazione degli effetti di disposizioni legislative che impongano una quota pari o superiore a quella raccomandata dal Codice*” nonché la raccomandazione n. 5, relativa alla presenza di membri indipendenti nell'organo di amministrazione, applicabile a partire “*dal primo rinnovo dell'organo di amministrazione successivo al 31 dicembre 2020*”, per le sole “*società grandi*”, come definite all'interno del Codice.

Quanto ai destinatari, in continuità con la precedente versione, il Codice si rivolge alle società quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana, nulla impedendo alle società che non fanno ricorso al mercato di rischio di adottare il Codice.

Come noto, inoltre, l'adesione al Codice è facoltativa, fermo restando le disposizioni di cui all'art. 123-bis co. 2 TUF, il quale richiede alle società quotate su mercati regolamentati di indicare, nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, l'adesione ad un codice di autodisciplina promosso da società di gestione dei mercati o da associazioni di categoria. In particolare, la relazione sul governo societario, lungi dal limitarsi a indicare lo strumento di *soft-law* scelto dalla società, deve fornire chiarezza sulla sua concreta applicazione eventualmente indicando gli scostamenti dal codice di autodisciplina nonché le relative motivazioni, secondo il principio “*comply or explain*”.

Nello stesso senso depone il Codice nella parte introduttiva, individuando nella relazione sul governo societario lo strumento principe mediante il quale la società illustra in quale modo sono stati applicati in concreto i principi del Codice. Inoltre, sempre secondo il principio “*comply or explain*”, in caso di mancato allineamento alle *best practice* ivi previste il Codice richiede la diffusione di ulteriori informazioni all'interno della relazione sul governo societario, quali i motivi in base ai quali la decisione di discostamento è stata presa e le relative modalità, il momento a partire dal quale si prevede l'applicazione della relativa *best practice* nonché la descrizione dell'eventuale comportamento adottato in alternativa e le modalità mediante le quali tale scelta realizzi l'obiettivo sotteso ai principi del Codice contribuendo al buon governo societario. Tale *disclosure*, in ogni caso, in virtù dell'obbligo di pubblicazione di cui al combinato disposto dell'art. 2428 c.c. e 123-bis co. 2 TUF, rappresenta una vera propria comunicazione sociale, attenuandosi in tal modo il carattere di *soft-law* in favore di una

valorizzazione della portata precettiva del Codice stesso<sup>7</sup>, che si configura dunque come una sorta di “parametro interposto” quantomeno in tema di informazione societaria.

Anche la struttura che caratterizza la versione 2020 è oggetto di attenzione nell’introduzione al Codice e risulta notevolmente semplificata. Tale nuova struttura si articola in principi, che pongono gli obiettivi di una buona *governance* societaria, e raccomandazioni che suggeriscono quale sia la modalità ritenuta adeguata per raggiungere gli obiettivi fissati nei principi stessi. Sono stati eliminati, quindi, i commenti agli articoli che nelle versioni precedenti avevano la finalità, non sempre così riuscita, di fornire chiarezza sugli obiettivi e sui criteri applicativi enunciati presentando spesso spiegazioni ampie e discorsive. Inoltre, la mole degli articoli è stata ridotta, anche mediante una concentrazione delle tematiche affrontate le quali si dividono in: ruolo dell’organo di amministrazione (art. 1); composizione degli organi sociali (art. 2); funzionamento dell’organo di amministrazione e ruolo del presidente (art. 3); nomina degli amministratori e autovalutazione dell’organo di amministrazione (art. 4); remunerazione (art. 5) e, infine, sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (art. 6).

Inoltre, per fornire chiarimenti su singoli concetti enunciati dal Codice e sui criteri generali di applicazione sono state previste delle sessioni di “Q&A” tenute dal Comitato basate su preve interloquzioni tra il Comitato stesso e società quotate. La versione più recente, funzionale all’applicazione della versione 2020 del Codice, è stata pubblicata il 4 novembre 2020. Si rammenta che tali chiarimenti integrano il Codice con la conseguente applicabilità del principio “*comply or explain*” in ordine alle “Q&A” stesse.

Dunque, a fronte della semplificazione delle disposizioni del Codice, dovuta soprattutto all’eliminazione dei commenti, il Comitato ha optato per l’adozione di uno strumento per così dire “extra-codicistico”, e dunque più flessibile e adattabile al caso concreto, al fine di soddisfare le esigenze di chiarimenti, da parte dei destinatari del Codice e dei vari operatori interessati, che sorgeranno di volta in volta in sede di applicazione dei principi e delle raccomandazioni. Così facendo, il Comitato ha deciso di ricoprire un ruolo più centrale e attivo durante la “vita” del Codice<sup>8</sup>, valorizzando in particolar modo la propria attività di monitoraggio sull’applicazione dello stesso e il dialogo con destinatari e altri *stakeholders*.

Ulteriore novità che ha contribuito al sostanziale alleggerimento del testo è rappresentata dal carattere neutrale del codice rispetto al modello amministrativo adottato dalle società (tradizionale, monistico, dualistico) come enunciato dall’introduzione. Le regole, pertanto, richiederanno un’adattamento dal punto di vista delle attività e dei poteri di vigilanza e di gestione in funzione dei caratteri distintivi del modello di governo societario

---

<sup>7</sup> Cfr. M. Ventrone, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Le Società*, n.4, 2020, p. 440.

<sup>8</sup> Cfr. G. Alpa, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate*, op. cit., p. 571.

prescelto<sup>9</sup>. Inoltre, non presentando articoli che fanno esplicito riferimento alle caratteristiche di ciascun modello amministrativo, si è reso necessario fornire delle definizioni di organo amministrativo e organo di controllo applicabili indistintamente dalla specificità del sistema tradizionale, monistico e dualistico. Tali concetti sono presenti nella lista di definizioni che precede gli articoli.

La versione 2020, inoltre, compie lo sforzo, in un'ottica di proporzionalità e di flessibilità, di adeguare i principi e le raccomandazioni distinguendo in base alle dimensioni delle società e del grado di concentrazione dell'azionariato al fine di favorire l'accesso alla quotazione delle società medio-piccole e di quelle a forte concentrazione proprietaria<sup>10</sup>. Difatti, come è noto, solitamente l'adeguamento alle prassi di buon governo societario comporta oneri economici e organizzativi più facilmente sostenibili per le società "grandi" rispetto a quelle di minore dimensioni. Inoltre, le prime dispongono indubbiamente di maggiori strumenti ai fini della *compliance* con le citate prassi rispetto alle seconde. In quest'ottica, il Codice fornisce le definizioni di:

- (i) "*società grande*", con tale intendendosi la società avente capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro l'ultimo giorno di mercato aperto di ciascuno dei tre anni solari precedenti. Sono dunque implicitamente definite in negativo le società diverse da quelle grandi, ossia tutte quelle che non superano tale soglia di capitalizzazione;
- (ii) "*società a proprietà concentrata*", con tale intendendosi la 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, in ossequio alla relativa definizione inclusa nel codice.

