

COMITATO  
ITALIANO  
CORPORATE  
GOVERNANCE

## RELAZIONE 2019

*sull'evoluzione  
della corporate governance delle società quotate*

7° 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.

La versione del [Codice di autodisciplina](#) attualmente in vigore è stata approvata dal Comitato nel luglio 2015. Nel luglio 2018 è stata approvata una integrazione del Codice sulle politiche di diversità, anche di genere, la cui applicazione entrerà in vigore dall'inizio del primo mandato degli organi sociali successivo alla cessazione degli effetti della legge 12 luglio 2011, n. 120.

## INDICE

<b>I. Relazione Annuale 2019 .....</b>	<b>2</b>
<b>1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance .....</b>	<b>2</b>
1.1. Le attività del Comitato e il piano di lavoro .....	2
1.2. La partecipazione del Comitato alle iniziative in ambito internazionale .....	4
1.3. La Italy Corporate Governance Conference .....	5
<b>2. Evoluzione dell'autodisciplina europea e internazionale .....</b>	<b>5</b>
2.1. Le modifiche ai codici per la corporate governance nei principali paesi europei .....	5
2.2. L'evoluzione delle best practice negli Stati Uniti .....	25
2.3. L'evoluzione delle best practice rivolte agli investitori istituzionali .....	29
<b>3. L'evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di governance .....</b>	<b>32</b>
3.1. Il recepimento della nuova direttiva sui diritti degli azionisti .....	32
3.2. L'evoluzione normativa e autoregolamentare in materia di sostenibilità .....	36
<b>II. Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina.....</b>	<b>39</b>
<b>1. Descrizione del campione di riferimento .....</b>	<b>40</b>
<b>2. Valutazione sintetica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice</b>	<b>41</b>
2.1. Applicazione del Codice .....	42
2.2. Applicazione del Codice in rapporto alle caratteristiche delle società quotate .....	46
<b>3. Valutazione analitica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice</b>	<b>50</b>
3.1. Composizione dell'organo amministrativo .....	50
3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo .....	54
3.3. Le valutazioni e gli orientamenti strategici del consiglio su competenza e professionalità degli amministratori.....	58
3.4. Amministratori indipendenti .....	63
3.5. Comitati consiliari.....	68
3.6. Governance della sostenibilità .....	71
3.7. Politica sulla remunerazione .....	74
3.8. Il rapporto sulla remunerazione .....	84
<b>III. Iniziative del Comitato per una migliore adesione al Codice di autodisciplina .....</b>	<b>87</b>
<b>1. Le attività di monitoraggio dell'applicazione dei codici e l'interazione con le società     quotate .....</b>	<b>87</b>
1.1. L'attività di monitoraggio .....	88
1.2. L'interazione con le società quotate.....	89
<b>2. Le raccomandazioni del Comitato alle società quotate .....</b>	<b>90</b>
2.1. Gli effetti delle raccomandazioni inviate nel 2018 .....	91
2.2. Le principali aree di miglioramento individuate nel 2019 .....	93

## I. RELAZIONE ANNUALE 2019

Il Comitato per la Corporate Governance (in seguito anche solo “Comitato”) è stato costituito per la prima volta 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 comportamento applicabili alle società italiane con azioni quotate, al fine di promuoverne l’evoluzione.

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 web](#) 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

#### *1.1. Le attività del Comitato e il piano di lavoro*

Nel corso della riunione del 9 dicembre 2019 il Comitato ha approvato la bozza della nuova edizione del Codice di Corporate Governance.

La bozza è stata predisposta dalla Segreteria Tecnica con il supporto degli Esperti, coerentemente con l’incarico ricevuto il 23 luglio scorso che aveva affidato ai promotori del Codice il compito di avviare, anche congiuntamente, una fase di dialogo con i destinatari del Codice per illustrare e discutere le principali proposte di revisione e raccogliere spunti e riflessioni nell’ottica di una più articolata riforma delle *best practice* in corso di evoluzione.

In particolare, oltre alle numerose riunioni interne della Segreteria Tecnica anche con gli Esperti, sono state organizzate alcune occasioni di incontro, tra le quali, un *open hearing* con i rappresentanti di tutte le società quotate sul mercato regolamentato, tenutosi il 9

ottobre scorso. 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.

Il testo approvato in via preliminare il 9 dicembre 2019 riflette le impostazioni di fondo condivise nell'ambito delle ultime riunioni del Comitato e ha, a vent'anni dalla sua prima edizione, l'obiettivo di una revisione complessiva del Codice di autodisciplina, volta a:

- razionalizzarne e semplificarne la struttura, anche attraverso una risistemazione dei *principi* e delle *raccomandazioni* esistenti;
- sviluppare il tema della sostenibilità dell'attività di impresa e della sua integrazione nella prospettiva strategica dell'impresa;
- rafforzare *best practice* esistenti e recepire quelle in corso di evoluzione;
- sviluppare maggiormente il principio di proporzionalità del Codice 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.

Accanto ai lavori preparatori per la sua futura revisione, il Comitato ha proseguito l'attività di monitoraggio sulla corretta applicazione del Codice, approvando nel corso della medesima riunione di dicembre la presente Relazione Annuale, che comprende il Settimo Rapporto sull'applicazione del Codice (in seguito anche solo "Rapporto"), predisposto dalla Segreteria Tecnica sulla base di dati tratti dagli studi pubblicati o trasmessi al Comitato.

Il Rapporto, contenuto nella Parte II della presente relazione, si compone di una prima parte, dedicata a una analisi sintetica dell'applicazione del Codice da parte delle società quotate che vi aderiscono e una parte analitica che esamina la concreta applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice e la concreta adesione delle società ai principi che regolano i singoli istituti<sup>1</sup>. Nel corso dell'ultimo biennio l'attività di monitoraggio è stata ulteriormente affinata ponendosi l'obiettivo di valutare il grado complessivo di applicazione delle raccomandazioni del Codice (cd. valutazione sintetica) e di approfondire le modalità applicative delle raccomandazioni del Codice più rilevanti ai fini dell'efficace funzionamento del *board* (cd. valutazione analitica). Una evoluzione

---

<sup>1</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 consiglio di amministrazione e alla politica sulle remunerazioni, alla prima applicazione delle raccomandazioni sulla sostenibilità.

dell'analisi che è stata gradualmente raffrontata anche con le caratteristiche, non soltanto dimensionali e settoriali, delle società quotate: quest'anno il Rapporto offre, infatti, anche un quadro dell'applicazione delle *best practice* per diversità di assetti proprietari e di struttura azionaria che ha contribuito alla scelta del Comitato di sviluppare maggiormente la proporzionalità del Codice sia con riferimento alle società di minori dimensioni sia con riferimento alle diverse esigenze delle società controllate da un unico socio, o da più soggetti legati da patto parasociale, per oltre il 50% dei voti in assemblea.

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 2018 e delle principali criticità riscontrate nel monitoraggio di quest'anno.

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

I Presidenti delle entità competenti sui codici di autodisciplina in Francia, Germania, Olanda, Regno Unito e Svezia non si sono riuniti nel corso del 2019, avendo posticipato tale incontro all'inizio del 2020. Al contempo sono proseguite nell'arco dell'anno le attività dei rispettivi comitati, in termini di revisione e monitoraggio, anche al fine di dare seguito all'impegno, assunto nel 2018, a promuovere e a rafforzare l'attenzione alla sostenibilità nell'evoluzione delle *best practice* esistenti, anche attraverso l'identificazione di un insieme di principi guida comuni.

In occasione dell'ultimo incontro dei Presidenti, infatti, è stata condivisa l'opinione circa 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. L'impegno assunto circa lo sviluppo della sostenibilità nei codici di *corporate governance* si traduce, tra l'altro, anche nella proposta di revisione del Codice che pone, come già detto, la sostenibilità dell'attività di impresa al centro delle strategie delle società quotate che aderiscono al Codice.

Quanto alla sua attività internazionale, è proseguita come di consueto la partecipazione al *network* europeo dei comitati della *corporate governance*<sup>2</sup> che rappresenta una stabile sede di incontro e dialogo sull'evoluzione dei codici e delle *best practice* sviluppate nell'Unione europea.

---

<sup>2</sup> Maggiori informazioni sul network sono disponibili al seguente [link](#).

### ***1.3. La Italy Corporate Governance Conference***

Al fine di promuovere il dialogo sulla *corporate governance* in Italia, il Comitato ha ospitato il 9 e il 10 dicembre 2019, presso la sede di Borsa Italiana, la quinta edizione dell'*Italy Corporate Governance Conference*, che rappresenta per la comunità finanziaria europea e internazionale un'importante occasione di incontro sia per gli investitori istituzionali che per le società quotate. La partecipazione delle istituzioni e il coinvolgimento degli esponenti di vertice delle società quotate italiane e degli investitori, nazionali e internazionali, dimostrano l'importanza di questo appuntamento che offre, con cadenza annuale, un'occasione di dialogo sui temi più discussi e rilevanti per l'evoluzione della *corporate governance* in Italia.

Quest'anno, l'agenda della conferenza ha offerto numerosi spunti per la discussione, focalizzandosi sulla progressiva integrazione della sostenibilità nella *governance* delle società quotate e sull'evoluzione delle pratiche di *engagement* tra società e investitori. Un particolare *focus* è stato dedicato anche ai processi di rinnovo dei consigli di amministrazione, con particolare riferimento alle *best practice* di nomina degli amministratori in Italia e negli Stati Uniti, e alle opportunità e alle sfide delle imprese familiari o comunque caratterizzate da una importante concentrazione degli assetti proprietari, anche al fine di valutare l'impatto di tali assetti sulle *best practice* in materia di *corporate governance*.

## **2. Evoluzione dell'autodisciplina europea e internazionale**

Il Comitato segue attentamente l'evoluzione della *corporate governance* a livello europeo e internazionale, monitorando lo sviluppo delle *best practice* e delle attività connesse al mantenimento di un efficace sistema di *governance*.

Nel presente capitolo sono esaminati i più recenti aggiornamenti dei codici di autodisciplina per le società quotate in Europa presentati o approvati nel corso dell'ultimo biennio ed è, inoltre, illustrato lo stato dell'arte dei codici di autodisciplina rivolti agli investitori istituzionali.

### ***2.1. Le modifiche ai codici per la corporate governance nei principali paesi europei***

L'evoluzione delle migliori pratiche di *corporate governance* e la loro codificazione nascono in ambito anglosassone per svilupparsi successivamente nei principali mercati

dell'Europa continentale sino a diventarne un elemento qualificante del quadro complessivo di regole e *practice* applicabili alle società con azioni quotate in mercati regolamentati e al mercato in generale.

Questo tratto comune dei mercati europei – che trova importanti spunti di confronto e dibattito anche in ambito internazionale – rappresenta anche uno degli aspetti di maggiore vicinanza delle pratiche e degli assetti di *governance* delle società quotate aventi sede in un Paese europeo.

A fronte di una sempre più intensa, seppur non sempre efficace, spinta alla realizzazione di un mercato unico dei capitali (CMU) e di un lento – e talvolta erratico – processo di armonizzazione del diritto societario applicabile alle società che operano su tale mercato, i codici emergono per la vicinanza e unità nella definizione delle migliori pratiche per una *governance* efficace, trasparente e comprensibile alla platea degli investitori internazionali.

La vicinanza dei codici nasce dalle sue origini e si rafforza nel corso degli anni, in cui i codici, forti della propria natura volontaria e flessibile, rispondono con sempre maggiore frequenza agli stimoli esterni, provenienti tanto dagli investitori quanto dai regolatori (tra cui in particolare quello europeo), che puntano in modo sempre più deciso a indirizzare le società quotate a perseguire la generazione di valore per gli azionisti tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per l'impresa.

Questo tratto che accomuna i codici europei e il loro approccio verso le istanze del mercato emerge con ancora maggiore chiarezza in quest'ultima tornata di revisione che si intende dappresso esaminare.

Quasi tutti i codici europei sono stati recentemente oggetto di importanti processi di revisione che riflettono, forse per la prima volta in maniera così strutturale, le stesse linee guida: i) la centralità del *board* nell'assicurare una *governance* sostenibile dell'impresa nel medio-lungo termine; ii) una spinta alle imprese a considerare (e tener conto de) l'impatto della propria attività su ambiente e società civile e a integrare tali aspetti nella definizione del proprio piano strategico; iii) una maggiore trasparenza sulle remunerazioni degli amministratori e raccomandazioni sempre più sofisticate per la costruzione dei pacchetti remunerativi degli esecutivi; iv) una generale e crescente attenzione alla parità di genere; v) una evoluzione del rapporto delle imprese con il mercato e, in particolare, con la categoria sempre più strutturata, forte e rilevante degli investitori istituzionali.

L'evoluzione di questi codici necessita – per una sua adeguata comprensione – di una lettura integrata delle revisioni proposte e attuate dai custodi dei codici con i tre pilastri



delle iniziative legislative (nazionali ed europee), l'incidenza delle *best practice* sviluppate a livello internazionale e le aspettative degli investitori.

Nell'arco dell'ultimo triennio sono state attuate alcune importanti opere di riforma dei codici di autodisciplina che trovano applicazione nei principali mercati europei.

- In **Belgio**, la Commissione<sup>3</sup> competente per la redazione e il monitoraggio del codice di autodisciplina ha concluso nel 2019 una profonda revisione delle *best practice*, per allineare il codice alle emergenti richieste del mercato e alle modifiche del quadro normativo intervenute dall'ultima revisione del 2009.

Le principali novità del Codice, adottate in seguito ad ampia consultazione del mercato, ne hanno innovato la struttura, più snella ed efficace, e hanno introdotto alcuni importanti temi: i) la valorizzazione della scelta del modello societario e l'apertura del codice alle opzioni di *governance* offerte dal quadro legislativo, con l'introduzione di una sezione dedicata al modello cd. "*two-tier*"; ii) la creazione di valore sostenibile dell'attività di impresa; iii) la composizione del *board* con rilevanza del ruolo del suo presidente e del suo segretario; iv) la successione degli amministratori e degli esecutivi; v) la remunerazione degli amministratori con particolare attenzione alla remunerazione in azioni. Le modifiche approvate nel 2019 troveranno applicazione dal 2020.

Una delle novità strutturali più significative della revisione attiene all'introduzione e alla valorizzazione della scelta della società circa il **modello di governance** che intende adottare. Come espressamente indicato dalla commissione nella prefazione del codice, la novità consiste nel riconoscimento nel sistema autodisciplinare dell'opzione offerta dal quadro legislativo del cd. modello "*two-tier*", inteso quale modello alternativo a quello cd. "*one-tier*" tradizionalmente adottato dalle società belghe. L'apertura delle *best practice* al modello societario dualistico è motivata dall'efficacia dimostrata da tale modello in ordinamenti concorrenti, quali l'Olanda e la Germania.

Per valorizzare la facoltà offerta dal legislatore e al contempo stimolare le società a una riflessione circa il modello societario più adeguato alle proprie caratteristiche, il primo principio del nuovo codice belga raccomanda alle società di adottare una scelta esplicita tra i modelli offerti dall'ordinamento e affida ai consigli di amministrazione il compito di valutare, almeno ogni cinque anni, l'adeguatezza del modello adottato, e a proporre, qualora consideri il modello attuale non più adeguato, l'adozione di un diverso modello

---

<sup>3</sup> La commissione belga competente a redigere e aggiornare il codice, così come curare il monitoraggio della sua concreta applicazione da parte delle società che vi aderiscono, è nominata di concerto dai Ministri di Economia, Giustizia e Finanza, ed è composta dai rappresentanti delle imprese e degli investitori.

alla prossima assemblea dei soci<sup>4</sup>. Al contempo, si raccomanda al *board* di assicurare l'adeguata implementazione del modello prescelto e una sua chiara illustrazione nel *corporate governance charter*<sup>5</sup>.

Un secondo principio che ha ispirato la riforma del codice è quello della **creazione di valore sostenibile**, con la proiezione dell'impresa nel perseguimento di obiettivi di lungo termine, la promozione di elevati *standard* di condotta a tutti i livelli della società e la costante considerazione degli interessi meritevoli di tutela dei suoi *stakeholder*. Questa innovazione si traduce nel secondo principio del codice che raccomanda al consiglio di amministrazione di perseguire la creazione di valore sostenibile per la società, definendo la strategia dell'attività di impresa. A tal fine si raccomanda al *board*, in generale, di guidare e monitorare la strategia dell'impresa in modo efficace, responsabile ed etico<sup>6</sup> e, in particolare, di sviluppare un approccio inclusivo che bilanci gli interessi meritevoli di tutela e le aspettative degli azionisti e degli altri *stakeholder* della società<sup>7</sup>. Tale attività si traduce inoltre nell'adeguata gestione dei rischi e nella cura degli obblighi di *reporting*, anche con riferimento all'informativa non finanziaria; ai fini di *disclosure*, il codice raccomanda in particolare al board di assicurare anche la sufficienza dell'informazione offerta al mercato in merito ai rilevanti indicatori ambientali e sociali<sup>8</sup>.