Da ultimo, si segnala che all'introduzione fa seguito l'elenco delle definizioni utilizzate all'interno del Codice, quale parte dello stesso non ancora propriamente precettiva e, proprio come l'introduzione stessa, avente una valenza trasversale rispetto a tutte le disposizioni del Codice.

All'interno della lista delle definizioni che segue l'introduzione meritano specifica considerazione le nozioni di "*successo sostenibile*" e di "*top management*". Il successo sostenibile è indicato come il principale obiettivo che deve ispirare l'attività amministrativa tale cioè da assicurare la creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine senza prescindere dagli interessi degli *stakeholders*. Si fa riferimento così alla citata CSR secondo cui le scelte amministrative e direttive, lungi dall'essere finalizzate meramente a generare profitti, devono tener conto dei diritti dei dipendenti, della cura per l'ambiente, dei diritti umani e dei consumatori. Il Comitato, quindi, come anticipato, si

<sup>9</sup> Cfr. G. Alpa, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate*, op. cit., p. 571 – 572.

<sup>10</sup> Cfr. Assonime, *Pubblicato il nuovo Codice di Corporate Governance*, 31.10.2020, disponibile al seguente link: <http://www.assonime.it/assonime/area-stampa/Pagine/Pubblicato-il-nuovo-Codice-di-Corporate-Governance.aspx>.

mostra sensibile a questa evoluzione della concezione di società e di agire amministrativo emersa nel contesto internazionale e ora anche italiano tanto da configurare il successo sostenibile come guida dell'azione degli amministratori all'interno del principio n. 1 del Codice.

La definizione di *top management* fa riferimento, invece, alla categoria degli alti dirigenti non facenti parte dell'organo amministrativo ma, ciononostante, aventi poteri di direzione, controllo e di pianificazione dell'attività societaria. Il Comitato per la prima volta considera questa particolare categoria di soggetti che, seppur formalmente estranei all'attività di amministrazione, contribuiscono sostanzialmente alla gestione della società. Infatti, il Codice accomuna il *top management* agli amministratori all'interno degli articoli inerenti la remunerazione, i criteri di indipendenza e i piani di successione.

## **2. Gli Articoli 1 e 5 del nuovo Codice**

### **2.1 Ruolo dell'organo di amministrazione**

#### ***Art. 1 – Ruolo dell'organo di amministrazione***

##### ***Principi***

*I. L'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile.*

*II. L'organo di amministrazione definisce le strategie della società e del gruppo ad essa facente capo in coerenza con il principio I e ne monitora l'attuazione.*

*III. L'organo di amministrazione definisce il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività dell'impresa e al perseguimento delle sue strategie, tenendo conto degli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento. Se del caso, valuta e promuove le modifiche opportune, sottoponendole, quando di competenza, all'assemblea dei soci.*

*IV. L'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società.*

##### ***Raccomandazioni***

*1. L'organo di amministrazione:*

*a) esamina e approva il piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo, anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuata con l'eventuale supporto di un comitato del quale l'organo di amministrazione determina la composizione e le funzioni;*

*b) monitora periodicamente l'attuazione del piano industriale e valuta il generale andamento della gestione, confrontando periodicamente i risultati conseguiti con quelli programmati;*

*c) definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società;*

*d) definisce il sistema di governo societario della società e la struttura del gruppo ad essa facente capo e valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società e delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;*

*e) delibera in merito alle operazioni della società e delle sue controllate che hanno un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per la società stessa; a tal fine stabilisce i criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo;*

*f) al fine di assicurare la corretta gestione delle informazioni societarie, adotta, su proposta del presidente d'intesa con il chief executive officer, una procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti e informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate.*

**2. Qualora ritenuto necessario per definire un sistema di governo societario più funzionale alle esigenze dell'impresa, l'organo di amministrazione elabora motivate proposte da sottoporre all'assemblea dei soci in merito ai seguenti argomenti:**

*a) scelta e caratteristiche del modello societario (tradizionale, "one-tier", "two-tier");*

*b) dimensione, composizione e nomina dell'organo di amministrazione e durata in carica dei suoi componenti;*

*c) articolazione dei diritti amministrativi e patrimoniali delle azioni;*

*d) percentuali stabilite per l'esercizio delle prerogative poste a tutela delle minoranze.*

*In particolare, nel caso in cui l'organo di amministrazione intenda proporre all'assemblea dei soci l'introduzione del voto maggiorato, esso fornisce nella relazione illustrativa all'assemblea adeguate motivazioni sulle finalità della scelta e indica gli effetti attesi sulla struttura proprietaria e di controllo della società e sulle sue strategie future, dando conto del processo decisionale seguito e di eventuali opinioni contrarie espresse in consiglio.*

**3. L'organo di amministrazione, su proposta del presidente, formulata d'intesa con il chief executive officer, adotta e descrive nella relazione sul governo societario 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.**

*Il presidente assicura 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.*

Il nuovo Codice di Autodisciplina riserva un ruolo primario al tema della sostenibilità. Infatti, il riformato articolo 1 del Codice prevede che *“l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile”*, ossia la creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società<sup>11</sup>. Tale principio – di cui, nel testo previgente, vi era soltanto una rapida menzione nel Commento all'articolo – rappresenta uno degli elementi più rilevanti del nuovo Codice, che pone come obiettivo ultimo dell'impresa la sostenibilità e la ricerca dello sviluppo sostenibile, che assurgono al ruolo di vero e proprio motore della *corporate governance* (fermo restando che, sul piano giuridico, tali formule non si prestano agevolmente a garantire una reale guida *ex ante* all'operato degli amministratori, né tantomeno possono essere invocate per valutarne *ex post* le decisioni o l'adempimento dei propri doveri). Il *“sustainable success”* è previsto come principio generale anche dall'*UK Corporate Governance Code* del 2018, il quale stabilisce che: *“A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society”*<sup>12</sup>. Analogamente, il *Belgian Code of Corporate Governance* del 2020 prevede, al *principle 2*, che *“The board should pursue sustainable value creation by the company, by setting the company's strategy, putting in place effective, responsible and ethical leadership and monitoring the company's performance”*<sup>13</sup>. Da ultimo, si rileva che il *Corporate Governance Code of Listed Corporations* sancisce all'art. 1.1 il principio secondo cui *“The Board of Directors [...] endeavours to promote long-term value creation by the company by considering the social and environmental aspects of its activities”*<sup>14</sup>, mentre il *German Corporate Governance Code* prevede al *Principle 2* che *“The Management Board develops the enterprise strategy, coordinates it with the Supervisory Board and ensures its implementation”*<sup>15</sup>.