Il nuovo codice belga pone inoltre l'accento sulla **composizione** del *board*, che deve essere bilanciata e adeguata allo scopo dell'attività di impresa e all'operatività, alla fase di sviluppo e agli assetti proprietari della società<sup>9</sup>. Nell'ambito delle raccomandazioni che attengono alla struttura del *board*, sono evidenziati in particolare il ruolo fondamentale del suo presidente<sup>10</sup> e la figura del segretario<sup>11</sup> del *board*.

---

<sup>4</sup> Cfr. BCGC, principio 1, par. 1.1.

<sup>5</sup> Cfr. BCGC, par. 1.2.

<sup>6</sup> Cfr. BCGC, principio 2, par. 2.1.

<sup>7</sup> Cfr. BCGC, principio 2, par. 2.2.

<sup>8</sup> Cfr. BCGC, principio 2, par. 2.16.

<sup>9</sup> Cfr. BCGC, principio 3, par. 3.1.

<sup>10</sup> Cfr. BCGC, principio 3, par. 3.12 – 3.18.

<sup>11</sup> Cfr. BCGC, principio 3, par. 3.19 – 3.22.

Quanto al **presidente**, il codice delinea le sue funzioni di guida e coordinamento degli amministratori, la cura dell'informativa al consiglio e dei rapporti con la sua componente esecutiva (in particolare con il CEO); al presidente è infine affidato il compito di assicurare un efficace **dialogo con gli azionisti** e che il *board* sviluppi e mantenga una adeguata considerazione dei punti di vista degli azionisti e degli altri *stakeholder* significativi.

Con riferimento al **segretario** del *board*, il codice raccomanda che la sua nomina e la sua revoca siano affidate al *board* e che tale figura abbia le caratteristiche professionali e la competenza necessarie per assicurare il supporto a tutti gli amministratori su ogni tema di *governance*.

Quanto alla **successione** degli amministratori, il codice affida un ruolo chiave al comitato per le nomine, attribuendogli il compito di: i) formulare raccomandazioni circa la nomina degli amministratori e degli esecutivi; ii) preparare i piani per la successione ordinaria di tutti i componenti del *board*; iii) assicurare che sia dedicata sufficiente attenzione alla successione degli esecutivi, incluso lo sviluppo di adeguati piani di educazione, sviluppo dei talenti e di promozione della diversità nella *leadership*<sup>12</sup>.

Infine, tra le novità del codice belga è interessante la riforma delle politiche per la **remunerazione** degli amministratori, rette dal principio di una remunerazione giusta e responsabile<sup>13</sup>, tesa ad attrarre, motivare, trattenere i talenti necessari, promuovere la realizzazione degli obiettivi strategici dell'impresa e la creazione di valore sostenibile<sup>14</sup>. In seguito ad ampio dibattito con il mercato, la commissione ha deciso di riformare la remunerazione degli amministratori non esecutivi: ferma restando la raccomandazione di non attribuire a tali consiglieri compensi legati direttamente alla *performance* della società<sup>15</sup>, il nuovo codice raccomanda, infatti, che essi debbano ricevere una parte della loro remunerazione in azioni, subordinandole a un periodo di *holding* eccedente per

---

<sup>12</sup> Cfr. BCGC, principio 4, par. 3.21 – 2.22. Si noti che il comitato nomine dovrebbe essere presieduto, ai sensi del par. 2.19, dal presidente del *board* o da un altro amministratore non esecutivo, con astensione dalla presidenza del comitato da parte del presidente del *board* nelle proposte relative alla sua nomina.

<sup>13</sup> Cfr. BCGC, principio 7.

<sup>14</sup> Cfr. BCGC, principio 7, par. 7.1.

<sup>15</sup> Cfr. BCGC, principio 7, par. 7.5.

almeno un anno la durata della carica del beneficiario e un periodo di *vesting* almeno triennale rispetto alla ricezione di tali strumenti<sup>16</sup>.

In modo simile al codice britannico (v. *infra*), il codice belga raccomanda alle società che abbiano ricevuto un significativo numero di voti contrari in assemblea sulla politica per la remunerazione (subordinata, per effetto del recepimento della SHRD II, al voto puramente consultivo) di adottare i comportamenti necessari per affrontare le preoccupazioni espresse dagli azionisti e considerare un possibile adeguamento della politica<sup>17</sup>.

- In **Francia**, Afep e Medef, le due principali associazioni rappresentative delle imprese francesi, che hanno promosso l'adozione del Codice e hanno contribuito all'istituzione dell'Alto Comitato francese competente per il monitoraggio sulla sua applicazione, hanno completato il processo di revisione del Codice, avviato con pubblica consultazione all'inizio del 2018<sup>18</sup>.

L'intervento di riforma si colloca nella fase immediatamente successiva al rafforzamento del quadro legislativo, in particolare dall'introduzione del "*devoir de vigilance*"<sup>19</sup> delle società capogruppo e delle appaltatrici, e di quello autodisciplinare in materia di remunerazioni, e ha preceduto l'adozione della *Loi Pacte II*, contenente un pacchetto di misure legislative volte, tra l'altro, all'introduzione nel codice civile francese di un obbligo esplicito per gli amministratori di perseguire la sostenibilità dell'impresa nel lungo termine<sup>20</sup> e al recepimento della Direttiva 2017/828/UE (cd. *Shareholder Rights II*,

---

<sup>16</sup> Cfr. BCGC, principio 7, par. 7.6. Al contempo è espressamente raccomandato di non remunerare gli amministratori non esecutivi con piani di *stock option*.

<sup>17</sup> Cfr. BCGC, principio 7, par. 7.3.

<sup>18</sup> La [proposta di aggiornamento](#) del Codice è disponibile sul sito *web* dell'Afep. La consultazione si è chiusa ad aprile 2018. La nuova edizione del codice è stata pubblicata a giugno 2018 ed è disponibile al seguente [link](#). Ad esito della consultazione è stata pubblicata anche una [tabella di comparazione](#) della nuova edizione del codice con quella precedente (2018-2016).

<sup>19</sup> Cfr. Artt. 225-102-4 ss. che istituisce in capo alle società capogruppo e appaltatrici un dovere di vigilanza in materia di rispetto dei diritti umani e delle libertà fondamentali, tutela dell'ambiente, della salute e della sicurezza delle persone, che si traduce nella predisposizione di un "piano di vigilanza". Un intervento che rafforza gli obblighi di *disclosure* derivanti dalla Direttiva sulle informazioni non finanziarie.

<sup>20</sup> Cfr. French Corporate Governance Code (in seguito anche solo "FCGC"), par. 1.1. "*The Board of Directors performs the tasks conferred by the law and acts at all times in the corporate interest. It endeavours to promote long-term value creation by the company by considering the social and environmental aspects of its activities. If applicable, it proposes any statutory change that it considers appropriate*". Cfr. anche l'art. 1833 del codice civile francese integrato come segue: *Toute société doit*

in seguito anche solo “SHRD II”). Il contesto esterno ha influenzato il processo di revisione del codice, le cui principali novità attengono, infatti, al recepimento della sostenibilità dell’attività di impresa, la composizione del *board*, la remunerazione degli amministratori e la disciplina dell’*engagement*.

Il nuovo codice influisce dunque sulla definizione dello **scopo d’impresa**, valorizzando il ruolo del *board*, posto ora strategicamente all’inizio del codice, e ridefinendo l’impegno degli amministratori a promuovere **la creazione di valore nel lungo termine**, tenendo in adeguata considerazione gli aspetti sociali e ambientali che impattano sulla sua attività; a completamento, il codice raccomanda al *board* di valutare, se del caso, anche eventuali modifiche statutarie<sup>21</sup>.

Tale modifica è stata accolta positivamente dai soggetti interessati, anche a livello internazionale, ai temi della sostenibilità, che hanno in particolare apprezzato sia il legame con le strategie di impresa, sia la menzione delle eventuali modifiche statutarie<sup>22</sup>.

Al contempo, anche in risposta alle richieste pervenute in sede di consultazione, il nuovo codice responsabilizza il consiglio nella gestione e prevenzione dei rischi, chiedendo a quest’ultimo di assicurare l’implementazione di un meccanismo per la prevenzione e la rilevazione della corruzione e stabilendo che esso debba ricevere tutte le informazioni a tal fine rilevanti<sup>23</sup>.

Anche la composizione del *board* e la sua **diversità** appaiono rafforzate: il nuovo codice francese valorizza la **rappresentanza dei lavoratori nel board**<sup>24</sup>, richiede l’adozione di una politica di parità di genere<sup>25</sup> che attiene tanto agli organi sociali quanto ai comitati

---

*avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés. La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.*

<sup>21</sup> Cfr. nota precedente.

<sup>22</sup> Cfr. risposte alla consultazione 2018. Il riferimento alle modifiche statutarie potrebbe essere inteso anche come riferimento alle novità della Loi Pacte II che ha introdotto nel sistema francese la possibilità di istituire una società ad oggetto sociale esteso (*société à objet social étendu*). Il richiamo alle modifiche statutarie ha provocato comunque risposte diversificate nell’ambito della consultazione; ad esito dell’esame, le associazioni di impresa hanno comunque mantenuto tale riferimento nella versione finale del codice.

<sup>23</sup> Più precisamente il codice raccomanda al consiglio di curare l’implementazione di tali misure, se applicabili. Cfr. FCGC, par. 1.6.

<sup>24</sup> Cfr. FCGC, punto 7.

<sup>25</sup> Cfr. FCGC, par. 6.2.

manageriali e al *senior management* e richiede una maggiore *disclosure* circa la composizione, l'elezione e il funzionamento del *board*.

Uno dei temi trattati dal nuovo codice è inoltre l'*engagement* degli amministratori con gli investitori. È stata, infatti, rafforzata la *best practice* dell'interazione del consiglio con gli investitori sui temi di *corporate governance*, con l'individuazione di specifici interlocutori: il presidente del consiglio di amministrazione e, ove nominato, il *lead independent director* sono infatti chiamati a condurre questo dialogo; per assicurare la piena informazione del consiglio e una gestione trasparente dei rapporti con gli investitori, il codice specifica inoltre che il presidente del *board* o il *lead independent director*, a seconda della scelta operata dalla società, sono tenuti a riportare sull'esercizio di tali funzioni al plenum consiliare<sup>26</sup>.

Il nuovo codice francese ha rafforzato ulteriormente<sup>27</sup> alcune *best practice* sulla **remunerazione**, tra le quali, in particolare, quelle che attengono alla definizione della componente variabile e dei compensi erogati per cessazione della carica. Il nuovo codice raccomanda, infatti, che la remunerazione variabile degli esecutivi sia legata anche a uno o più aspetti di *corporate social responsibility* e che una parte della remunerazione derivante da schemi pensionistici complementari sia condizionata a determinati risultati di *performance*. Sono state inoltre introdotte alcune raccomandazioni particolarmente restrittive sugli accordi di non concorrenza: il nuovo codice vieta, infatti, la stipula di tali accordi al momento della cessazione dalla carica<sup>28</sup> e stabilisce un limite al pagamento dei compensi dovuti in base a clausole stipulate in corso di mandato; con riferimento a quest'ultimo punto, il nuovo codice mantiene i limiti massimi del compenso erogabile in

---

<sup>26</sup> Cfr. FCGC, par. 4.4.

<sup>27</sup> Area che è stata già oggetto di numerose modifiche in occasione della revisione del codice completata a fine 2016.

<sup>28</sup> Un accordo di non concorrenza potrà essere stipulato, dunque, soltanto in costanza di carica. Cfr. codice francese, par. 23. Nella sua versione precedente (2016), il codice francese consentiva al consiglio di valutare l'erogazione di un compenso a titolo di non concorrenza, anche se non precedentemente stipulato con l'amministratore interessato.

tale sede<sup>29</sup>, ma introduce anche nuove limitazioni al pagamento degli impegni di non concorrenza<sup>30</sup>.

Infine, le novità delle *best practice* francesi si estendono anche alla composizione dell'Alto comitato che, anche a fronte del suo crescente impegno nella fase di monitoraggio dell'applicazione del codice, ha deciso di ampliare la propria composizione<sup>31</sup>, assicurando una maggiore rappresentatività in termini di professionalità e genere e consentendo la partecipazione anche a consiglieri non esecutivi di società quotate.

- In **Germania**, la Commissione competente per la redazione del Codice di autodisciplina<sup>32</sup> ha concluso nel corso del 2019 il processo di revisione avviato con consultazione pubblica nel novembre 2018<sup>33</sup>. Le modifiche sono state apportate principalmente al fine di tener conto e sviluppare nell'ambito del Codice le raccomandazioni che appaiono più strettamente legate alle novità che saranno introdotte con l'implementazione della SHRD II.

Oltre alle novità del Codice, con il processo di revisione completato tra la fine del 2018 e l'inizio del 2019 la Commissione tedesca ha avviato una nuova prassi di consultazione pubblica che prevede l'interazione con gruppi rappresentativi dei consigli di gestione e di sorveglianza delle società quotate, degli investitori nazionali e internazionali, dei diversi consulenti esterni, degli accademici e di eventuali altri interessati.

---

<sup>29</sup> Complessivamente due annualità del compenso totale, compresi dunque sia fisso che variabile. Limite massimo che vale sia in presenza del solo compenso legato a clausole di non concorrenza, sia in caso di erogazione di indennità di fine carica (in questo caso il limite di due annualità risulta molto più restrittivo, in quanto riguarda il compenso complessivo risultante dalla somma del compenso legato alle clausole di non concorrenza e della remunerazione corrisposta a titolo di indennità di fine carica). Cfr. codice francese, par. 23.

<sup>30</sup> La sua erogazione non sarà più possibile dal momento in cui l'interessato riceve il trattamento previdenziale o abbia comunque superato il sessantacinquesimo anno di età.

<sup>31</sup> Da sette a nove membri.

<sup>32</sup> Commissione di nomina governativa, competente soltanto ai fini della redazione e dell'aggiornamento del Codice; il monitoraggio è condotto da centri accademici (v. *infra*, Parte III)

<sup>33</sup> La documentazione relativa alla consultazione è disponibile, anche [in versione inglese](#), sul sito *web* della Commissione.

Quanto ai contenuti della proposta, la Commissione tedesca ha presentato un ambizioso progetto di riforma, anche strutturale, volto a enfatizzare il codice quale fonte principale delle *best practice* in corso di evoluzione.

Dal punto di vista della **struttura**, la revisione è tesa a snellire il codice, valorizzare i principi di *best practice* (a fronte di una riduzione delle raccomandazioni di dettaglio) e a sviluppare maggiormente strumenti di supporto all'applicazione del codice, con l'elaborazione di linee guida e raccomandazioni volte a chiarire la portata dei principi. La revisione strutturale era accompagnata dalla proposta più innovativa, che non è stata però accolta in adozione del testo finale del codice, di rafforzare la concreta applicazione dei principi del codice rendendoli vincolanti e pertanto soggetti alla più incisiva formula dell'“*apply and explain*”<sup>34</sup>.

In seguito alla fase di consultazione, le principali novità introdotte attengono a tre aree di *governance*: le remunerazioni degli amministratori, la composizione del consiglio di sorveglianza con particolare riguardo alla definizione di indipendenza dei suoi membri, un regime semplificato di comunicazione delle informazioni relative alla *corporate governance*.

Le novità in materia di **remunerazione** dei componenti del consiglio di gestione delle società quotate tedesche hanno rappresentato un punto focale in sede di consultazione. In particolare, è stata avanzata la proposta, poi recepita nella versione aggiornata del Codice, di far erogare la componente della remunerazione variabile di lungo periodo esclusivamente attraverso l'assegnazione di azioni o di strumenti finanziari derivati su base azionaria, salvo poi ammettere la corresponsione anche di *benefit* diversi, la cui erogazione e relativa motivazione dovranno essere tuttavia adeguatamente indicate nella relazione. L'orientamento a lungo termine dovrebbe realizzarsi mediante adeguati periodi di differimento non inferiori a quattro annualità (termine di norma coincidente con la durata del mandato dei consiglieri di gestione). La quantità di azioni da erogare, a sua volta, dovrebbe essere vincolata all'esecuzione di progetti e provvedimenti di rilevanza durante l'anno sotto osservazione<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> A tal fine, il nuovo preambolo precisa che i principi riflettono requisiti e *standard* fondamentali per una *governance* responsabile dell'impresa e che la loro applicazione deve essere sempre adeguatamente spiegata nella relazione sul governo societario. Limitatamente ai principi, dunque, la proposta tedesca segna il passaggio del principio del “*comply or explain*” a quello più incisivo e vincolante del “*apply and explain*”.