Dunque, le modifiche apportate al Codice di Autodisciplina del luglio 2018 evidenziano il ruolo sempre più centrale della sostenibilità nell'ambito dell'organizzazione dell'impresa. A tale riguardo, va segnalato come parte della dottrina abbia rilevato che la

---

<sup>11</sup> Cfr. C. Angelici, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d'impresa*, in *Riv. Soc.*, 2018, 12, secondo cui l'adozione di scelte responsabili contribuirebbe a creare un contesto ambientale e sociale favorevole e, in tal modo, ad incidere in maniera positiva sui risultati economici di lungo termine.

<sup>12</sup> Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, Luglio 2018, p. 4.

<sup>13</sup> Corporate Governance Committee, *The 2020 Belgian Code on Corporate Governance*, 2020, p. 8. Sul punto si segnala anche la previsione di cui al *principle 2.2.*, a mente della quale: *“in order to effectively pursue such sustainable value creation, the board should develop an inclusive approach that balances the legitimate interests and expectations of shareholders and other stakeholders”*.

<sup>14</sup> AFEP, MEDEF, *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, Giugno 2018.

<sup>15</sup> *German Corporate Governance Code*, Principle 2, Dicembre 2019.

CSR possa essere ricondotta a quella tendenza da parte del mondo imprenditoriale “*ad assumere funzioni (quelle in definitiva, di ridurre le esternalità negative e accrescere quelle positive dell’impresa) che tipicamente sono svolte dallo Stato e dal ceto politico: una tendenza dei primi, anche (e soprattutto) in conseguenza dell’attuale debolezza dei secondi a esercitare direttamente poteri nella sfera delle scelte politiche*”<sup>16</sup>. Fermo restando che il tratto caratterizzante della definizione di CSR è la “volontarietà”, nella letteratura internazionale si è assistito ad un ingresso nel diritto positivo della considerazione di interessi esterni all’impresa<sup>17</sup>. Sul punto, si segnala l’importanza della *Sustainable Investment Survey (2020)* condotta da *Pitchbook e 500 Startups*, a partire dal 7 luglio 2020 fino al 7 agosto 2020, che presenta una sezione dedicata proprio ai *current sustainability programs*, che assurgono al ruolo di possibili veicoli proprio del “successo sostenibile” richiamato dall’articolo 1 del nuovo Codice<sup>18</sup>. A tal proposito, il dato emerso dalla *Survey* è che il 53% degli intervistati ha già condotto investimenti sostenibili, mentre solo l’8% non si è ancora mosso in tal senso.

Il tema del successo sostenibile è in stretta connessione con la crescente rilevanza dei fattori ESG che se, da un lato, sono stati ormai fatti propri dalle grandi aziende, dall’altro sono stati presi in considerazione solo in parte dalle aziende più piccole, le quali potrebbero avere ancora come priorità il solo perfezionamento del proprio modello di *business*<sup>19</sup>. Come dimostrato dagli articoli 1 e 5 del nuovo Codice, i principi ESG stanno diventando ormai sempre più il faro della legislazione internazionale, dal momento che un’impresa sensibile alle tematiche ESG presenta maggiori opportunità di attrarre talenti e consumatori, migliorando la conformità normativa e sviluppando un maggiore accesso al mercato<sup>20</sup>. Difatti, come dichiarato da Larry Fink, CEO di BlackRock, nella *annual letter* rivolta all’azienda: “*To prosper over time, every company must not only deliver*

---

<sup>16</sup> C. Angelici, *op. cit.*, p. 8.

<sup>17</sup> In particolare, in Germania, già dal 1937, si attribuisce rilevanza nella gestione dell’impresa ad interessi diversi rispetto a quelli dei soci, mentre in Austria il § 70 Abs. 1 AktG statuisce che “il consiglio di gestione gestisce la società sotto la sua responsabilità nell’interesse dell’impresa, tenendo conto degli interessi degli azionisti e dei lavoratori, nonché dell’interesse pubblico”.

<sup>18</sup> Cfr. K. Papadopoulos, R. Araujo, “*The Seven Sins of ESG Management*”, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020, secondo cui “*A growing number of companies are recognizing the opportunity for long-term success that results from an effective environmental, social and governance (ESG) strategy. Rising expectations from stakeholders, including investors, customers, employees and communities, indicate that high ESG performance may translate to better access to capital, talent and business opportunities*”. In particolare, nel contributo vengono analizzati sei elementi – *monitoring, material ESG issues, strategic alignment, board oversight, policies and initiatives e metrics and goals* – che andrebbero essere considerati dalle società nell’implementazione di programmi ESG.

<sup>19</sup> Pitchbook, *500 Startups, Sustainable Investment Survey*, 2020.

<sup>20</sup> Sul punto, si segnala come il 23 aprile 2020 le tre Autorità europee di vigilanza (ESA: EBA, EIOPA e ESMA) con un documento congiunto abbiano avviato una consultazione pubblica per ottenere commenti sulle proposte di “standard tecnici di regolamentazione” (RTS) relativi al contenuto, alla metodologia e alle modalità di presentazione delle informative ESG. Tale consultazione rientra nell’ambito della strategia avviata per: (i) rafforzare la tutela degli investitori finali; (ii) migliorare le informazioni fornite agli investitori dai partecipanti ai mercati finanziari e dai consulenti finanziari; (iii) migliorare l’informativa agli investitori in merito ai prodotti finanziari.

*financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society. Companies must benefit all of their stakeholders, including shareholders, employees, customers, and the communities in which they operate [...] Companies must ask themselves: What role do we play in the community? How are we managing our impact on the environment?"*. La lettera in questione è stata accolta con favore anche da rappresentanti di grandi aziende, decise a contrapporre al fenomeno del c.d. *greenwashing* (indicante la strategia di comunicazione di certe imprese, organizzazioni o istituzioni politiche finalizzata a costruire un'immagine di sé positiva sotto il profilo dell'impatto ambientale, allo scopo di mitigare eventuali effetti negativi per l'ambiente dovuti alle proprie attività o ai propri prodotti) un modello di *business* autentico fondato sullo sviluppo sostenibile<sup>21</sup>. Un possibile indicatore che consente di "contenere" il dilagante *greenwashing* è verificare se il piano di sostenibilità sia integrato o meno nel piano industriale. Dal rapporto Kpmg-Nedcommunity, si scopre che sono 34 (il 45%) le aziende ad aver realizzato tale integrazione, con un balzo del 140% rispetto al 2017. A ciò va ad aggiungersi che, nell'attuale crisi pandemica, anche i rappresentanti istituzionali si sono pronunciati sulla questione. In particolare, va ricordato come lo stesso *premier* Giuseppe Conte, nel suo discorso al Festival dell'economia civile di Firenze del 27 settembre 2020, abbia dichiarato di ritenere opportuna *"una riforma costituzionale per valorizzare sempre più la tutela dell'ambiente e la biodiversità, inserendo anche un riferimento allo sviluppo sostenibile in Costituzione"*<sup>22</sup>. Tale netta presa di posizione si ricollega anche alle considerazioni espresse da Karen Wood, Presidente del Consiglio di Amministrazione di South32 (una società di risorse diversificate con sede in Australia che opera in circa 60 Paesi), la quale ha affermato che, sebbene l'industria delle risorse abbia da tempo considerato i fattori ESG come una priorità, la pandemia da COVID-19 abbia portato un settore più ampio a concentrarsi maggiormente sull'importanza anche dell'elemento sociale<sup>23</sup>. La Commissione UE sta spingendo sempre più sull'integrazione della sostenibilità nei doveri dei *Directors*, valutando all'uopo l'introduzione di norme specifiche anche nella Dichiarazione Non Finanziaria ("**DNF**")<sup>24</sup>, mentre la *European Banking Authority* (EBA) ha previsto, dal canto suo, una consultazione finalizzata proprio ad incorporare i rischi ESG nel contesto della *governance, risk management* e supervisione degli istituti di credito e degli studi di investimento<sup>25</sup>.