<sup>35</sup> Cfr. [Deutscher Corporate Governance Kodex](#) (in seguito anche solo con acronimo inglese “GCGC”), par. G.10.



Sempre in materia di remunerazioni è interessante notare invece come, rispetto alla versione precedente del codice, l'autodisciplina abbia deciso di cedere il passo alla nuova disciplina normativa derivante dall'implementazione della SHRD II. Il nuovo codice non fornisce più alcuna indicazione sulle modalità attraverso le quali indicare le remunerazioni corrisposte; una decisione che è stata approvata nonostante il parere contrario di alcuni rappresentanti del mercato che nel corso della consultazione pubblica avevano auspicato il mantenimento di tali tabelle<sup>36</sup>.

Con riferimento alla componente variabile della remunerazione il nuovo codice tedesco raccomanda inoltre che la quota della componente di lungo periodo sia superiore rispetto alla quota della componente di breve periodo; ciò al fine di assicurare, ulteriormente, l'allineamento del sistema retributivo incentivante all'obiettivo di creazione di valore nel lungo periodo<sup>37</sup>.

Infine, le nuove raccomandazioni in materia di remunerazioni colgono anche gli auspici del legislatore europeo che pone l'accento sulla valutazione dei parametri anche non strettamente finanziari cui collegare la erogazione delle remunerazioni degli esecutivi. In tal senso, il nuovo codice raccomanda al consiglio di sorveglianza, competente per la determinazione del compenso dei componenti del consiglio di gestione oltre che della loro stessa nomina, di utilizzare nella definizione della politica per la remunerazione di tali consiglieri anche parametri e criteri legati al *business* dell'impresa e, in particolare, legati al perseguimento e alla realizzazione di strategie di crescita dell'impresa nel lungo periodo, e definirne il peso sulla remunerazione variabile complessiva<sup>38</sup>.

Un secondo elemento di innovazione nel codice tedesco riguarda la specificazione dei requisiti di **indipendenza**<sup>39</sup> applicabili ai membri del consiglio di sorveglianza e

---

<sup>36</sup> Le tabelle informative di natura autodisciplinare si intendono sostituite, dunque, dalla sezione 162 dell'*AktienGesetzbuch*. Vista la limitazione del quadro normativo che richiede la *disclosure* delle informazioni sulle remunerazioni "assegnate" o "dovute", limitandosi dunque ai soli compensi di competenza dell'esercizio, nel documento di esito delle consultazioni, la commissione auspica che siano adeguatamente fornite nel *remuneration report* anche le informazioni relative a qualsiasi ulteriore benefit erogato durante l'esercizio.

<sup>37</sup> Cfr. GCGC, par. G.6.

<sup>38</sup> Cfr. GCGC, par. G.7.

<sup>39</sup> Il sistema tedesco presenta, in generale, alcune importanti peculiarità, anche per effetto della disciplina della cogestione. In breve, si raccomanda che la metà dei consiglieri di sorveglianza di nomina assembleare sia in possesso dei requisiti di indipendenza, mentre si presuppone che tale valutazione non possa essere nemmeno condotta in capo ai consiglieri nominati in rappresentanza dei lavoratori. Nelle società che presentano un azionista di controllo (di diritto, di fatto o contrattuale), almeno uno o due dei consiglieri di

l'introduzione di una quota di indipendenti (50%), calcolata però soltanto sulla componente del consiglio di sorveglianza nominata dagli azionisti (i.e. diversi dai rappresentanti dei lavoratori)<sup>40</sup>.

Con la riforma è stato introdotto anche un nuovo elenco di indicatori di indipendenza<sup>41</sup>, la cui assenza segnalava una importante criticità dell'autodisciplina tedesca<sup>42</sup>, invitando le società a valutarli con formula ampia e consentendo anche una applicazione "sostanzialista" di tali criteri, purché accompagnata da una adeguata spiegazione, su base individuale, nella relazione sul governo societario.

L'occasione della revisione è stata colta anche per alcune modifiche più di dettaglio: l'introduzione di regole più dettagliate sul **numero massimo di incarichi**<sup>43</sup>; la **durata del primo mandato** dei consiglieri di gestione a un massimo di tre esercizi<sup>44</sup>.

---

sorveglianza di nomina assembleare devono essere indipendenti anche dall'azionista di controllo rispettivamente nei casi in cui i componenti del consiglio siano sei o più. Cfr. GCGC, par. C.9.

<sup>40</sup> Cfr. GCGC, C.7.

<sup>41</sup> Il codice tedesco in vigore prima della modifica del 2019 indicava, ai fini della valutazione di indipendenza, soltanto l'assenza di rapporti personali o commerciali tali da causare una situazione sostanziale e non meramente temporanea di conflitto di interessi, che si traducono nei criteri elencati tra parentesi nella nota precedente. Cfr. [GCGC \(ed. 2016\)](#), par. 5.4.2.

Oltre ai criteri di indipendenza sussumibili dall'attuale formulazione del codice (essere membro del consiglio di gestione della società nei due anni anteriori alla nomina per il consiglio di sorveglianza; avere relazioni commerciali di portata sostanziale; avere legami personali con i componenti del consiglio di gestione; essere l'azionista di controllo della società) sono introdotti due nuovi indicatori di non indipendenza: i) aver percepito altre remunerazioni variabili dalla medesima società; ii) essere stato in carica per più di dodici anni. Per l'elenco di tutti i criteri cfr. GCGC, par. C.7.

<sup>42</sup> Definizione che appariva lacunosa non soltanto in chiave comparata ma anche rispetto ai criteri definiti dalla Commissione europea nella Raccomandazione 2005/162/CE. Per le critiche sollevate dalla dottrina tedesca si vedano T. Baums, A. Cahn, *Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern - Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs*, in *Institute for Law and Finance Working Paper Series*, 145/2018; R. Nonnenmacher, *Corporate Governance im Spannungsfeld von Investorenerwartungen und Kodexreform*, in *Wpg*, 2018, p. 709.

<sup>43</sup> Per i componenti del consiglio di sorveglianza cinque incarichi presso società quotate non appartenenti al gruppo; per i consiglieri di gestione invece è pari a due incarichi nei consigli di sorveglianza di quotate non appartenenti al gruppo. Ai fini di tale computo, le cariche di presidente del consiglio di sorveglianza sono considerate equivalenti a due incarichi, anche in ragione dell'impegno assunto dai presidenti dei consigli di sorveglianza nella gestione dell'*engagement* con gli investitori sui profili di loro competenza. Cfr. GCGC, par. C.4. e C.5.

<sup>44</sup> Modifica motivata dall'opportunità di tener conto delle evoluzioni internazionali. Cfr. GCGC, par. B.3.

- In **Olanda** la Commissione competente per la redazione e il monitoraggio del relativo Codice di autodisciplina aveva posto in consultazione nel 2016 numerose proposte di revisione delle raccomandazioni ivi contenute, che sono state oggetto, tra l'altro, anche di alcuni dibattiti pubblici con gli *stakeholder*, nazionali e internazionali. La versione finale del testo è stata pubblica a dicembre 2016 ed è entrata in vigore nel 2017<sup>45</sup>.

Nella fase di revisione, il Comitato ha tenuto conto non solo delle risposte alla consultazione ma anche dell'evoluzione del quadro nazionale, europeo e internazionale di riferimento e, non da ultimo, anche della maggiore/minore applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice, risultanti dalla propria attività di monitoraggio.

L'ultima revisione del codice ha interessato le principali novità in materia di *corporate governance*, tra cui in particolare l'attenzione alla sostenibilità e alla cultura di impresa, così come l'evoluzione delle migliori pratiche di *governance* che tengano conto tanto delle istanze di natura più generale (semplificazione del codice, migliore trasparenza sulle remunerazioni degli organi sociali e apertura al modello monistico) tanto di natura più peculiare (*engagement*).

Una delle spinte di fondo per la revisione del codice è stata quella di cogliere le istanze delle istituzioni e del mercato per una migliore e più efficace valutazione della **sostenibilità, anche ambientale e sociale, dell'attività di impresa**, collocando il tema della sostenibilità al centro dei principi che guidano la gestione e la *governance* delle imprese che aderiscono al codice di autodisciplina. Al fine di perseguire la creazione di valore nel lungo termine il codice raccomanda perciò espressamente al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza di ponderare gli interessi di questa ampia categoria di gruppi e individui, al fine di definire una linea di gestione volta ad assicurare la continuità dell'impresa e del suo gruppo; un impegno degli organi sociali dunque ad assicurare che gli interessi dei singoli *stakeholder* siano stati adeguatamente considerati nella definizione delle strategie di impresa<sup>46</sup>.

Il nuovo codice sottolinea lo stretto legame tra sostenibilità e strategie: un principio che si traduce nella raccomandazione espressa al consiglio di gestione e al consiglio di

---

<sup>45</sup> La consultazione si è chiusa ad aprile 2016; le modifiche apportate al codice sono state rese note l'8 dicembre 2016 e sono entrate in vigore a gennaio 2017. L'edizione finale del codice è disponibile, anche [in versione inglese](#), sul sito internet della Commissione.

<sup>46</sup> Cfr. Dutch Corporate Governance Code (in seguito "DCGC"), preambolo.

sorveglianza di agire in modo sostenibile, deliberando in modo informato sulla realizzabilità nel lungo termine delle proprie scelte strategiche<sup>47</sup>. La novità è accompagnata anche da più specifiche raccomandazioni rivolte: alla gestione dei rischi che possono impattare sulla gestione, ivi inclusi quelli strategici<sup>48</sup>, e alla necessità di assicurare la trasparenza dell'operato dell'organo gestorio e al relativo monitoraggio da parte del consiglio di sorveglianza<sup>49</sup>.

Sono a tal fine indicati come *stakeholders* i gruppi e gli individui che, direttamente o indirettamente, influenzano o sono influenzati dal conseguimento degli obiettivi dell'impresa<sup>50</sup>: il codice menziona a tal fine i dipendenti, gli azionisti, gli altri creditori, i fornitori, i clienti e altri soggetti che possono considerarsi portatori di un interesse nei suoi confronti.

Il Codice raccomanda inoltre al consiglio di gestione di curare la redazione di un codice di condotta e di monitorarne la concreta efficacia e applicazione da parte degli organi sociali e dei dipendenti della società. Anche in questo caso, l'attività di definizione delle regole e del monitoraggio della loro concreta attuazione è affidata all'organo gestorio che è tenuto però a comunicare al consiglio di sorveglianza lo svolgimento di tali attività e i principali risultati<sup>51</sup>.

Un'innovazione che è stata accompagnata da un adeguamento delle *best practice* in materia di **remunerazione**, con un alleggerimento del codice, complice anche l'implementazione della SHRD II. In particolare, il nuovo codice ha affinato le raccomandazioni sulle *best practice* relative tanto alle regole per definire le politiche di remunerazione (*policy*), quanto alle forme di *disclosure* circa le remunerazioni effettivamente erogate (*report*). Tra le principali novità in materia di *remuneration policy* si segnala una estensione anche alle remunerazioni dell'attenzione posta dal codice alla

---

<sup>47</sup> Cfr. DCGC, par. 1.1 e 1.4.

<sup>48</sup> Cfr. DCGC, par. 1.4.3. che, ai fini di una adeguata valutazione in tal senso, raccomanda pertanto che la relazione sulla gestione identifichi i rischi rilevanti (*material*) che possono avere un impatto sulle aspettative risposte nella continuità della gestione dell'impresa per i prossimi dodici mesi (rispetto alla data del rapporto).

<sup>49</sup> Cfr. DCGC, par. 1.4.2.

<sup>50</sup> Cfr. DCGC, preambolo.

<sup>51</sup> Cfr. DCGC, par. 2.5.2., 2.5.5., 2.6.1.

sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo<sup>52</sup>. Inoltre, rispetto al codice 2008 che raccomandava una indennità pari a un anno di remunerazione fissa, salvo poi consentire erogazioni superiori entro un massimo due annualità di remunerazione, il nuovo codice risulta più stringente, consentendo soltanto l'erogazione di una indennità pari a un anno di remunerazione fissa, circostanziando infine tutti gli elementi impeditivi al suo effettivo pagamento<sup>53</sup>.

Appare inoltre più strutturata la parte del codice che riguarda le remunerazioni corrisposte (*remuneration report*)<sup>54</sup>.

Un'altra innovazione nel nuovo codice è rappresentata da un rafforzamento della **funzione di *internal audit*** che ha il compito di valutare la definizione e l'operatività del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Rispetto alla versione originale, il codice chiarisce, in particolare, la ripartizione delle funzioni tra gli organi sociali rispetto alla funzione di *internal audit*<sup>55</sup>. La nomina e la revoca del responsabile della funzione, di competenza del consiglio di gestione, è subordinata all'approvazione del consiglio di sorveglianza e deve tener conto anche del parere del comitato *audit*<sup>56</sup>.

Tra le altre modifiche si segnala una maggiore attenzione alla **diversità** di composizione degli organi sociali, con l'introduzione di una raccomandazione a tutte le imprese che aderiscono al codice di sviluppare una politica di diversità<sup>57</sup>, pur non raccomandando una quota da raggiungere, lasciandone la definizione alla società stessa. Una raccomandazione che accompagna, fornendo specifici contenuti valutativi e informativi,

---

<sup>52</sup> Cfr. DCGC, 3.1.

<sup>53</sup> Cfr. DCGC, par. 3.2.2., 3.2.3.

<sup>54</sup> Cfr. DCGC, par. 3.4.1. A tal riguardo, la commissione sottolinea che tale prassi è stata già fatta propria dalle società quotate olandesi anche prima delle modifiche al codice; dal monitoraggio condotto sull'applicazione del codice emerge infatti che il 67% delle relazioni sulla gestione già forniva tale informazione con riferimento all'esercizio 2011.

<sup>55</sup> In particolare, sono attribuite al consiglio di gestione la responsabilità gerarchica rispetto alla funzione, che si estrinseca anche nei relativi poteri di nomina e revoca del *senior internal auditor*, mentre sono affidati al consiglio di sorveglianza i compiti di vigilare sulla funzione, mantenendo un canale informativo con il relativo responsabile.

<sup>56</sup> Cfr. DCGC, par. 1.3., 1.3.1., 1.3.6.

<sup>57</sup> Cfr. DCGC, par. 2.1.5.

l'obbligo di *disclosure* introdotto per effetto dell'implementazione nel quadro nazionale della direttiva sulle informazioni non-finanziarie.

Il nuovo codice olandese specifica, infatti, che qualora la composizione del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione<sup>58</sup> non rispetti i *target* di diversità di genere prefissati nella politica e/o nello statuto della società, se e nei limiti in cui previsto dalla legge<sup>59</sup>, la relazione di *governance* debba indicare adeguatamente lo stato dell'arte, con adeguata spiegazione delle misure adottate per la realizzazione degli obiettivi prefissati ed entro quale termine essi saranno ragionevolmente conseguiti.

Il nuovo codice introduce una nuova raccomandazione circa i **piani di successione**, demandando al consiglio di sorveglianza di definirne i contenuti per la successione tanto del consiglio di gestione quanto del consiglio di sorveglianza stesso, al fine di garantire il mantenimento di un adeguato bilanciamento in termini di esperienza, conoscenze e diversità degli organi sociali<sup>60</sup>.

L'occasione della revisione è stata colta anche per aggiornare alcune raccomandazioni specifiche in materia di **indipendenza**. Il nuovo codice appare rivisto sia in termini quantitativi che qualitativi di indipendenza del consiglio di sorveglianza. Accanto al mantenimento della generale raccomandazione affinché il consiglio di sorveglianza sia composto in modo tale da assicurare un operato indipendente e il senso critico di ciascun consigliere verso gli altri componenti, il consiglio di gestione e ogni interesse in gioco, il nuovo codice ha infatti ampliato la quota dei consiglieri non indipendenti membri del consiglio di sorveglianza e ha contestualmente indicato quali sono le circostanze che possono ragionevolmente meritare una deroga all'indipendenza<sup>61</sup>.

Tra le modifiche relative all'indipendenza è necessario osservare anche un rafforzamento del ruolo del presidente del consiglio di sorveglianza (e conseguentemente, per richiamo espresso, anche del ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nel modello

---

<sup>58</sup> Non è più richiamata, in tale sezione, la diversità di composizione dell'eventuale comitato esecutivo.

<sup>59</sup> Attualmente l'art. 2:166 del codice civile olandese richiede che i consigli di sorveglianza e di gestione rispettino la quota del 30% di componenti del genere meno rappresentato: la legge non è strettamente impositiva in quanto trova applicazione in base al principio del "comply or explain" per un periodo temporale limitato (la *sunset clause* inizialmente limita agli anni 2014-2016 è stata recentemente reiterata per il periodo 2018-2020).

<sup>60</sup> Cfr. DCGC, par. 2.2.4.