---

<sup>21</sup> N. Craig Smith, *Big Investors Call for Company Attention to Social Purpose: What Next?*, February 23, 2018.

<sup>22</sup> Tratto da [www.csroggi.org/conte-inserire-lo-sviluppo-sostenibile-in-costituzione/](http://www.csroggi.org/conte-inserire-lo-sviluppo-sostenibile-in-costituzione/)

<sup>23</sup> In particolare, intervistata per McKinsey, Karen Wood ha dichiarato: *"We need to be focused on the economic and the social cost that comes from addressing this issue (...) The ESG agenda has come to the fore, with the social aspect being critically important. I think about the countries where South32 does business, such as South Africa and Mozambique, where the COVID-19 pandemic presented a significant challenge and has required a collaborative approach between government, business, and civil society. We all have a role to play in addressing the crisis"*.

<sup>24</sup> ETicaNews, *Bruxelles crea il "dovere Esg" per gli amministratori*, Novembre 2020.

<sup>25</sup> European Banking Authority Discussion Paper, 30 ottobre 2020.

Ulteriori considerazioni possono essere svolte in relazione all'opportunità di affrontare in maniera "integrata" le tematiche ESG e, in particolare, di integrare il piano di sostenibilità con il piano industriale, oltre che con il piano di *audit*. Per comprendere i vantaggi (soprattutto in termini di riduzione di costi) di un siffatto approccio, occorre rilevare come ad oggi siano sempre più numerose le società che hanno strutturato il proprio assetto organizzativo, gestionale e di controllo in un'ottica, appunto, di *compliance* integrata. Negli ultimi decenni, infatti, come rilevato dal *Position Paper* elaborato da AITRA – Associazione Italiana Trasparenza e Anticorruzione e Fieldfisher<sup>26</sup> – si è assistito ad un crescente coinvolgimento delle imprese in un ruolo sussidiario di tutela di interessi di valore privatistico, a cui le Istituzioni hanno riconosciuto nel tempo un valore pubblicistico, in quanto riconducibili ad interessi costituzionalmente rilevanti: la tutela della legalità, della correttezza e della trasparenza nella gestione dell'impresa; la tutela della salute e sicurezza dei lavoratori, la tutela dell'ambiente. Orbene, in tale contesto si sta cominciando sempre più spesso a parlare di "compliance integrata" come possibile soluzione per favorire una visione ed un approccio unitario e la conseguente attivazione di forme di integrazione tra le diverse funzioni preposte al controllo delle non conformità, con positivi effetti in termini di efficienza ed efficacia delle attività di verifica e controllo. Integrare i processi di *compliance* significa mettere in relazione le diverse figure dell'organizzazione a cui sono demandati compiti di verifica del rispetto di norme e leggi che attengono alla gestione dell'impresa, confrontare finalità, ambiti di operatività e correlati rischi da gestire e verificare se esistono aree di sovrapposizione dove sia possibile attivare, in fase di pianificazione e/o di effettuazione dei controlli, forme di collaborazione e/o scambio di informazioni, che permettano, pur nel rispetto delle specifiche finalità e responsabilità di ciascuna figura, di rendere più efficienti ed efficaci le attività di verifica e controllo, evitando inutili duplicazioni e spreco di risorse. Come può cogliersi intuitivamente, tale approccio può avere importanti riflessi (e vantaggi) anche ai fini del raggiungimento degli obiettivi ESG.

Si segnala, inoltre, l'orientamento della Commissione Europea secondo cui "il concetto di responsabilità sociale delle imprese significa essenzialmente che esse decidono di propria iniziativa di contribuire a migliorare la società e rendere più pulito l'ambiente"<sup>27</sup>. Sul punto, si rileva come sia stata introdotta nel nostro ordinamento la possibilità per le società di capitali di poter perseguire in modo congiunto e integrato finalità di lucro e di beneficio sociale, intenzionalmente e consapevolmente specificati nello statuto<sup>28</sup>. In questo modo le società, assumendo la qualifica di "Società Benefit", perseguiranno nel proprio oggetto sociale, oltre allo scopo lucrativo o mutualistico, anche una o più finalità di beneficio comune che intendono perseguire, operando in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di tutti gli *stakeholders*.

<sup>26</sup> Cfr. AITRA, Fieldfisher, *Position Paper sulla Compliance Integrata*, Ottobre 2020.

<sup>27</sup> Commissione delle Comunità Europee, *Libro verde*, 4.

<sup>28</sup> Tale possibilità è stata accordata dalla legge di stabilità per l'anno 2016, art. 1, commi da 376 a 384.

In proposito, va menzionato come il Comitato abbia introdotto il principio del successo sostenibile nel nuovo Codice proprio per sensibilizzare le società sul fatto che queste ultime non devono solo incrementare il proprio fatturato ma devono cercare di farlo soprattutto in un'ottica sostenibile. Pertanto, è necessario – anche al fine di attrarre investitori – integrare la politica di sostenibilità aziendale non soltanto nell'assetto organizzativo complessivo ma anche nell'ambito delle politiche di remunerazione. Ciò non da meno se teniamo conto degli effetti che la pandemia Covid-19 ha avuto e sta avendo sulle nostre vite: è necessario un cambiamento strutturale per il benessere di tutto l'ecosistema e ciò non può prescindere dall'approccio che deve essere necessariamente seguito – anche – all'interno delle aziende.

Ulteriori considerazioni possono essere svolte in relazione al fenomeno dei c.d. “*Green Bond*”, ossia gli strumenti finanziari la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni ecc. I *Green Bond* permettono, infatti, di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, come il trattamento dell'acqua e dei rifiuti, iniziative legate alla prevenzione e controllo dell'inquinamento, infrastrutture per i trasporti e iniziative legate all'utilizzo sostenibile dell'acqua o all'edilizia eco-compatibile. Le potenzialità e il funzionamento del mercato dei *Green Bond* è stato recentemente enfatizzato anche dalla Commissione Europea, la quale ha presentato un pacchetto di misure intitolato “*Energia pulita per tutti gli europei*”, secondo il quale dal 2021 sarà necessario un supplemento di 177 miliardi di euro all'anno per raggiungere gli obiettivi individuati per il 2030 su clima ed energia per i quali questi nuovi meccanismi di finanziamento e di investimento potrebbero giocare un ruolo essenziale<sup>29</sup>.

Le considerazioni che precedono mettono in luce l'importanza di regolamentare la diffusione delle informazioni di carattere non finanziario fornite dalle società<sup>30</sup>, sia che si accetti la tesi secondo la quale l'adozione di scelte socialmente responsabili produce benefici economici per l'impresa nel lungo termine, sia che si accetti la tesi secondo cui per annullare gli svantaggi economici derivanti dall'adozione di scelte socialmente responsabili è necessario riconoscere degli incentivi alle imprese. In entrambe le ipotesi, infatti, è necessario che la controparte abbia piena conoscenza delle scelte effettuate dall'impresa in tema di CSR<sup>31</sup>. Sotto questo aspetto, importanza cruciale assume anche il “*corporate reporting*”, ossia lo strumento mediante il quale gli *stakeholders*, inclusi gli investitori, possono comprendere e valutare le prestazioni delle aziende, nello stesso modo in cui le aziende stesse si servono delle informazioni interne per alimentare il

<sup>29</sup> Tratto da. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.

<sup>30</sup> Nello specifico, la dichiarazione di carattere non finanziario, a cura degli amministratori, deve essere pubblicata nel Registro delle Imprese, diffusa al pubblico e trasmessa alla Consob secondo le modalità stabilite dalla stessa Autorità con proprio regolamento.

<sup>31</sup> G. Mollo, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2, 2019, 325; cfr. Commissione Europea, *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità delle imprese*, 2011.

processo decisionale<sup>32</sup>. In quest’ottica, la relazione sulla gestione deve contenere informazioni sullo sviluppo, il risultato, la posizione e l’impatto che l’attività della società ha sulle questioni ambientali, sociali, lavorative, sul rispetto dei diritti umani, sulla lotta alla corruzione attiva e passiva. Il principale criterio di selezione delle informazioni da pubblicare è la loro rilevanza ai fini della comprensione dell’impatto sull’attività di impresa, nel senso che le informazioni devono riguardare gli aspetti “*per i quali appare più probabile che si realizzino i principali rischi di gravi ripercussioni*”, così come pure i rischi che si siano già concretizzati<sup>33</sup>. Perciò, la rilevanza dell’informativa deve essere valutata in funzione del rischio che può scaturire all’attività di impresa anche da parte dei fattori c.d. non finanziari. È il rischio, anche nel medio e lungo termine, il criterio di selezione delle informazioni e quindi ciò che, direttamente o indirettamente, può provocare conseguenze sui risultati economici della specifica impresa<sup>34</sup>.

Sempre relativamente alle dichiarazioni non finanziarie, si segnala come la legge di bilancio 2019 abbia ampliato il contenuto informativo delle medesime, prevedendo che tali documenti, nel descrivere i principali rischi generati o subiti, connessi ai temi non finanziari, debbano illustrarne anche le modalità di gestione. Il tema della gestione del rischio, tuttavia, non era del tutto nuovo nell’ambito della disciplina delle informazioni non finanziarie: e infatti, già nelle linee guida della Commissione Europea<sup>35</sup> c’era stata un’apertura in tal senso. Esse, nel suggerire prassi di riferimento in tema di informazioni non finanziarie, avevano precisato che “*le imprese dovrebbero divulgare informazioni sui loro rischi principali e sulle modalità seguite per gestirli e attenuarli*”. In particolare, le imprese dovrebbero includere informazioni rilevanti su come gestire e attenuare i rischi principali. Tra gli esempi sono indicate l’opportunità di includere: a) divulgazioni specifiche in merito ai prodotti difettosi con possibili effetti sulla salute dei consumatori, sulle politiche attuate per affrontare la questione, sulle misure di attenuazione che rispondono alle esigenze dei consumatori colpiti; b) informazioni rilevanti sui rischi di danno legati ai diritti umani e alla tutela del lavoro e dell’ambiente nella sua catena di fornitura e subappalto, nonché sulle modalità adottate per gestire e attenuare le potenziali ripercussioni negative<sup>36</sup>. Sul punto si segnala, da un lato, l’appello lanciato da BlackRock<sup>37</sup> per un’adozione più diffusa e standardizzata a livello globale della rendicontazione come strumento fondamentale per la capacità delle imprese e degli investitori di prendere in considerazione i rischi e le opportunità materiali ambientali, sociali e di *governance*; dall’altro, la *call for evidence* promossa da Assonime in materia di “Disciplina delle Dichiarazioni Non Finanziaria”, che si è proposta l’obiettivo di

---

<sup>32</sup> CDP, CDSB, GRI, IR, SASB, *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*, settembre 2020, 2.

<sup>33</sup> Cfr. Direttiva n. 2014/95/UE, Considerando n. 8) e art. 1, par. 1.

<sup>34</sup> S. Bruno, Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori, in *Rivista delle Società*, 2018.

<sup>35</sup> Commissione europea, Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (2017/C 215/01), paragrafo 4.4.

<sup>36</sup> Assonime, Circolare n. 4 dell’11 febbraio 2019 “Legge di bilancio 2019: novità in tema di dichiarazione non finanziaria”.

<sup>37</sup> BlackRock, *Sustainability Reporting: Convergence to Accelerate Progress*, Ottobre 2020.

esplorare ulteriori possibili spazi per incentivare il regime volontario di adesione agli obblighi di *reporting* non finanziario (c.d. “DNF volontaria”), per le società non soggette all’obbligo di redazione. Tale indagine, in particolare, si articola in una prima sezione finalizzata alla verifica presso tutti gli attori di mercato del grado di sensibilità e attenzione ai temi ESG e agli strumenti di valutazione e *reporting* delle *performance* non finanziarie; una seconda sezione, volta ad approfondire il grado di penetrazione dei temi ESG nelle dinamiche aziendali di queste imprese e le ragioni che hanno portato le imprese a non utilizzare il veicolo della DNF volontaria; una terza e ultima sezione che mira ad acquisire informazioni circa gli aspetti nodali che caratterizzano il processo di redazione della DNF e le eventuali criticità riscontrate nell’ambito di tale processo<sup>38</sup>.