<sup>61</sup> Cfr. DCGC, par. 2.1.7, 2.1.8.

monistico): il nuovo codice non si limita, infatti, più a richiedere che il presidente del consiglio di sorveglianza non sia stato precedentemente un componente del consiglio di gestione, ma richiede ora esplicitamente che il presidente sia anche non esecutivo e indipendente<sup>62</sup>. Un rafforzamento del ruolo e della qualifica di indipendente che è stato accolto con favore in sede di consultazione<sup>63</sup>.

Un altro aspetto innovativo riguarda la **durata del mandato**, con l'introduzione della possibilità per i membri del consiglio di sorveglianza di poter rimanere in carica per due, e non più tre, mandati quadriennali<sup>64</sup>.

Oltre alle modifiche di dettaglio, il Comitato olandese ha riformato la **struttura** stessa del Codice. Rispetto all'originale impostazione del codice (adottata sin dal 2003), strutturato per singoli attori della *governance* (organi sociali) con relativa indicazione delle funzioni e delle attività necessarie per l'attuazione del codice, la nuova edizione introduce una struttura tematica, ponendo attenzione sui principali temi di una buona *governance*, all'interno dei quali sono declinate, in modo integrato, le funzioni attribuite ai singoli organi sociali.

Inoltre, la revisione del codice riflette anche l'obiettivo di agevolarne l'applicazione anche da parte di società che hanno adottato il cd. **modello "one-tier"**. Il codice, pur continuando a rivolgersi alle società che utilizzano il sistema dualistico, ha deciso di dare maggiore considerazione all'apertura del quadro normativo olandese alla disciplina del modello monistico, sistematizzandone il relativo capitolo<sup>65</sup>. La commissione ha indicato infatti esplicitamente la ragione di tale maggiore attenzione al monistico che si collega alla tendenza di alcune società di optare per tale modello (attualmente il 10% delle quotate olandesi), che potrebbe aumentare in futuro. Una valutazione di merito che è stata supportata anche dalle risposte ricevute in sede di consultazione anche da operatori internazionali<sup>66</sup>.

---

<sup>62</sup> Cfr. DCGC, par. 2.1.9.

<sup>63</sup> Cfr. risposte alla consultazione al presente [link](#).

<sup>64</sup> Cfr. DCGC, par. 2.2.2. Dopo questo periodo possono essere nominati per un massimo di altri due periodi da due anni, e vi deve essere una giustificazione nel report da parte del consiglio di sorveglianza.

<sup>65</sup> Cfr. DCGC, par. 5.1.

<sup>66</sup> Le risposte alla consultazione sono tutte disponibili al seguente [link](#) e sono ripartite in diverse sezioni per distinguere le reazioni dei promotori del codice dalle reazioni del mercato rispetto alla consultazione

Pur non avendo proceduto a una più ampia risistemazione del codice per renderlo più facilmente fruibile da parte di società dotate di diversi modelli di *governance*, il codice traccia comunque una linea di evoluzione volta a favorire una riflessione sulle opportunità offerte dai diversi modelli.

- Nel **Regno Unito**, il *Financial Reporting Council* ha completato nel 2018 una revisione complessa e articolata del codice di autodisciplina, che si inserisce nel più generale progetto di riforma governativo promosso dal Rapporto del *House of Commons' Business, Energy and Industrial Strategy Committee*<sup>67</sup> e, soprattutto, si lega alle novità contenute nel *Green Paper*<sup>68</sup> sottoposto a consultazione pubblica nel corso del 2016, conclusasi con l'accoglimento governativo della proposta dell'FRC<sup>69</sup> di intervenire in via autoregolamentare per migliorare alcuni elementi di *corporate governance* segnalati nella consultazione. Il progetto di riforma dell'FRC ha anche evidenziato come alcune proposte derivino dai risultati degli approfondimenti<sup>70</sup> e del monitoraggio condotto annualmente sull'applicazione delle *best practice* raccomandate dal codice.

Il nuovo codice inglese è stato rivisto profondamente nella **struttura** che appare semplificata e incisiva. Il nuovo codice appare visibilmente più snello con una struttura limitata soltanto ai principi e alle previsioni (“*principles*” e “*provisions*”); è stato infatti eliminato il livello intermedio dei “*supporting principles*”. Uno snellimento che ha portato anche all'eliminazione di un numero significativo di raccomandazioni più dettagliate e ad un rafforzamento delle linee guida che dovrebbero orientare le società nella concreta adesione alle *best practice* raccomandate dal codice, la cui applicazione non è tuttavia vincolante.

Quanto ai contenuti, il nuovo codice inglese ha rafforzato la centralità e la responsabilità del consiglio di amministrazione nella definizione del **piano strategico** della società, ponendo particolare enfasi sulle prospettive di lungo termine per la **sostenibilità**

---

generale di revisione del codice e la consultazione speciale sulla revisione del codice con riferimento al modello monistico.

<sup>67</sup> Cfr. House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee - Corporate governance, [Fourth Report of Session 2016-17](#).

<sup>68</sup> Department for Business, Energy and Industrial Strategy, [Corporate Governance Reform Green Paper](#).

<sup>69</sup> Si veda la [risposta](#) dell'FRC alla consultazione avviata con il *Green Paper* citato sopra.

<sup>70</sup> Si veda in particolare *Financial Reporting Council*, [Corporate culture and the role of boards](#), luglio 2016 e la raccolta dei rapporti annuali sull'applicazione del codice inglese.



dell'impresa, per produrre valore per gli azionisti e per contribuire alla società civile in generale<sup>71</sup>. Tale approccio è legato anche al recente rafforzamento degli obblighi di trasparenza in merito alla concreta applicazione della sezione 172 del *Companies Act* inglese<sup>72</sup> che richiede a ciascun consigliere di agire, in buona fede, nel modo che ritiene più appropriato per promuovere il successo dell'impresa nell'interesse dei suoi soci tendendo contro, tra l'altro, delle eventuali conseguenze delle sue decisioni nel lungo termine, dell'interesse dei dipendenti della società, della necessità di favorire le relazioni della società con i fornitori, i clienti e altri soggetti, dell'impatto delle operazioni sociali sulla comunità e sull'ambiente, dell'opportunità per la società di mantenere un elevato **standard di condotta** e la necessità di assicurare un equo trattamento degli azionisti. Le strategie e i valori dell'impresa dovranno essere, inoltre, allineati con la cultura di impresa, che il consiglio di amministrazione è chiamato a valutare e monitorare nel corso dell'anno e darne informazione nella relazione di *governance*<sup>73</sup>.

Gli aspetti di sostenibilità dell'impresa sono stati rafforzati anche dal punto di vista della valutazione e della gestione dei rischi per l'attività di impresa nel lungo termine nonché ai fini della remunerazione di tutti i componenti del *board* che dovrebbe essere legata agli obiettivi del successo sostenibile dell'impresa nel medio-lungo termine<sup>74</sup>. In particolare,

---

<sup>71</sup> Cfr. Principio 1A del [UK Corporate Governance Code](#) (in seguito anche solo "UKCGC").

<sup>72</sup> Cfr. Section 172 Uk Companies Act: "1. A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to: (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company. 2. Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes. 3. The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company." L'obbligo di reporting è stato introdotto nel 2018 con la seguente modifica alla Section 414 del medesimo Uk Companies Act: "A strategic report for a financial year of a company must include a statement (a "section 172(1) statement") which describes how the directors have had regard to the matters set out in section 172(1)(a) to (f) when performing their duty under section 172."

<sup>73</sup> Cfr. UKCGC, Principio 1B. Nelle *provisions* di dettaglio, il codice raccomanda a tal fine al consiglio di monitorare la cultura di impresa anche attraverso l'adeguata gestione delle segnalazioni anonime dei lavoratori e l'adozione, nel corso dell'anno, di tutte le iniziative rese opportune (*whistleblowing*).

<sup>74</sup> Cfr. UKCGC, Principi I.B e I.C.

rispetto all'edizione 2016 del codice, si raccomanda che la remunerazione degli esecutivi sia anche chiaramente allineata allo scopo e ai valori dell'impresa<sup>75</sup>.

Un altro aspetto che ha influenzato il contenuto della riforma attiene alla **partecipazione dei lavoratori** alla gestione dell'impresa, auspicata dal *Green Paper*, che il codice di autodisciplina sviluppa già nei principi, raccomandando al consiglio di amministrazione di assicurare che le politiche e le prassi relative alla gestione della "forza lavoro" siano allineate con i valori dell'impresa e con l'obiettivo di realizzarne la sostenibilità nel lungo termine<sup>76</sup>. A tal fine, il codice individua nelle "*provisions*"<sup>77</sup> diverse *best practice*, alternative tra loro, volte ad assicurare la compartecipazione della forza lavoro alla vita dell'impresa: dalla figura dell'amministratore nominato dai lavoratori, alla formazione di un *advisory panel* dei lavoratori, sino alla presenza di un amministratore non esecutivo designato a tal fine o di altre soluzioni ritenute equivalenti dalla società.

Tra le restanti novità del codice inglese, si segnala inoltre un rafforzamento nella promozione della **diversità** sia nei consigli di amministrazione sia nel *senior management* delle società quotate e una crescente attenzione ai piani di successione. In particolare, il nuovo codice raccomanda che le società si dotino di un efficace piano di successione per gli amministratori e il *senior management*, il quale, così come il processo di nomina, dovrebbe basarsi su criteri oggettivi e avere natura meritocratica, e dovrebbe inoltre essere uno strumento per mezzo del quale promuovere la diversità di genere, di *background* etnico e sociale, e di caratteristiche cognitive e personali. La *provision 17* valorizza a tal fine il ruolo del comitato nomine (come già previsto dal codice 2016), di cui è stata inoltre parzialmente modificata e ridefinita la struttura: esso può essere presieduto dal medesimo presidente del *board*, fatta eccezione per i casi in cui il comitato è chiamato a proporre il suo successore (i.e. del presidente del *board*).

Una parziale modifica riguarda anche il ruolo del **presidente** del *board*. Rispetto alla proposta posta in consultazione di estendere al presidente non più soltanto la richiesta che esso sia "indipendente all'atto della nomina", l'FRC ha considerato la possibilità di introdurre una raccomandazione più incisiva, richiedendo che esso sia scelta soltanto tra candidati in possesso dei requisiti di indipendenza richiesti per la relativa componente del *board* e che ne rimanga, del pari, in possesso lungo tutta la durata della carica. Ad esito

---

<sup>75</sup> Cfr. UKCGC, Principio P.

<sup>76</sup> Cfr. UKCGC, Principio 1E, che non si riferisce soltanto ai lavoratori dipendenti ma al più ampio perimetro della "*workforce*" dell'impresa.

<sup>77</sup> Cfr. UKCGC, Principio 1E e *provision 6*.

della consultazione, la nuova edizione del codice ha individuato una posizione intermedia di compromesso, raccomandando che il presidente sia non soltanto indipendente all'atto della nomina ma anche che la sua carica sia limitata a un periodo massimo pari a nove anni. Con la possibilità di estendere tale intervallo, previa adeguata motivazione, per un ulteriore periodo al fine di facilitare la successione, soprattutto nel caso di un amministratore non-esecutivo. In questo caso la società deve fornire una chiara spiegazione delle motivazioni<sup>78</sup>.

Per migliorare le prassi di *engagement* e la qualità del dialogo costruttivo con gli azionisti, è stata infine introdotta una soglia al dissenso espresso in assemblea rispetto alle proposte del consiglio (20%), al di sopra della quale la società deve comunicare al mercato le iniziative che intende intraprendere<sup>79</sup>.

## **2.2. L'evoluzione delle best practice negli Stati Uniti**

Negli Stati Uniti manca una vera e propria codificazione di *best practice*. Ciononostante, nel 2016, un ristretto ma rappresentativo gruppo di esponenti di vertice delle società quotate e degli investitori istituzionali con sede legale negli Stati Uniti ha riunito in un unico documento le migliori pratiche di governo societario che ritiene essenziali per il raggiungimento di un buon livello di gestione dell'impresa. I principi<sup>80</sup> così individuati rappresentano una raccolta di raccomandazioni e linee guida sul ruolo e sulle responsabilità dei consigli di amministrazione, degli azionisti e delle società. La raccolta dei principi sulla *corporate governance* delle società quotate così come l'approccio flessibile evidenziato dagli autori sia nell'introduzione dei principi che nella lettera pubblicata in tale occasione, riflettono, in generale, le principali caratteristiche del modello europeo dei codici di *corporate governance*: codificazione e applicazione flessibile ma trasparente delle raccomandazioni.

Nell'ottobre 2018 è stata pubblicata una versione aggiornata dei *Commonsense Principles* 2.0. Sebbene molte raccomandazioni siano rimaste invariate, ci sono anche cambiamenti significativi, tra cui: i) una sistemazione dei principi che dovrebbero guidare l'azione degli amministratori e la valutazione dei relativi profili di responsabilità; ii) le prassi di

---

<sup>78</sup> Cfr. UKCGC, *provision* 19.

<sup>79</sup> Cfr. UKCGC, *provision* 3.

<sup>80</sup> Cfr. [Commonsense Corporate Governance Principles](#), disponibili al seguente sito *web*, assieme alla lettera accompagnatoria dei promotori.

nomina degli amministratori; iii) *l'engagement* e il ruolo degli azionisti. Nella versione 2.0 è stata inoltre ampliata anche la sfera dei relativi destinatari: i principi ora si rivolgono non soltanto alle società quotate ma anche agli investitori istituzionali.

Tra le novità si osserva una più chiara definizione dei doveri di fedeltà e diligenza degli amministratori oltre che della loro responsabilità nei confronti degli azionisti e una chiara indicazione dei parametri su cui dovrebbe essere valutata la loro *performance*, tenendo conto della *performance* nel lungo termine dell'impresa, sia in termini finanziari che non<sup>81</sup>.

In termini di composizione del **board**, invece, la versione 2.0. raccomanda non solo che una significativa maggioranza dei suoi membri sia indipendente ma anche che i comitati endo-consiliari siano composti da soli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza<sup>82</sup>; è sottolineata inoltre l'opportunità della nomina di un *lead independent director*, in caso di presidente-CEO, quale formula alternativa alla presidenza indipendente del *board*<sup>83</sup>. Tra i meccanismi di nomina si osserva una maggiore enfasi: sul consenso che gli amministratori dovrebbero raccogliere in sede di nomina; sulla professionalità, competenza e *commitment* degli amministratori; sull'opportunità di preferire la nomina annuale dell'intero consiglio<sup>84</sup>.

I Principi 2.0 intendono rafforzare inoltre le *best practice* di **engagement** con gli azionisti, raccomandando alle società di curare il dialogo con gli azionisti con particolare attenzione ai temi rilevanti per la creazione di valore nel lungo termine e alla gestione dell'eventuale dissenso rispetto alle proposte del management<sup>85</sup>.

Sono rimaste invariate invece le *best practice* in materia di **remunerazione** degli amministratori e dei *manager*, di cui si raccomanda la coesistenza di componenti remunerative sia di breve che di lungo periodo, rappresentata in parte da compensi *stock-based*. È interessante notare che i principi statunitensi raccomandano esplicitamente che il compenso non sia determinato soltanto in base a regole definite *ex ante*, suggerendo

---

<sup>81</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio I.a.

<sup>82</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio I.b.

<sup>83</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio V.

<sup>84</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio I.c.

<sup>85</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio II.b.

alle società di mantenere una quota di potere discrezionale nella erogazione dei compensi al fine di poter considerare, in corso d'opera, i fattori che potrebbero non essere facilmente misurabili<sup>86</sup>.

Con riferimento alla menzionata estensione dei destinatari dei principi, la versione 2.0. attribuisce un ruolo rilevante agli **investitori istituzionali** che possono avere un impatto significativo sulla *governance* della società e che sono pertanto chiamati a contribuire alla creazione di valore nel lungo termine, intrattenere un dialogo trasparente e costruttivo con la società, anche previa predisposizione di adeguate procedure di *engagement*, e gestire adeguatamente i possibili conflitti di interesse, ivi incluse le proprie prassi di remunerazione e i rapporti con i consulenti di voto (*proxy advisors*)<sup>87</sup>.