Ciò posto, un altro tema su cui si sofferma il nuovo Codice è quello relativo alla promozione di un dialogo con gli azionisti e con gli altri *stakeholders* rilevanti per la società. E infatti, la nuova formula dell’art. 1 del Codice, in modifica di quella precedente in cui si chiedeva al Consiglio di Amministrazione di adoperarsi per l’instaurazione di un “*dialogo continuativo fondato sulla comprensione reciproca dei ruoli*”, prevede un invito a promuovere il dialogo sia con i soci che con gli altri *stakeholders*. A tal proposito, l’obiettivo primario del successo sostenibile si evidenzia nelle modalità con cui tale dialogo debba avvenire: non è più prevista l’individuazione di un responsabile dei rapporti con gli azionisti né la costituzione di una struttura aziendale dedicata in favore di una maggiore flessibilità e “vicinanza” al singolo azionista. Tale ultimo punto rivela la posizione di centralità che viene data ora all’*engagement* con gli azionisti e alla trasparenza verso il mercato, rendendo possibile la consapevole valutazione delle strategie aziendali e delle capacità di perseguire lo sviluppo sostenibile. In particolare, la raccomandazione contenuta nel Codice di Autodisciplina di adottare una specifica politica di *engagement* (e, se del caso, di una procedura aziendale) risponde alla crescente richiesta di confronto non solo sulla conduzione del *business*, ma, più in generale, sulle strategie complessive e sugli assetti di *governance*. Questo approccio è in linea con quello adottato negli Stati Uniti d’America dove numerosi Stati federati, a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, hanno introdotto i c.d. *corporate constituency statutes*, in forza dei quali una *public corporation* può tener conto nelle sue scelte di gestione oltre che degli interessi degli azionisti anche degli interessi di altri *stakeholders*<sup>39</sup>. Inoltre, si rileva come, in data 10 giugno 2019, sia stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 134 il Decreto Legislativo n. 49/2019, in attuazione della direttiva (UE) 2017/828 (“*Shareholders’ Rights Directive*”). Tale Direttiva ha introdotto all’interno dell’Unione Europea delle misure volte a migliorare la *governance* delle società quotate, rafforzandone così la competitività e la sostenibilità a lungo termine, tramite un maggiore e più consapevole coinvolgimento e impegno degli azionisti nel governo societario, nel medio e lungo termine, e la facilitazione dell’esercizio dei diritti degli stessi. In tale

---

<sup>38</sup> Assonime, *Call for evidence in materia di “Regime Volontario di pubblicazione della Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF)*, Settembre 2020.

<sup>39</sup> cfr. H. Fleisher, *La definizione normativa dello scopo dell’impresa azionaria: un intervento comparato*, in *Riv. Soc.*, 2018, 810.

contesto, la Direttiva ha introdotto – *inter alia* – specifiche previsioni volte ad assicurare un’informativa tempestiva e adeguati presidi di tutela nel processo di deliberazione delle operazioni con parti correlate, al fine di favorire il controllo degli azionisti associato a tali operazioni.

In proposito, si sottolinea che, dal rapporto Kpmg-Nedcommunity “*Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*” pubblicato a novembre 2019, emerge che il 93% delle società analizzate ha coinvolto gli *stakeholders* nell’aggiornamento della materialità, ovvero dei temi considerati rilevanti per l’azienda; allo stesso tempo, però, è soltanto il 64% che ha coinvolto anche gli “esterni” in questo confronto con questionari, *workshop* e *forum*. Pertanto, nonostante un forte incremento (+53%) il coinvolgimento degli *stakeholders* esterni non riguarda ancora tutte le società obbligate alla DNF<sup>40</sup>.

Ulteriori raccomandazioni in merito ai principi finora menzionati riguardano, da un lato, i compiti dell’organo di amministrazione e, dall’altro, l’elaborazione di alcune proposte ai soci da parte del medesimo.

Per quanto attiene i compiti propri dell’organo di amministrazione, questi si sostanziano ora nei seguenti punti: (i) l’esame e l’approvazione del piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo, anche in base all’analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuata con l’eventuale supporto di un Comitato del quale l’organo di amministrazione determina la composizione e le funzioni; (ii) il monitoraggio periodo dell’attuazione del piano industriale e la valutazione del generale andamento della gestione, mediante il confronto periodico dei risultati conseguiti con quelli programmati; (iii) la definizione della natura e del livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, con inclusione nelle proprie valutazioni di tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell’ottica del successo sostenibile della società; (iv) la definizione del sistema di governo societario della società e della struttura del gruppo ad essa facente capo e la valutazione dell’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società e delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; (v) la necessità di deliberare in merito alle operazioni della società e delle sue controllate che hanno un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per la società stessa, stabilendo criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo; (vi) l’adozione, su proposta del Presidente d’intesa con il *Chief Executive Officer*, di una procedura per la gestione interna e la comunicazione all’esterno di documenti e informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate.

Con riferimento, invece, alla possibilità di elaborazione da parte dell’organo di amministrazione di alcune proposte all’Assemblea dei Soci, queste possono riguardare la

<sup>40</sup> V. D’Angerio, *Esg, ecco gli indicatori utili per verificare se un’azienda è veramente sostenibile*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 ottobre 2020.

scelta e le caratteristiche del modello societario, la dimensione, composizione e nomina dell'organo di amministrazione (e relativa durata in carica dei suoi componenti), l'articolazione dei diritti amministrativi e patrimoniali delle azioni e, infine, le percentuali stabilite per l'esercizio delle prerogative poste a tutela delle minoranze. In merito a tali proposte, si rileva che, dal Report pubblicato da Assonime nel gennaio 2020, il numero medio di componenti del Consiglio di Amministrazione è pari a 10 (variabile secondo la dimensione ed il settore) e che questo è formato in media da 2,5 amministratori esecutivi, 2,9 non esecutivi "semplici" e 4,6 non esecutivi indipendenti<sup>41</sup>. Inoltre, nel caso in cui l'organo di amministrazione intendesse proporre all'Assemblea dei Soci l'introduzione del voto maggiorato, questo dovrà fornire nella Relazione Illustrativa all'Assemblea adeguate motivazioni sulle finalità della scelta nonché indicare gli effetti attesi sulla struttura proprietaria e di controllo della società e sulle sue strategie future, dando conto del processo decisionale seguito e di eventuali opinioni contrarie espresse in Consiglio di Amministrazione. Sul punto, si segnala, altresì, la crescente tendenza di alcune società a presentare delle proprie liste per il rinnovo dei membri del Consiglio di Amministrazione in sede di Assemblea dei Soci, divenendo, in tal modo, compartecipi del processo di nomina dei componenti dell'organo di amministrazione.

## 2.2 Remunerazione

### Art. 5 – Remunerazione

#### Principi

*XV. La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenerne e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società.*

*XVI. La politica per la remunerazione è elaborata dall'organo di amministrazione, attraverso una procedura trasparente.*

---

<sup>41</sup> Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain* (anno 2019), Gennaio 2020, 27. In particolare, l'indagine compiuta da Assonime analizza l'applicazione delle singole raccomandazioni del Codice, secondo il principio del "comply-or-explain": le società non sono obbligate ad applicare ogni raccomandazione del Codice ma – in caso di *non compliance* totale o parziale – sono tenute a motivare esplicitamente le ragioni di tale scostamento. Il principio del "comply-or-explain" ha un ruolo centrale nell'applicazione delle raccomandazioni del Codice, in quanto il suo rispetto è attentamente monitorato dal Comitato per la Corporate Governance, che effettua periodici approfondimenti sulla qualità delle informazioni fornite dagli emittenti. Con riferimento alla composizione del CdA, Assonime rileva che tra i 544 amministratori esecutivi, 236 (pari al 43% del totale) sono identificati esplicitamente come Amministratori Delegati (AD). Inoltre, 75 amministratori esecutivi (tra cui 67 AD) ricoprono la carica di Direttore Generale (DG). Il cumulo tra cariche di AD e DG non è una soluzione comune (è riscontrabile solo per il 28% degli AD). La soluzione è più diffusa tra le società di grandi dimensioni (21 AD-DG su 67 appartengono a società FTSE MIB e 17 a Mid Cap).

**XVII.** *L'organo di amministrazione assicura che la remunerazione erogata e maturata sia coerente con i principi e i criteri definiti nella politica, alla luce dei risultati conseguiti e delle altre circostanze rilevanti per la sua attuazione.*

### **Raccomandazioni**

**25.** *L'organo di amministrazione affida al comitato remunerazioni il compito di:*

- a) coadiuvarlo nell'elaborazione della politica per la remunerazione;*
- b) presentare proposte o esprimere pareri sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione;*
- c) monitorare la concreta applicazione della politica per la remunerazione e verificare, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance;*
- d) valutare periodicamente l'adeguatezza e la coerenza complessiva della politica per la remunerazione degli amministratori e del top management.*

*Per disporre di persone dotate di adeguata competenza e professionalità, la remunerazione degli amministratori, sia esecutivi sia non esecutivi, e dei componenti dell'organo di controllo è definita tenendo conto delle pratiche di remunerazione diffuse nei settori di riferimento e per società di analoghe dimensioni, considerando anche le esperienze estere comparabili e avvalendosi all'occorrenza di un consulente indipendente.*

**26.** *Il comitato remunerazioni è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente. Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dall'organo di amministrazione in sede di nomina.*

*Nessun amministratore prende parte alle riunioni del comitato remunerazioni in cui vengono formulate le proposte relative alla propria remunerazione.*

**27.** *La politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management definisce:*

- a) un bilanciamento tra la componente fissa e la componente variabile adeguato e coerente con gli obiettivi strategici e la politica di gestione dei rischi della società, tenuto conto delle caratteristiche dell'attività d'impresa e del settore in cui essa opera, prevedendo comunque che la parte variabile rappresenti una parte significativa della remunerazione complessiva;*
- b) limiti massimi all'erogazione di componenti variabili;*

*c) obiettivi di performance, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Essi sono coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari;*

*d) un adeguato lasso temporale di differimento – rispetto al momento della maturazione – per la corresponsione di una parte significativa della componente variabile, in coerenza con le caratteristiche dell'attività d'impresa e con i connessi profili di rischio;*

*e) le intese contrattuali che consentano alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati in seguito rivelatisi manifestamente errati e delle altre circostanze eventualmente individuate dalla società;*

*f) regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione, che definiscono il limite massimo della somma complessivamente erogabile collegandola a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.*

**28.** *I piani di remunerazione basati su azioni per gli amministratori esecutivi e il top management incentivano l'allineamento con gli interessi degli azionisti in un orizzonte di lungo termine, prevedendo che una parte prevalente del piano abbia un periodo complessivo di maturazione dei diritti e di mantenimento delle azioni attribuite pari ad almeno cinque anni.*

**29.** *La politica per la remunerazione degli amministratori non esecutivi prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dai compiti loro attribuiti in seno all'organo di amministrazione e nei comitati consiliari; tale compenso non è legato, se non per una parte non significativa, a obiettivi di performance finanziaria.*

**30.** *La remunerazione dei membri dell'organo di controllo prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dalla rilevanza del ruolo ricoperto e alle caratteristiche dimensionali e settoriali dell'impresa e alla sua situazione.*

**31.** *L'organo di amministrazione, in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale, rende note mediante un comunicato, diffuso al mercato ad esito dei processi interni che conducono all'attribuzione o al riconoscimento di eventuali indennità e/o altri benefici, informazioni dettagliate in merito:*

- a) all'attribuzione o al riconoscimento di indennità e/o altri benefici, alla fattispecie che ne giustifica la maturazione (p.e. per scadenza della carica, revoca dalla medesima o accordo transattivo) e alle procedure deliberative seguite a tal fine all'interno della società;
- b) all'ammontare complessivo dell'indennità e/o degli altri benefici, alle relative componenti (inclusi i benefici non monetari, il mantenimento dei diritti connessi a piani di incentivazione, il corrispettivo per gli impegni di non concorrenza od ogni altro compenso attribuito a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma) e alla tempistica della loro erogazione (distinguendo la parte corrisposta immediatamente da quella soggetta a meccanismi di differimento);
- c) all'applicazione di eventuali clausole di restituzione (claw-back) o trattenimento (malus) di una parte della somma;
- d) alla conformità degli elementi indicati alle precedenti lettere a), b) e c) rispetto a quanto indicato nella politica per la remunerazione, con una chiara indicazione dei motivi e delle procedure deliberative seguite in caso di difformità, anche solo parziale, dalla politica stessa;
- e) informazioni circa le procedure che sono state o saranno seguite per la sostituzione dell'amministratore esecutivo o del direttore generale cessato.

Come si evince dall'articolo 1 del nuovo Codice, il successo sostenibile si inquadra nella definizione delle strategie al lungo termine e, soprattutto, richiede una adeguata considerazione degli interessi degli *stakeholders*, diversi dagli azionisti, che abbiano un ruolo rilevante nel garantire la sostenibilità nel tempo dell'eco-sistema nel quale l'impresa opera. Coerentemente con questa visione dello scopo d'impresa, il nuovo Codice attribuisce all'organo di amministrazione la responsabilità di integrare gli obiettivi di sostenibilità nella definizione delle strategie e del piano industriale, nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione. Proprio con riferimento a tale ultimo punto, l'art. 5 del Codice prevede che “la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società”. Tale articolo sembra essere quello meno investito dall'ondata innovativa dell'attuale Codice. Difatti, restano stabili le fondamenta dettate dalla precedente edizione seppur con qualche più ampia apertura in merito ai compensi variabili per gli amministratori non esecutivi. Resta fermo che anche tale previsione si allinea, da un lato, a quanto previsto dall'*UK Corporate Governance Code* del 2018 (secondo cui “*Remuneration policies and practices should be designed to support strategy and promote long-term sustainable success*”<sup>42</sup>) e, dall'altro, al *Belgian Code on Corporate Governance* del 2020 (a mente del quale: “*The board*

<sup>42</sup> Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, Luglio 2018, p. 13.