I Principi 2.0 dedicano anche attenzione ai meccanismi di voto plurimo (cd. ***dual class voting shares***) esprimendosi a favore dell'introduzione di una clausola di caducità dell'effetto moltiplicativo (cd. *sunset clause*) legata al decorso del tempo o al verificarsi di un determinato evento. Su questo punto è interessante notare come l'uso delle *dual-class shares* (in seguito anche solo "DCS"), da tempo diffuso nel mercato statunitense, ha riscosso un significativo successo negli ultimi vent'anni e, in particolar modo, nel decennio successivo alla crisi finanziaria che ha segnato un rilancio di tale strumento, soprattutto nelle IPO delle società tecnologiche. Se dal 1980 al 2017, l'8 per cento<sup>88</sup> di tutte le IPO statunitensi presenta una attribuzione differenziata dei diritti di voto rispetto al possesso azionario, questo trend pare aver subito una progressiva accelerazione: dal 2010 al 2017 il 15% delle IPO ha optato per le DCS e, in particolare, dal 2015 al 2017, forte anche dell'accelerazione del settore, una società su tre che opera nelle tecnologie e che ha deciso di aprirsi al mercato ha optato per tale categoria di azioni. A fronte dell'incremento dell'interesse per le DCS e le critiche sollevate dagli investitori e da parte della dottrina all'utilizzo ampio e eccessivamente disinvolto dell'effetto moltiplicatore (es. caso Viacom), sono state proposte alcune misure volte a limitarlo, per evitarne effetti

---

<sup>86</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio VII. Con particolare riferimento alla discrezionalità si riporta qui di seguito la *best practice*: "*Benchmarks and performance measurements (financial and otherwise) ordinarily should be disclosed to enable shareholders to evaluate the rigor of the company's goals and the goal-setting process. That said, compensation should not be entirely formula based, and companies should retain discretion (appropriately disclosed) to consider factors that may not be easily measured, such as integrity, work ethic, effectiveness, openness, etc. Those matters are essential to a company's long-term health and ordinarily should be part of how compensation is determined.*"

<sup>87</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio VIII.

<sup>88</sup> Più in dettaglio questo fenomeno ha interessato in tale periodo di tempo 698 società, di cui 200 appartenenti al settore tecnologico (CFA Institute 2018).

distorsivi e inefficienti sulla gestione dell'impresa<sup>89</sup>; tra queste misure è stata particolarmente condivisa l'introduzione di limiti temporali al voto multiplo (es. *sunset clause* di sette anni), supportata anche da alcuni attori del mercato<sup>90</sup> o l'introduzione di un limite massimo di voti per azione.

Ciò ha portato le società statunitensi a introdurre, su base volontaria, in assenza di qualsiasi regola o imposizione del quadro normativo, alcune misure di salvaguardia rispetto alla moltiplicazione dei diritti di voto. Una prassi che si è sviluppata soprattutto nel settore tecnologico, dove alcune società hanno introdotto una limitazione all'efficacia dell'effetto moltiplicatore dei voti subordinata al decorso di un determinato periodo di tempo (*sunset clause* di durata in media pari a 10 anni) e/o al verificarsi di un determinato evento, come la riduzione della partecipazione dell'azionista beneficiario inferiore a una determinata percentuale del capitale sociale che varia dal 5% al 25%, al verificarsi delle quali rivive il principio del "*one-share-one-vote*"<sup>91</sup>.

Allo stesso modo, i principi riconoscono che l'utilizzo di *poison pills* e altre misure *anti-takeover* può ridurre la responsabilità del *board* e del *management* nei confronti degli azionisti: l'introduzione di tali misure dovrebbe essere dunque adeguatamente spiegata e sottoposta al voto degli azionisti<sup>92</sup>.

Più recentemente la **Business Roundtable**, associazione che unisce i *chief executive officers* delle principali società statunitensi, ha pubblicato un *position paper* volto a definire lo **scopo dell'attività di impresa** che dovrebbe essere perseguito dalle società nordamericane<sup>93</sup>. Con questa posizione, i 181 CEO delle grandi *corporation* americane, partendo dal fondamentale connubio tra principio del libero mercato e una economia forte e sostenibile<sup>94</sup>, intendono indirizzare le società da essi gestite verso il superamento del

---

<sup>89</sup> Cfr. *ex multis* C. Coffee Jr., *Dual Class Stock: the shades of sunset*, November 19, 2018; L.A. Bebchuk, K. Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, *Virginia Law Review*, Volume 103, pp. 585-631, June 2017.

<sup>90</sup> Cfr. Council of Institutional Investors 2018.

<sup>91</sup> Cfr. CFA Institute 2018.

<sup>92</sup> Cfr. *Commonsense Principles 2.0*, Principio III.

<sup>93</sup> Cfr. Business Roundtable, [Statement on the Purpose of the Corporation](#), 2019.

<sup>94</sup> Sottolineando l'importanza vitale delle imprese nella creazione di lavoro e di innovazione, nella produzione di beni e servizi e nella realizzazione di un ambiente più salubre.

primato degli azionisti, e dunque della pura *shareholders' value theory*, per incentivarle a tener conto e a servire gli interessi dei loro principali *stakeholder*: clienti/utenti, lavoratori, fornitori, comunità e altri *stakeholder* rilevanti. Questa spinta, ancorché oggetto di animato dibattito in dottrina<sup>95</sup>, risponde per certi aspetti alla spinta verso una maggiore sostenibilità dell'attività di impresa che si sta evolvendo soprattutto a livello europeo.

### **2.3. L'evoluzione delle best practice rivolte agli investitori istituzionali**

La prima codificazione delle *best practice* rivolte agli investitori istituzionali per la corretta gestione delle loro “*stewardship responsibilities*” ha avuto luogo nel Regno Unito con l'adozione dello *UK Stewardship Code*, un codice di condotta rivolto agli investitori istituzionali che trae le sue origini dallo *Statement of Principles*<sup>96</sup>, pubblicato dall'*Institutional Shareholders Committee (ISC)*. In seguito alla riforma Walker del 2009, il *Financial Reporting Council (FRC)* fu incaricato della revisione e della redazione del codice. La prima versione dello *Stewardship Code* fu pubblicata dal *Financial Reporting Council* nel 2010 e successivamente soggetta a revisione<sup>97</sup> che si concluse nel 2012. Dal 2014, il *Financial Reporting Council*, competente anche per la redazione e il monitoraggio del codice di autodisciplina per le società quotate, cura il monitoraggio sull'applicazione delle raccomandazioni contenuto anche nel codice per gli investitori.<sup>98</sup> L'FRC ha annunciato che entro la fine del 2018 sarà pubblicato un documento di consultazione per la revisione dei principi di *stewardship*.

Nel 2019 si è completata una importante rivisitazione dello *UK Stewardship Code*, completata dall'FRC in seguito a consultazione pubblica. La pubblicazione del nuovo

---

<sup>95</sup> Cfr. C. Mayer, *The future of the corporation: Towards humane business*, in *Journal of the British Academy*, dicembre 2018; J. Fried, *The Roundtable's Stakeholderism Rhetoric is Empty, Thankfull*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, novembre 2019.

<sup>96</sup> Si veda Institutional Shareholders Committee (ISC), [The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles](#), 2002, disponibile sul sito web dell'ECGI.

<sup>97</sup> La revisione del 2012 era principalmente volta a migliorare la definizione di *stewardship* e *stewardship responsibilities* nonché a precisare l'ambito di applicazione del codice, in particolare in relazione al principio del *comply or explain*.

<sup>98</sup> L'ultimo monitoraggio pubblicato dal *Financial Reporting Council*, sull'applicazione di entrambi i codici è stato pubblicato nel 2018: cfr. FRC, [Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/18](#), disponibile sul sito web dell'FRC.

codice è accompagnata dalla pubblicazione da parte del FCA di un *feedback statement* che segue alla pubblicazione del *discussion paper* pubblicato dalla medesima autorità dal titolo “*Building a regulatory framework for effective stewardship*”. Il nuovo codice sarà applicato a partire dall’esercizio che inizia il primo gennaio 2020.

Il nuovo codice si prefigge l’obiettivo di innalzare gli *standard* di condotta degli *asset manager* e degli *asset owner (investor stewards)*, con particolare attenzione all’efficacia di adempiere al compito della creazione di valore sostenibile per i beneficiari, l’economia e la società civile<sup>99</sup>. L’adesione al codice mantiene la sua natura volontaria e definisce *best practice* di condotta che vanno al di là degli obblighi regolamentari richiesti ai suoi destinatari nel Regno Unito.

Seguendo in parallelo la recente evoluzione del codice di *best practice* per le società quotate, il codice di *stewardship* è stato modificato nella **struttura** e nei **contenuti**; è parzialmente mutata inoltre anche la platea dei suoi **destinatari**.

Il nuovo codice contiene, infatti, dodici principi che si rivolgono agli *asset manager* e agli *asset owner* e che trovano applicazione in base al principio del “*comply or explain*” che si fonda sulla trasparenza e sulla flessibilità che contraddistingue ogni forma autodisciplinare, e un nuovo *set* di sei principi vincolanti che si rivolgono ai *service providers* e che trovano dunque applicazione con la formula del “*apply and explain*”, accompagnati da un complementare obbligo di dare adeguata trasparenza sulla loro applicazione. Tra i destinatari del codice sono ora espressamente menzionati, oltre ai *service providers* cui è dedicata apposita disciplina, anche i fondi pensione e le società di assicurazione; l’inclusione di queste categorie di soggetti è volta alla realizzazione di un quadro omogeneo che assicuri un allineamento dell’intera comunità di investimento nel perseguire gli interessi degli investitori finali e dei beneficiari di tali servizi.

Un’innovazione riguarda anche le modalità e le condizioni di adesione ai principi. Ai nuovi aderenti al codice è applicata, infatti, una regola retroattiva, in quanto è richiesto a chiunque intenda aderire di dare adeguata informazione circa le modalità con cui hanno dato applicazione al codice nei dodici mesi precedenti all’adesione, incluse le attività svolte e i risultati conseguiti in tale periodo. Tale adempimento costituisce la condizione per la pubblicazione dell’aderente nella lista dei firmatari dei principi, pubblicata sul sito dell’FRC.

---

<sup>99</sup> Cfr. The *UK 2020 Stewardship Code*, Principio 1.



Tra le principali novità dei principi si segnalano in particolare: i) gli obblighi informativi; ii) la inclusione dei temi della sostenibilità e la menzione dello scopo dell'aderente; iii) una copertura complessiva delle attività di investimento.

Quanto al profilo informativo, il codice richiede espressamente agli aderenti di dichiarare con cadenza annuale sulle attività di *stewardship* svolte e i risultati conseguiti nell'esercizio precedente<sup>100</sup>, ivi incluse, in particolare le attività di *engagement*, il registro dei voti esercitati e le modalità attraverso le quali i firmatari dei principi hanno concretamente tutelato e rafforzato il valore del loro investimento.

Ai firmatari del codice è inoltre richiesto espressamente di considerare i fattori ambientali, sociali e di *governance*, tra cui sono espressamente menzionati quelli relativi al cambiamento climatico, e di assicurare che le relative decisioni di investimento siano allineate alle necessità del cliente. I firmatari del codice sono inoltre tenuti a spiegare lo scopo, i principi, la strategia e la cultura cui si ispira la loro attività di investimento e come questi fattori assicurino l'adeguato adempimento delle loro *stewardship responsibilities*. A tal fine, il codice richiede ai firmatari di dare evidenza del loro impegno anche attraverso adeguate misure di *governance*, risorse e incentivi<sup>101</sup>.

Infine, il codice richiede ai firmatari di spiegare come hanno esercitato le loro responsabilità di *stewardship* in tutte le categorie di *asset* del loro portafoglio di investimenti: non soltanto dunque con riferimento ai titoli quotati, ma anche gli investimenti a tasso fisso, in *private equity* e infrastrutture, inclusi gli investimenti svolti fuori dal Regno Unito<sup>102</sup>.

A livello internazionale si sono sviluppati nel tempo alcuni importanti esempi di codificazione delle *best practice* rivolte agli investitori istituzionali: i Principi di *corporate governance* dell'*International Corporate Governance Network*<sup>103</sup> e il *Code for External Governance*, adottato nel 2011 dall'associazione europea dei fondi e dei gestori

---

<sup>100</sup> Cfr. The *UK 2020 Stewardship Code*, Principio 9.

<sup>101</sup> Cfr. The *UK 2020 Stewardship Code*, Principio 7.

<sup>102</sup> Cfr. The *UK 2020 Stewardship Code*, Principio 12.

<sup>103</sup> I [Global Governance Principles](#) dell'*ICGN*, da ultimo modificati nel 2017 (quinta edizione), raggruppano le migliori pratiche internazionali sia per le società che per gli investitori istituzionali: essi si dividono, infatti, in due sezioni, la prima dedicata al consiglio di amministrazione, mentre la seconda si rivolge agli investitori istituzionali, intesi sia come *asset owners* (proprietari delle partecipazioni sociali) sia come *asset managers* (i gestori delle partecipazioni sociali, come, ad esempio, le società di gestione del risparmio).

(*European Fund and Asset Management Association*, in seguito anche solo “Efama”). Il richiamo alle *stewardship reponsabilities* si ritrova anche nella nuova edizione dei Principi di *Corporate Governance* dell’OCSE e del G20, nei quali si precisa che l’*engagement* non si esaurisce nell’esercizio dei diritti di voto, ma comprende anche lo sviluppo di un dialogo continuo con la società partecipata.<sup>104</sup>

In Italia, il Consiglio direttivo dell’Assogestioni ha approvato, il 1° ottobre 2013, i Principi italiani di *stewardship*, che riproducevano, nella loro originaria formulazione, i principi contenuti nell’analogo codice europeo (“Codice Efama”). I Principi così formulati declinano i principali diritti e doveri delle società che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli, al fine di stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono. Le raccomandazioni riguardano, in particolare, sia l’adozione e l’applicazione di una politica sull’esercizio dei diritti inerenti agli strumenti detenuti in portafoglio, sia la responsabile gestione del dialogo continuo con gli emittenti partecipati, curando in particolare l’adeguatezza e la correttezza dell’eventuale interlocuzione con i loro organi sociali. A settembre 2015, Assogestioni ha introdotto anche i criteri applicativi nei Principi che recepiscono, di fatto, le raccomandazioni contenute nel Codice Efama, adattandolo alle caratteristiche dell’ordinamento nazionale. A maggio 2016, il Consiglio direttivo della Assogestioni ha condotto una operazione di *fine-tuning* dei Principi, volta ad affinare alcune delle raccomandazioni di *best practice* nell’ottica di contribuire a sviluppare ulteriormente la cultura della buona *governance* del mercato italiano e un sempre più costruttivo confronto dialettico tra emittenti e investitori<sup>105</sup>.

### **3. L’evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di *governance***

#### ***3.1. Il recepimento della nuova 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

---

<sup>104</sup> Cfr. *G20/OECD Corporate Governance Principles*, cit., pp. 29-30, che richiamano la prassi dei codici di *stewardship*.

<sup>105</sup> L’ultima edizione dei Principi è disponibile sul sito dell’Assogestioni: cfr. [Principi italiani di stewardship](#), ed. 2016.

azionisti’)<sup>106</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>107</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 membri di adottare e sviluppare, ove opportuno, molte delle *best practice* e regole che si sono evolute in alcuni ordinamenti nazionali.

A tal riguardo, l’attuale quadro legislativo nazionale appare aver anticipato per molti aspetti le scelte adottate dal legislatore europeo. Ciò è particolarmente evidente nella disciplina 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.

---

<sup>106</sup> Il decreto legislativo n. 49 del 2019 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 134 del 10 giugno 2019.

<sup>107</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 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.

In particolare, toccando la Direttiva alcuni aspetti fondamentali del rapporto tra società e mercato, secondo un approccio ambizioso che mira a costruire un comune orientamento dei vari soggetti coinvolti verso logiche di dialogo nel lungo periodo, è legittimo considerare che il processo di trasposizione richieda la piena collaborazione di tutte le diverse componenti, incentivando di fatto l'affermarsi di *best practice* e privilegiando il dialogo e il confronto sulle diverse scelte adottate e ancora in corso di elaborazione.

Un appello che si rivolge, dunque, anche al Comitato per la Corporate Governance, che aveva già da tempo adottato alcune *best practice* e che si prefigge di affinare, con riferimento alle remunerazioni, e sviluppare, con riferimento soprattutto all'*engagement* delle società con gli azionisti, con la nuova edizione del Codice. Al contempo, anche i Principi di *stewardship*, adottati da Assogestioni, sviluppano le pratiche di *engagement* degli investitori istituzionali.

In Italia, il Decreto ha avviato l'attuazione della Direttiva apportando 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>108</sup>, ma, soprattutto in un'ottica comparata, introduce un forte irrigidimento dell'ordinamento, prevedendo fattispecie sanzionatorie molto ampie, accompagnate, nella prima stesura del decreto da pene edittali molto elevate<sup>109</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

---

<sup>108</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.

<sup>109</sup> I massimi edittali sono stati notevolmente ridotti nel testo del finale del Decreto. Ciononostante, le riflessioni svolte appaiono quanto più opportune, sia alla luce della permanente ampiezza delle fattispecie sanzionatorie introdotte, sia in considerazione della legge 4 ottobre 2019, n. 117, *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2018* che, seppur adottata in seguito alla pubblicazione del Decreto, ha definito, tra i criteri di recepimento della Direttiva, limiti edittali molto elevati e superiori a quelli del Decreto proprio con riferimento alle sanzioni pecuniarie amministrative riguardanti la disciplina delle operazioni con parti correlate e la remunerazione degli amministratori.

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 l'attuale previsione del voto consultivo e rappresenta una scelta minoritaria nel quadro europeo; 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.

L'*iter* di implementazione della Direttiva deve essere ancora completato con l'adeguamento del quadro regolamentare. A tal fine, la Consob ha avviato una consultazione pubblica<sup>110</sup> per la revisione, tra l'altro, anche della disciplina delle operazioni con parti correlate e delle remunerazioni.

Considerato che una parte significativa del dettato normativo europeo è delegata alla normativa regolamentare, è opportuno sottolineare anche in questa sede la maturità del quadro regolamentare e autoregolamentare applicabile alle società italiane e gli effetti positivi, in termini di efficacia e flessibilità, del suo consolidamento. Tale premessa dovrebbe suggerire anche in fase di regolamentazione secondaria un approccio prudente nella trasposizione della Direttiva europea, finalizzato alla valorizzazione del quadro normativo esistente, tenendo adeguatamente conto delle *best practice* già attuate in ambito autodisciplina e di quelle in corso di attuazione con la nuova edizione del Codice di autodisciplina.

Una particolare cautela che si impone anche per tener conto del processo di trasposizione della Direttiva europea negli altri ordinamenti europei, tesi principalmente a implementarne il regime minimo, optando sovente per le soluzioni meno stringenti offerte dalla Direttiva, al fine di salvaguardare l'affidabilità del quadro nazionale e la

---

<sup>110</sup> La [consultazione](#) si è conclusa il 2 dicembre 2019. Al momento della redazione della presente Relazione non sono dunque ancora noti gli esiti.

competitività delle nostre imprese. Al contempo, la costruzione di un ordinamento nazionale efficace, efficiente e competitivo necessita di una adeguata valutazione e, ove opportuno, eliminazione delle misure che si pongono al di là della disciplina armonizzata.

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

In seguito alla firma degli Accordi di Parigi<sup>111</sup> e all'agenda fissata dalle Nazioni Unite per uno sviluppo sostenibile<sup>112</sup>, la Commissione 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>113</sup> che presenta una visione globale sui modi per elaborare una strategia finanziaria sostenibile per l'UE. Dalla relazione emerge che la 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>114</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. Tra le azioni che risultano di maggiore interesse ai fini della presente rassegna, si osservano in particolare le ultime tre azioni del Piano, volte rispettivamente a integrare alcuni aspetti di sostenibilità nei requisiti prudenziali degli enti creditizi (azione 8), rafforzare la 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). Con riferimento a quest'ultima azione, infatti, la Commissione, non prevede

---

<sup>111</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>112</sup> Cfr. Nazioni Unite, [The 2030 Agenda for Sustainable Development](#), 2015.

<sup>113</sup> Cfr. [Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#), 2018.

<sup>114</sup> Cfr. Commissione europea, [Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile](#), 2018.

attualmente ipotesi normative ma ha già avviato iniziative di studio volte a valutare l'eventuale necessità di imporre ai consigli di amministrazione di elaborare una strategia in materia di sostenibilità e di chiarire le norme che impongono agli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa.

Il 24 maggio 2018, la Commissione europea ha presentato un pacchetto di misure per dare attuazione ad alcune delle azioni proposte. Le proposte legislative attengono principalmente agli obblighi di trasparenza e di gestione degli investitori istituzionali<sup>115</sup>, alla definizione di una tassonomia<sup>116</sup> delle attività eco-sostenibili e all'introduzione di due nuovi indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale<sup>117</sup>, che hanno raggiunto una fase molto avanzata dell'*iter* legislativo, nonché a due consultazioni pubbliche<sup>118</sup>, entrambe concluse a giugno 2018, sulle modifiche apportate agli atti delegati che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG (*enviromental, social and governance*).

Al pacchetto di proposte presentato dalla Commissione europea si aggiunge: la risoluzione del Parlamento europeo sulla finanza sostenibile<sup>119</sup>, approvata il 29 maggio 2018, che estende ulteriormente l'area dei possibili interventi normativi a livello europeo, secondo linee non del tutto coerenti con l'attuale quadro normativo e con le proposte della Commissione europea; l'aggiornamento nel 2019 delle Linee Guida della Commissione europea sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario del 2019<sup>120</sup> per integrare la prima edizione del 2017 con alcuni riferimenti al cambiamento climatico

---

<sup>115</sup> Cfr. [proposta di Regolamento](#).

<sup>116</sup> Cfr. [proposta di Regolamento](#).

<sup>117</sup> Si tratta di una [proposta di modifica del Regolamento UE n. 1011/2016](#).

<sup>118</sup> Si tratta di una consultazione pubblica sulle modifiche apportate agli atti delegati, adottati per l'attuazione della MiFID II (v. [consultazione](#)) e della IDD (v. [consultazione](#)), che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG (*enviromental, social and governance*), entrambe chiuse il 21 giugno 2018.

<sup>119</sup> Cfr. Parlamento europeo, [Risoluzione P8\\_TA\(2018\)0215](#).

<sup>120</sup> Cfr. Commissione europea, [Comunicazione \(2019/C 209/01\)](#).

oggetto delle raccomandazioni della *Task Force on Climate- Related Financial Disclosure* (TCFD), pubblicate nel 2018.

Le misure proposte dalla Commissione europea accelerano l'approccio normativo al tema della sostenibilità, già recentemente mutato a seguito dei nuovi obblighi informativi sulle politiche di *engagement* degli investitori istituzionali, in corso di attuazione per effetto della trasposizione della Direttiva 2017/828/UE<sup>121</sup>, e sulle informazioni non finanziarie degli emittenti<sup>122</sup>, pubblicate per la prima volta nel corso del 2018. Al contempo la decima azione del Piano d'azione della Commissione non sembra tener conto adeguatamente delle evoluzioni dei codici di *corporate governance*, come quella prospettata dalla revisione del Codice di autodisciplina italiano 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.

Come già evidenziato anche dalla posizione comune<sup>123</sup> pubblicata dai sei Presidenti dei Comitati per la Corporate Governance di Francia, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito e Svezia, i codici di *corporate governance* rivestono un ruolo fondamentale nello sviluppo delle *best practice* in materia di sostenibilità dell'impresa ed è pertanto opportuno mantenere, anche in questo ambito, un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, sia a livello nazionale che europeo. Qualsiasi iniziativa a livello europeo dovrebbe, dunque, considerare adeguatamente l'evoluzione dei codici e delle *best practice* sviluppate in ambito autodisciplinare e coinvolgere opportunamente in tale processo anche i custodi dei codici, quali *policy makers* delle migliori pratiche in materia di sostenibilità e *governance* delle imprese quotate.

---

<sup>121</sup> Cfr. *supra*, paragrafo 3.2.

<sup>122</sup> L'adozione della direttiva 2014/95/UE, che modifica la direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, ha introdotto nell'ambito dell'informazione periodica il concetto dell'informazione non finanziaria. Si tratta di una novità di rilievo che impone enti di interesse pubblico di grandi dimensioni di selezionare, monitorare e rendere pubbliche le informazioni relative alle componenti non finanziarie che hanno un impatto sull'attività di impresa e che possono pertanto rilevare sotto il profilo della sua sostenibilità nell'ottica del medio lungo termine. Più precisamente, la direttiva, implementata in Italia con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, richiede a tali soggetti di fornire due distinte categorie di informazioni: i) quelle non finanziarie che attengono a temi ambientali, sociali, al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione attiva e passiva, e ii) quelle di diversità che riguardano le politiche dell'impresa con riferimento ai criteri di scelta dei componenti degli organi sociali.

<sup>123</sup> Cfr. *supra*, paragrafo 1.2.



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

Il settimo Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Codice") è redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato che si è avvalsa principalmente dei dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli<sup>124</sup>, integrata, per argomenti specifici, da altri dati tratti da studi e ricerche pubblicati o resi disponibili al Comitato nel corso dell'anno<sup>125</sup>.

Il Rapporto si articola in tre parti: la descrizione del campione esaminato; una parte sintetica che esamina il grado di adesione effettiva alle principali raccomandazioni del Codice e una 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).

---

<sup>124</sup> La principale fonte del presente Rapporto è costituita dal *Rapporto Assonime-Emittenti sulla Corporate Governance in Italia*, 2019 (in corso di pubblicazione), integrata con ulteriori elaborazioni dei dati contenuti nel database Assonime.

<sup>125</sup> Altri studi hanno consentito un supplemento di indagine, tendenzialmente limitato alle società di maggiori dimensioni, su specifici argomenti attinenti al governo societario delle società. Cfr. Assonime, *The effects of the new Shareholders' Rights' Directive 2017/828/EU on directors' remuneration policies: sustainable remuneration policies between rules and (best) practices*, giugno 2019; Consob, *Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy* 2018; Crisci & Partners, *Board evaluation reporting in Italy and UK: a comparative analysis between 2011 and 2018*, 2019 (in corso di pubblicazione); Georgeson, *Proxy Season Review*, 2019; KPMG, *Guide to Directors' Remuneration 2018*; The European House – Ambrosetti, *Osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo societario in Italia*, edizione 2019.

Le considerazioni svolte sul contenuto delle politiche per la remunerazione si fondano, invece, sulle informazioni che le società pubblicano nella prima parte delle relazioni sulla remunerazione.

## **1. Descrizione del campione di riferimento**

Il Rapporto del Comitato esamina l'applicazione delle principali migliori pratiche raccomandate dall'ultima edizione del Codice di autodisciplina.

Il campione di riferimento è composto da tutte le società italiane quotate sul mercato principale che dichiarano di aderire all'ultima edizione del Codice: esse rappresentano il 94% delle società italiane con azioni quotate sull'MTA gestito da Borsa Italiana, con un peso pari al 99% della capitalizzazione del mercato<sup>126</sup>.

La scelta di considerare soltanto le società che aderiscono all'ultima edizione<sup>127</sup> del Codice deriva dall'interpretazione più volte espressa dal Comitato che raccomanda alle società di dichiarare nella loro relazione sul governo societario l'adesione all'ultima edizione del Codice<sup>128</sup>. Pertanto, ai fini della presente analisi sono state considerate, come negli anni precedenti, come “non aderenti” al Codice anche le (poche) società che dichiarano di aderire a edizioni precedenti del Codice<sup>129</sup>.

L'analisi è condotta sulle informazioni pubblicate dalle società aderenti al Codice nelle rispettive relazioni sul governo societario e sulle remunerazioni che sono state pubblicate

---

<sup>126</sup> Nei restanti casi si tratta di società quotate che non aderiscono all'ultima edizione del Codice e che non sono state considerate ai fini della presente analisi. Sono quindi considerate come non aderenti anche le società che aderiscono a edizioni precedenti del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>127</sup> Rappresentata, ai fini della presente analisi, dall'edizione 2015 del Codice che era in vigore alla chiusura dell'esercizio 2018 cui fanno riferimento le relazioni di governance e remunerazioni pubblicate nel corso del 2019. Molte delle società censite hanno dichiarato l'adesione all'edizione 2018, la cui applicazione non è tuttavia ancora entrata a pieno regime, in quanto subordinata alla scadenza della legge n. 120/2011.

<sup>128</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. Nel Rapporto 2015, il Comitato chiarì che sono da considerarsi “aderenti” al sistema del Codice di autodisciplina soltanto le società che aderiscono alla sua ultima edizione (i.e. 2015). Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Rapporto 2015*, p. 11. Coerentemente i successivi Rapporti del Comitato per la Corporate Governance hanno utilizzato tale parametro nella definizione delle società aderenti.

<sup>129</sup> La percentuale di società che ha scelto di non aderire all'ultima edizione del Codice o di non aderirvi *tout court* è sostanzialmente stabile nel tempo (10% nel 2018; 7% nel 2015; 5% nel 2010, con variazione dovuta principalmente alla interpretazione più rigorosa dell'adesione all'“ultima” edizione del Codice). Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

nel corso del 2019 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 ai fini dell'efficace funzionamento del *board*, soprattutto al fine di fornire specifiche raccomandazioni per superare le debolezze applicative eventualmente emerse (cd. valutazione analitica cfr. paragrafo 3)

Le principali caratteristiche strutturali delle società che sono state utilizzate nell'analisi sono la dimensione (medio-grandi e piccole)<sup>130</sup>, il settore di appartenenza (finanziario e non-finanziario<sup>131</sup> nella valutazione analitica, diversi e più articolati settori merceologici<sup>132</sup> nell'analisi sintetica), gli assetti proprietari e della struttura azionaria<sup>133</sup>.

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

Anche quest'anno, l'analisi sintetica sul grado di applicazione delle principali raccomandazioni del Codice si concentra sul grado di adesione sostanziale delle società quotate alle *best practice* che attengono all'efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e alla politica per la remunerazione dei suoi componenti<sup>134</sup>.

---

<sup>130</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 sull'MTA.

<sup>131</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>132</sup> Anche essi facenti riferimento a quelli elaborati da Borsa Italiana.

<sup>133</sup> Tutte le elaborazioni che si fondano sulla struttura azionaria e gli assetti proprietari sono state condotte sulla base dei dati forniti dalla Consob che ringraziamo per la disponibilità e la collaborazione.

<sup>134</sup> Si tratta, in particolare, dell'effettiva adesione alle raccomandazioni relative a: la completezza e la tempestività effettiva dell'informativa pre-consiliare, la comunicazione delle modalità della *board evaluation*, orientamenti del *board* sulla composizione ottimale, adeguata composizione del consiglio, l'istituzione del *lead independent director*, applicazione dei criteri di indipendenza, istituzione e adeguata

A tal fine, l'analisi copre un limitato numero di indicatori sintetici che comprendono, in alcuni casi, l'applicazione di una singola raccomandazione, e, in altri, l'applicazione di un insieme di migliori pratiche che il Codice raccomanda con riferimento a un istituto.

<b>MATRICE ELABORAZIONI SINTETICHE 2019</b>	
<i>Totale: 207 società "aderenti" al Codice</i>	
<b>Dimensione</b>	
medio-grandi	87
piccole	120
<b>Macro-settore</b>	
altre finanziarie	18
banche assicurazioni	19
high tech	18
industriali	104
servizi	34
servizi pubblici	14
<b>Modello di "controllo"</b>	
controllo di diritto	118
controllo di fatto	75
<i>widely held</i>	14

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

## **2.1. Applicazione del Codice**

La concreta applicazione generale delle *best practice* raccomandate dal Codice appare elevata e, se valutata in un'ottica di medio lungo periodo, in lieve costante miglioramento. Peraltro, le modalità di valutazione del grado di applicazione delle raccomandazioni, che riguardano spesso fenomeni complessi, si sono evolute nel tempo, al fine di tener conto di problematiche emerse dall'esperienza applicativa e nello spirito di incoraggiare un sempre più sostanziale miglioramento delle prassi. Pertanto, le metriche di valutazione applicate nei diversi anni non sono perfettamente comparabili così come i risultati

---

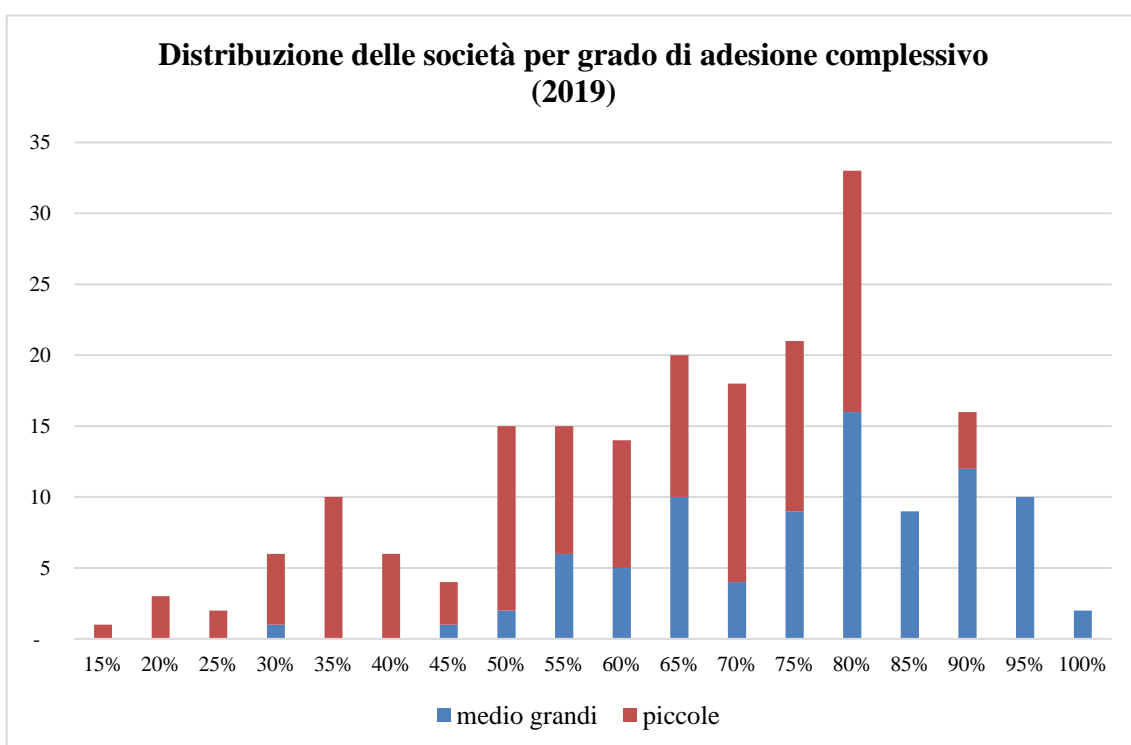
composizione dei comitati da Codice, obiettivi di lungo termine per la determinazione della remunerazione variabile, indicazione peso remunerazione fissa e variabile, definizione di un *cap* al variabile, clausola di *claw-back*, adeguata politica su indennità di fine rapporto.

ottenuti. Essi forniscono comunque un'utile indicazione dell'evoluzione generale, che si confronta con un quadro di aspettative tendenzialmente crescente.