*should adopt, upon the advice of the remuneration committee, a remuneration policy designed to achieve the following objectives: - to attract, reward and retain the necessary talent; - to promote the achievement of strategic objectives in accordance with the company's risk appetite and behavioural norms; and – to promote sustainable value creation*”<sup>43</sup>).

Rispetto alla disposizione previgente, il nuovo art. 5 del Codice di Autodisciplina disciplina compiutamente le funzioni del Comitato Remunerazioni, che si articolano come segue: (i) assistenza dell'organo di amministrazione nell'elaborazione della politica per la remunerazione; (ii) presentazione di proposte o pareri sulla remunerazione degli Amministratori esecutivi e degli altri Amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di *performance* correlati alla componente variabile di tale remunerazione; (iii) monitoraggio della concreta applicazione della politica per la remunerazione e verifica dell'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance*; (iv) valutazione periodica dell'adeguatezza e della coerenza complessiva della politica per la remunerazione degli amministratori e del *top management*. Altresì, con riferimento alla composizione del Comitato Remunerazioni, si prevede ora espressamente che ne fanno parte solo gli Amministratori non esecutivi (in maggioranza indipendenti e presieduto da un Amministratore indipendente), di cui almeno un componente possiede un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive.

Per quanto attiene la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management*, l'art. 5 del novellato Codice di Autodisciplina dispone che questa, in linea di massima, definisca: (i) un bilanciamento tra la componente fissa e la componente variabile adeguato e coerente con gli obiettivi strategici e la politica di gestione dei rischi della società; (ii) limiti massimi all'erogazione di componenti variabili; (iii) obiettivi di *performance* predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo; (iv) un adeguato lasso temporale di differimento per la corresponsione di una parte significativa della componente variabile; (v) le intese contrattuali che consentano alla società di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate; (vi) regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione. Sul punto, si rileva che, nell'ultimo Report di Assonime elaborato a gennaio 2020 e relativo all'anno 2019, l'esistenza di una componente variabile legata ai risultati aziendali sia riscontrata con frequenza elevata (in 189 Relazioni, pari all'86% dei casi) tra le FTSE MIB e le Mid Cap, con minor frequenza (79%) tra le Small Cap. A tal proposito, risulta fornita quasi sempre una descrizione dei parametri – predeterminati – cui è legata la remunerazione variabile: ciò accade in 176 casi (pari al 93% delle società che prevedono tale componente per gli amministratori), con riferimento ad indicatori che nel 97% dei casi è di matrice contabile (*Ebitda*, *Ebit*, *Utile*, *EVA*, ecc.). Inoltre, anche se non espressamente raccomandato dal Codice di Autodisciplina, alcune società (12% dell'intero campione) dichiarano di aver considerato nella politica per la remunerazione anche obiettivi di ESG. Tale scelta appare

<sup>43</sup> Corporate Governance Committee, *The 2020 Belgian Code on Corporate Governance*, 2020, p. 22.

decisamente più frequente tra le società di maggiori dimensioni (un terzo delle FTSE MIB) e tendenzialmente legata ai settori di attività dell'impresa che sono più sensibili ai temi ambientali (inquinamento) o sociali (numero di dipendenti, operatività su scala internazionale, tipo di attività) e sono dunque rilevanti per la strategia della società.

Con riferimento, invece, alla politica per la remunerazione degli Amministratori non esecutivi, si prevede la determinazione al suo interno di un compenso – svincolato da ogni obiettivo di *performance* finanziaria o legata ad obiettivi ESG – adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dai compiti loro attribuiti in seno all'organo di amministrazione e nei Comitati endoconsiliari. Sul punto, nel summenzionato Report annuale di Assonime emerge che i compensi dei Presidenti non esecutivi sono mediamente inferiori del 60% rispetto ai Presidenti esecutivi (che non siano anche qualificati come Amministratore Delegato), e che i Presidenti non esecutivi non sono quasi mai destinatari di compensi *equity* (solo in due società medio-piccole, il Presidente non esecutivo ha ricevuto strumenti finanziari di competenza, rispettivamente, per Euro 270.000 e per Euro 7.000). Analogamente, la remunerazione dei membri dell'organo di controllo prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dalla rilevanza del ruolo ricoperto e alle caratteristiche dimensionali e settoriali della società e alla sua situazione.

La disposizione di chiusura dell'art. 5 riguarda, invece, il comunicato diffuso al mercato dall'organo di amministrazione in occasione della cessazione dalla carica e/o dallo scioglimento del rapporto con un Amministratore Esecutivo o un Direttore Generale. Le informazioni contenute nel comunicato riguardano: (i) l'attribuzione o il riconoscimento di indennità e/o altri benefici, la fattispecie che ne giustifica la maturazione e le procedure deliberative seguite a tal fine all'interno della società; (ii) l'ammontare complessivo dell'indennità e/o altri benefici, le relative componenti e la tempistica della loro erogazione; (iii) l'applicazione di eventuali clausole *claw-back* o *malus* di una parte della somma; (iv) la conformità degli elementi sopracitati rispetto a quanto indicato nella Politica per la Remunerazione; (v) informazioni circa le procedure che sono state o saranno seguite per la sostituzione dell'amministratore esecutivo o del direttore generale cessato. Relativamente al punto *sub* (iii), dal citato Report annuale di Assonime emerge che dall'analisi svolta siano state individuate clausole di *malus* e/o di *claw-back* nelle politiche sulle remunerazioni di 128 emittenti, pari al 58% del totale (nel 2018 erano il 52%, nel 2015 il 33%).

Sul tema delle remunerazioni, da ultimo si segnala come il rapporto Kpmg-Nedcommunity “*Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*” pubblicato a novembre 2019, focalizzandosi sul Ftse-Mib40, ha rilevato che il 74% delle aziende Ftse-Mib definisce obiettivi specifici legati alla sostenibilità: sembra dunque essere entrato anche nei *bonus* dei *manager* l'aggancio con l'ambiente e il sociale. Tuttavia, si evidenzia che nel gruppo di società che ha inserito i criteri ESG nelle remunerazioni, l'84% ha utilizzato parametri specifici ma di breve periodo: se, infatti, si annuncia di voler tagliare le emissioni da qui al 2030 o al 2050, non

ci si può premiare, poi, su un arco temporale di uno o due anni. Gli indicatori a cui vengono agganciati i *bonus* dei *manager*, per il 28% sono legati all'impatto ambientale e per il 22% alla gestione del personale e alle diversità. Soltanto nel 6% dei casi, però, le remunerazioni sono legate al tema sociale (supporto alla comunità e sviluppo del territorio)<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> V. D'Angerio, *Esg, ecco gli indicatori utili per verificare se un'azienda è veramente sostenibile*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 ottobre 2020.