Quest'anno le società dimostrano, in media, un'applicazione pari al 66% delle raccomandazioni del Codice (stabile rispetto al 2018).

La dimensione della società continua ad essere uno dei principali fattori che incidono sul grado di adesione al sistema delineato dal Codice: anche quest'anno si conferma una significativa differenza tra le società medio-grandi (77% in lieve aumento rispetto al 2018) e le società piccole (59% stabile rispetto al 2018)<sup>135</sup>.

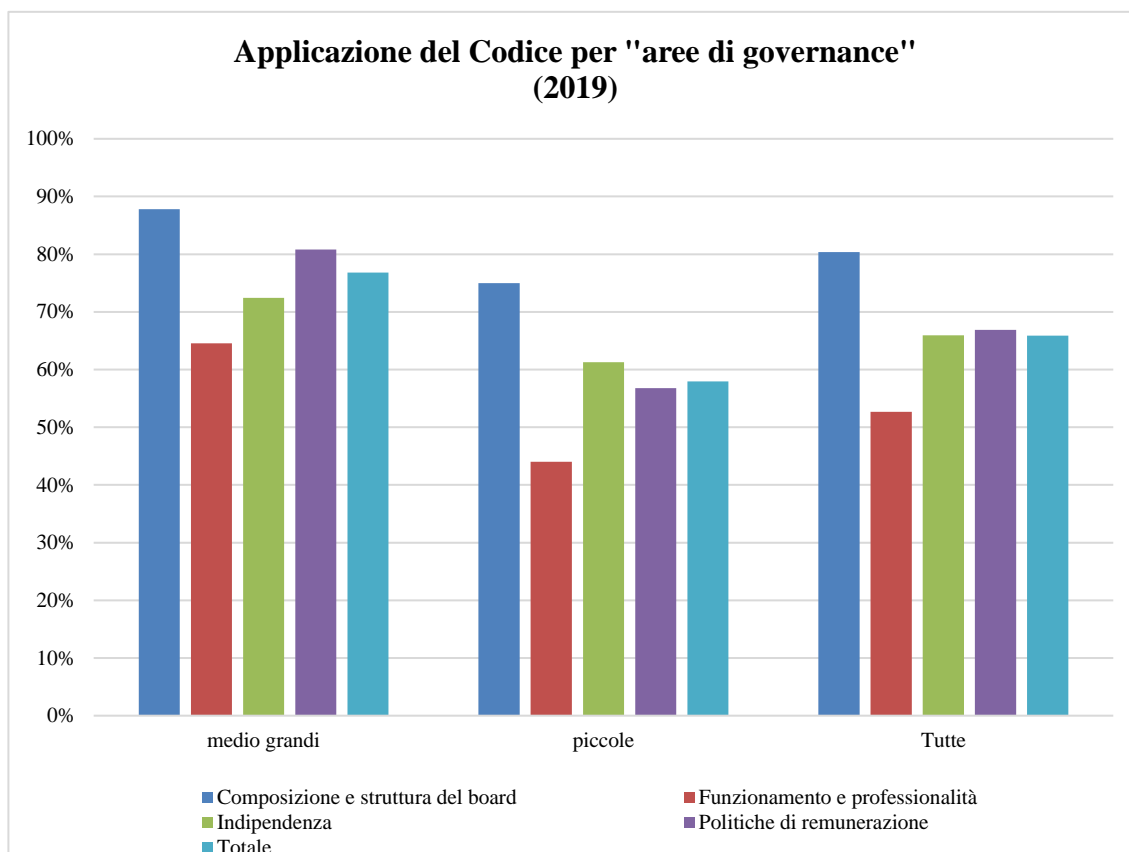
Un'analisi più dettagliata evidenzia comunque come l'effetto dimensionale dell'adesione al Codice riguardi soltanto una parte delle società di minori dimensioni: dal grafico che segue è interessante notare, infatti, che una quota significativa di questa categoria di società (i.e. circa il 30% delle piccole) ha un grado di adesione al Codice superiore al 75% (che è il grado di adesione medio delle società grandi). Le società di dimensioni grandi e medie hanno in generale una più alta concentrazione su valori elevati di adesione al Codice: in due terzi dei casi tali società hanno un grado di adesione al Codice pari o superiore al 75%.



<sup>135</sup> Il grado di applicazione era del 75% e del 59% nel 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018.

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

Considerando le diverse aree di *governance* su cui insistono le raccomandazioni del Codice, emergono alcune differenze significative: le *best practice* che trovano maggiore e più diffusa applicazione attengono alla composizione del consiglio di amministrazione; appare molto meno diffusa invece, in particolare tra le società di minori dimensioni, l'applicazione di quelle parti del Codice che attengono alla cura del *board* circa il suo efficace funzionamento. Le *best practice* in termini di remunerazioni trovano in media un



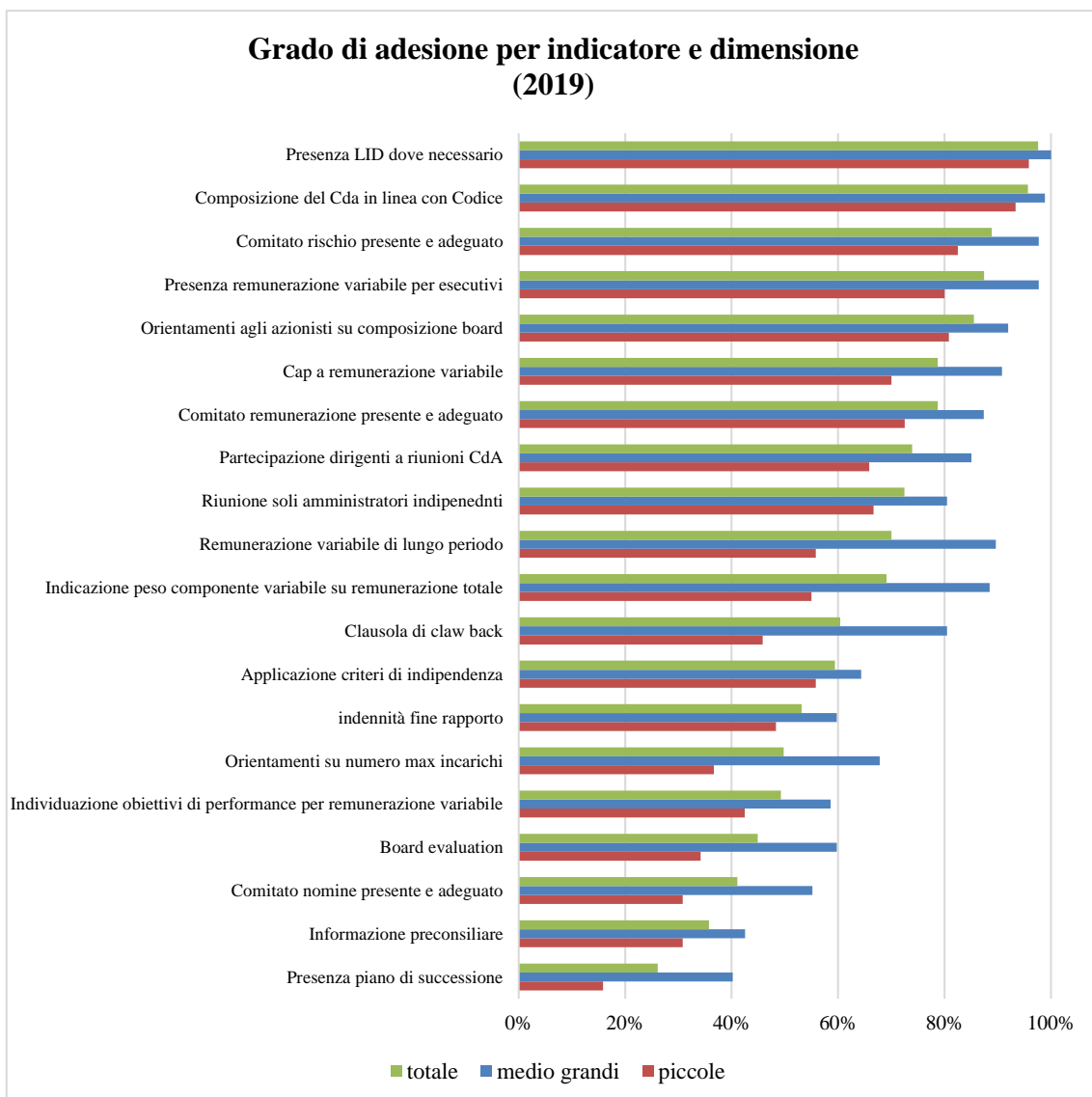
buon grado di applicazione (67%) con un significativo distinguo però tra società medio-grandi (81%) e le società piccole (57%), continuando dunque a confermarsi come la seconda area più critica delle società di minori dimensioni.

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

Il divario maggiore tra società medio-grandi e società piccole appare particolarmente evidente soprattutto con riferimento a specifiche raccomandazioni del Codice aventi ad oggetto l'efficace funzionamento del board e le *best practice* per la strutturazione della componente variabile.

Tra gli altri aspetti indicati nella prima area, si segnala in particolare una difficoltà delle società di minori dimensioni di applicare adeguatamente le raccomandazioni che attengono alla adeguata strutturazione del processo di autovalutazione, la definizione di un limite massimo agli incarichi degli amministratori, l'istituzione del comitato per le nomine e la definizione di un piano per la successione degli amministratori esecutivi.

Quanto alle remunerazioni, le principali criticità delle società piccole si manifestano nell'indicazione di un peso tra la componente fissa e quella variabile, la definizione di un limite massimo ai compensi variabili, la chiara definizione di obiettivi di remunerazione legati a un orizzonte di lungo termine e la previsione di clausole di restituzione o trattenimento del compenso erogato in base a dati successivamente risultati errati.



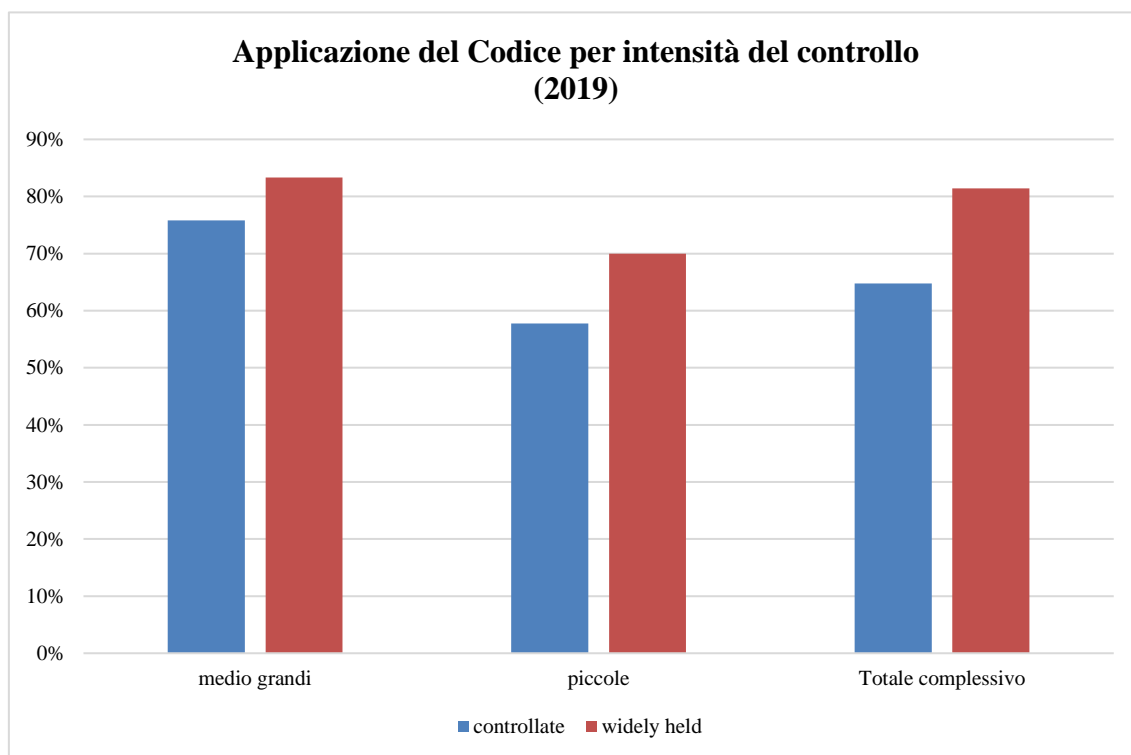
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

## 2.2. Applicazione del Codice in rapporto alle caratteristiche delle società quotate

La dimensione delle società quotate non è tuttavia l'unico elemento in grado di condizionare la qualità dell'applicazione del Codice; essa può essere influenzata anche da altri fattori che incidono autonomamente o per effetto della combinazione con altri, incluso quello dimensionale.

Il livello di applicazione delle raccomandazioni del Codice presenta alcune differenze significative in relazione ad alcune caratteristiche degli assetti proprietari delle società.

Pur rappresentando la dimensione il principale fattore di *compliance*, l'analisi degli assetti proprietari delle società quotate evidenzia come le società che presentano uno o più azionisti di controllo dimostrino una maggiore difficoltà nell'adesione ad alcune raccomandazioni del Codice rispetto alle altre (il grado di adesione medio è pari al 58% per le società controllate a fronte del 77% per le *widely held*); la differenza è particolarmente accentuata nelle società di minori dimensioni (58% vs. 70%) rispetto alle medio-grandi (76% vs. 83%)<sup>136</sup>.

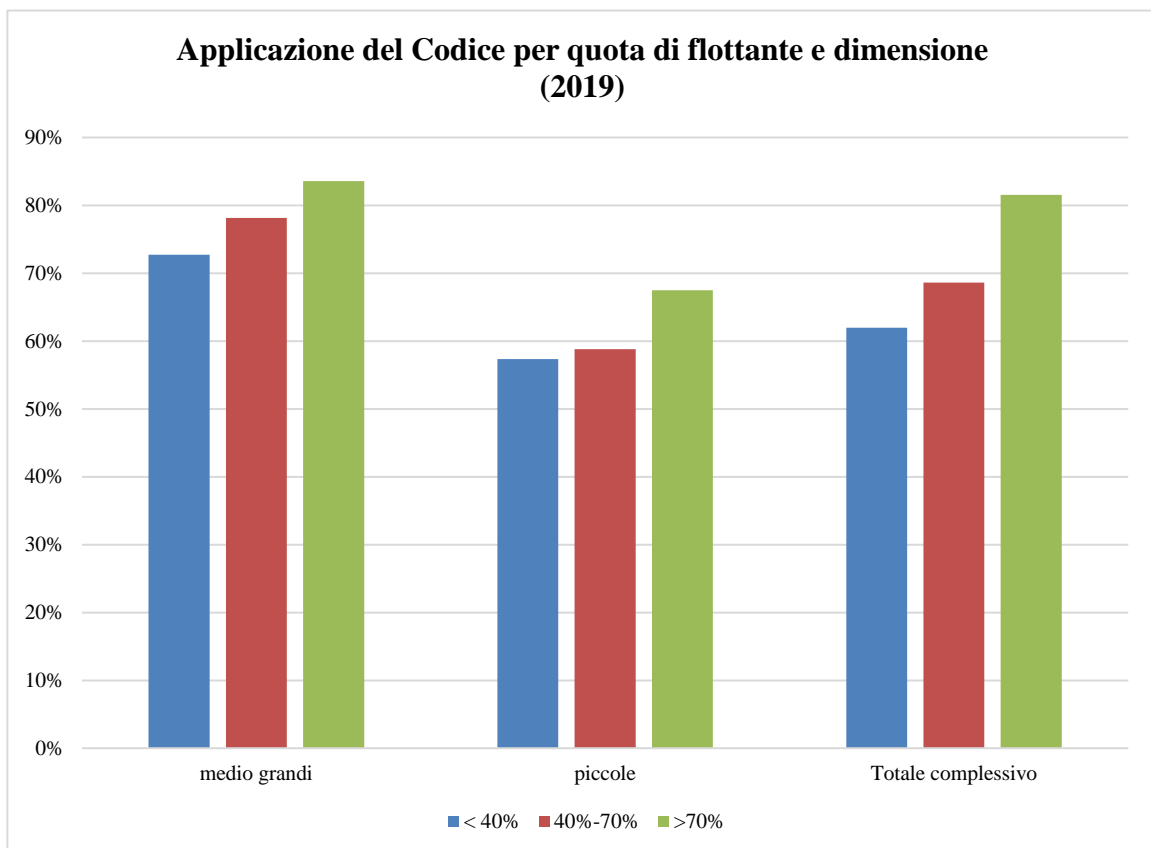


Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

<sup>136</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.



Risultati simili si hanno anche con riferimento alla diversa **quota di flottante** (<40%; 40%-70%; >70%)<sup>137</sup>, nelle quali l'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice aumenta con la crescita dell'apertura del capitale sociale al mercato.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

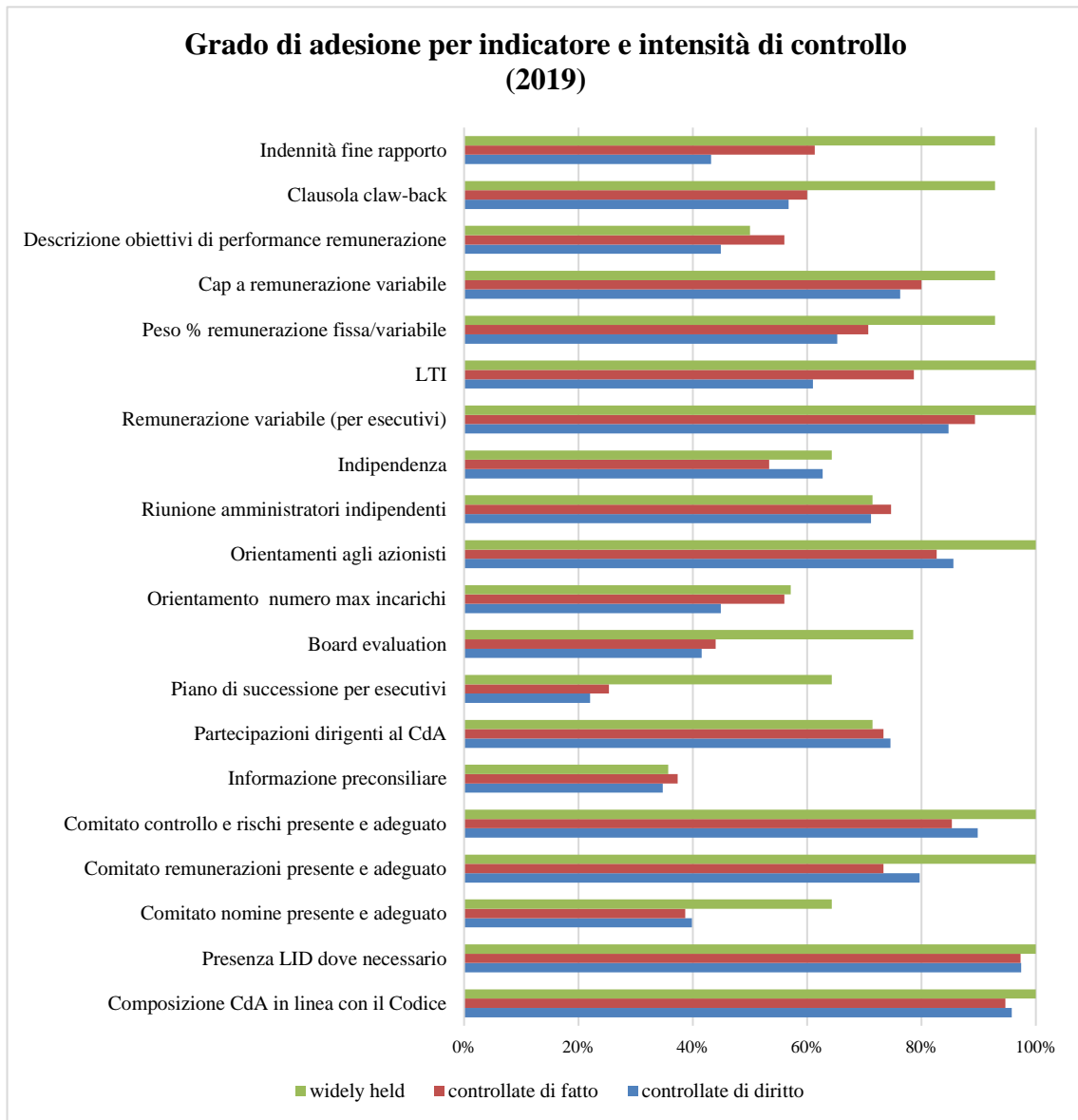
La presenza di un forte azionista di controllo appare influenzare in particolare alcune aree di *governance*.

Come si vede dal grafico a pagina seguente, tali aree riguardano in particolare la definizione della politica sulle indennità di fine carica, le *best practice* in materia di remunerazione variabile (a partire dalla previsione di una componente variabile fino alla sua adeguata definizione in termini di LTI e di *cap* al variabile) e il ruolo del *board* circa

---

<sup>137</sup> Dati sul flottante forniti dalla Divisione Corporate Governance della Consob.

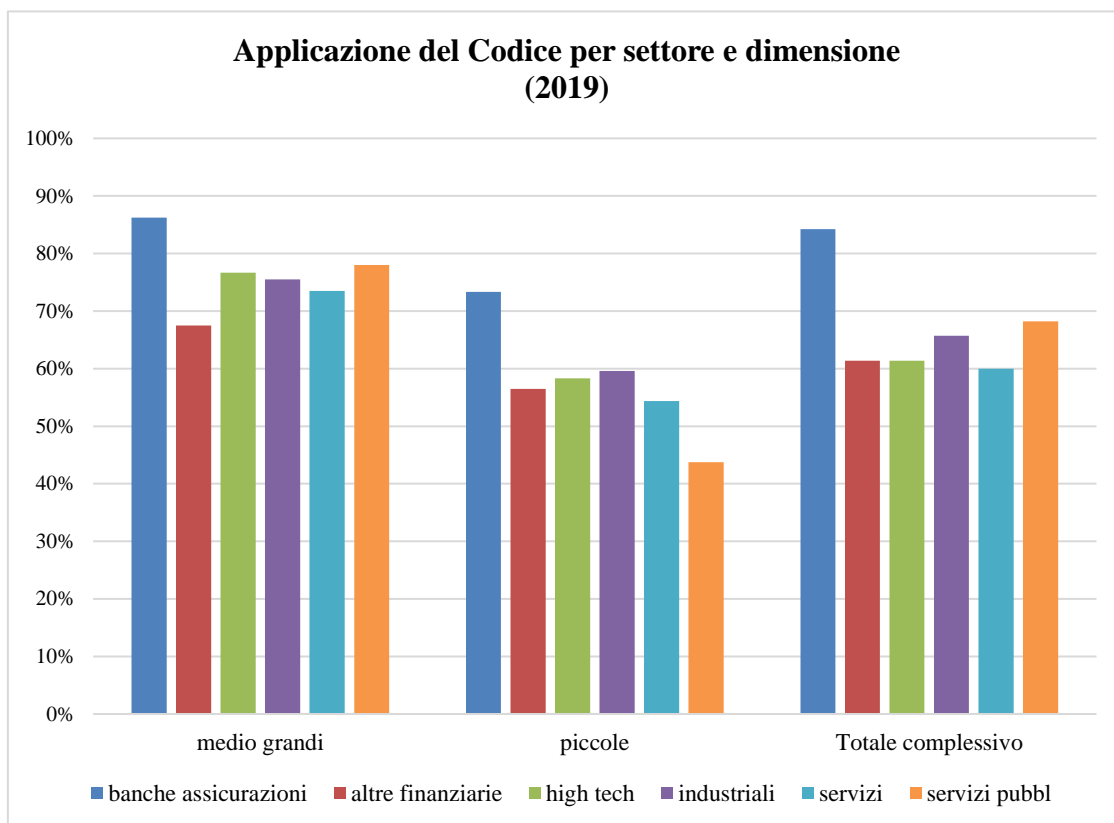
la sua composizione ottimale (comitato nomine, orientamento su numero massimo degli incarichi, definizione di un piano per la successione degli amministratori esecutivi).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

Se si considera il settore merceologico in cui operano le società, il livello più elevato, sia per le società medio-grandi (86%) sia per le società piccole (73%), è presente nei settori soggetti alla vigilanza prudenziale, per i quali alcune delle raccomandazioni del Codice hanno un carattere obbligatorio – almeno per quanto riguarda le banche di maggiori dimensioni e complessità operativa – in quanto imposte dalla normativa di settore. Tra gli altri settori, emergono le società high tech, soprattutto se medio-grandi (77%); tra i settori che presentano una maggiore variazione in ragione della dimensione osserviamo in

particolare le società industriali e quelle operanti nei servizi pubblici, che presentano un grado di adesione al Codice marcatamente migliore quando sono medio-grandi.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

### **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.

Ad esito della complessiva analisi sull'applicazione del Codice, il Comitato formula alcune considerazioni (evidenziate in grassetto) al fine di incentivare le società ad una migliore e più sostanziale adesione alle *best practice*. Le principali considerazioni del presente Rapporto contribuiscono a formare, infine, 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.*).

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.

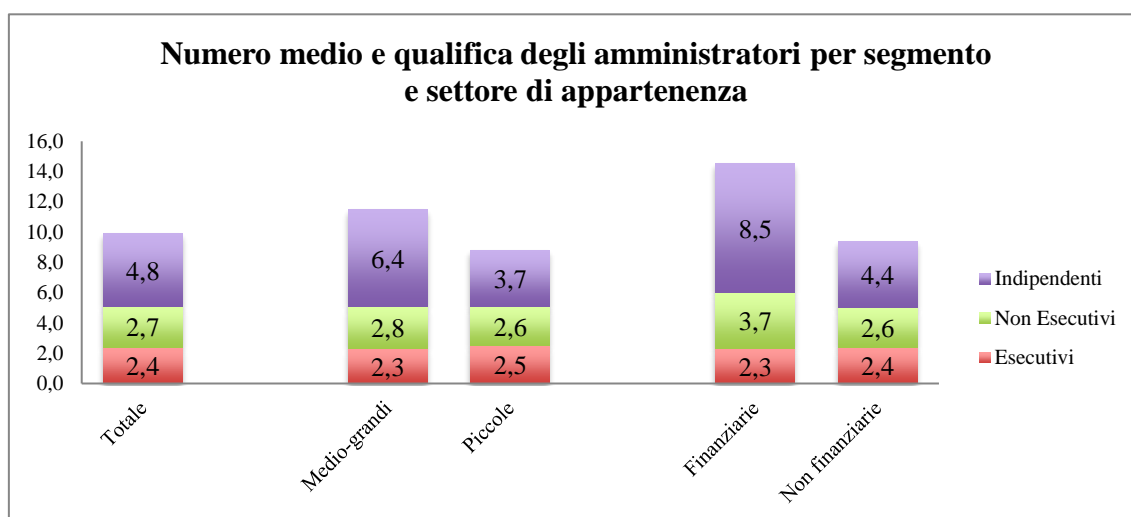
##### ***3.1.1. Adeguata composizione dell'organo amministrativo***

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 96% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società dualistiche) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti.

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. Rispetto al 2018, i dati sono sostanzialmente stabili<sup>138</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

Tra le società che aderiscono al Codice, tutte dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo mentre per 187 (i.e. 90%) è stato possibile anche 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 chiaramente individuata sulla base delle deleghe attribuite all'amministratore delegato; sei società identificano infine più CEO. La chiara ed esplicita identificazione del *chief executive officer* è molto diffusa e sempre più frequente<sup>139</sup>.

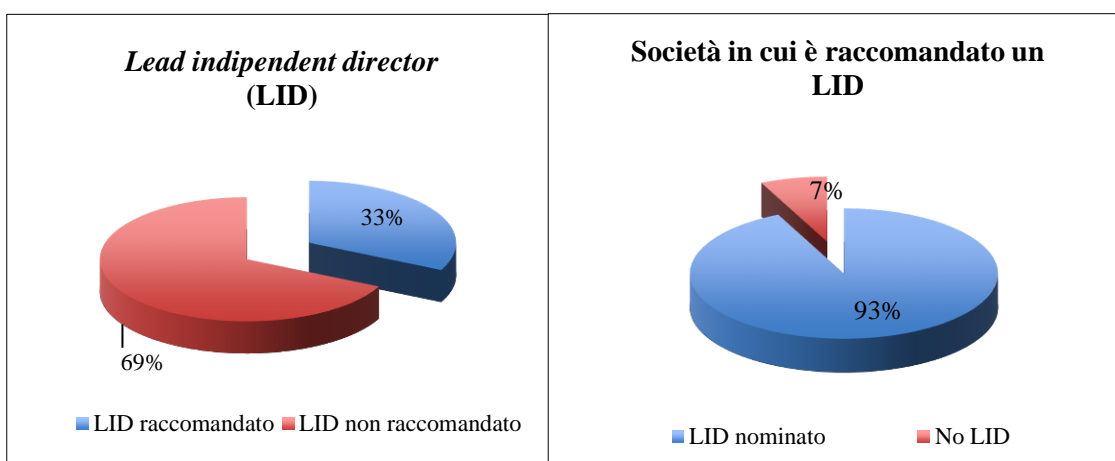
<sup>138</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 41.

<sup>139</sup> In costante aumento rispetto agli anni precedenti, in cui era pari all'89% nel 2018, all'85% nel 2017 e all'83% nel 2016.

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 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>140</sup>

Il 33% delle società che aderiscono al Codice dichiara l'esistenza di una o di entrambe le situazioni sopra indicate. La maggior parte di tali società (93%, anch'essa in aumento rispetto all'88% e all'82% rispettivamente nel 2018 e 2017)<sup>141</sup> ha proceduto all'effettiva designazione di un *lead independent director*; nei rari casi di mancata identificazione del LID (7%) la maggior parte delle società ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura (60% dei casi)<sup>142</sup>.



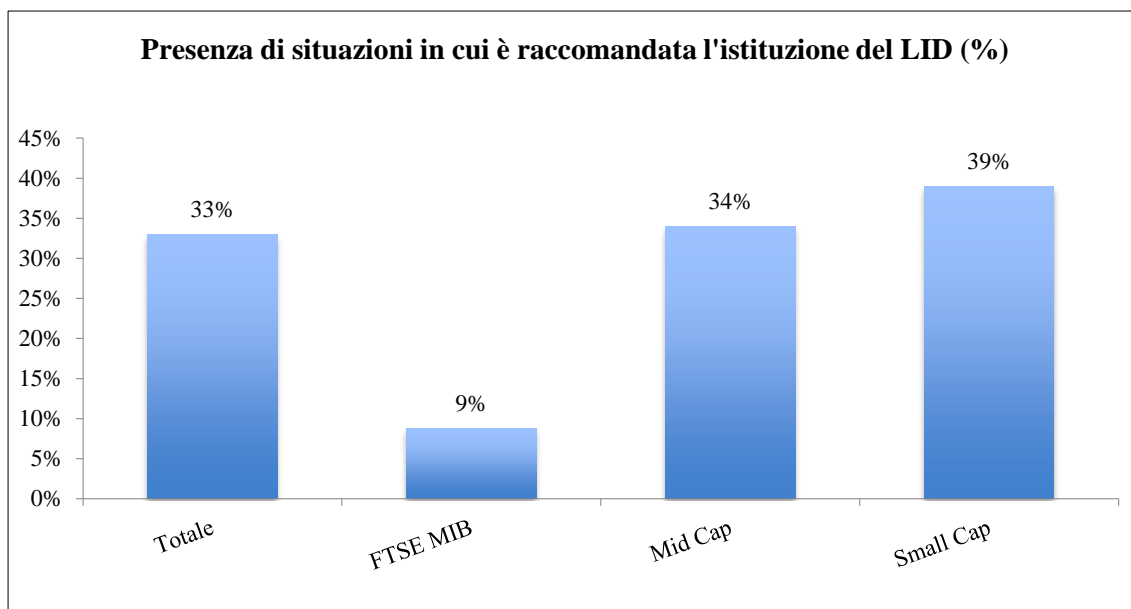
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

<sup>140</sup> Il Codice prevede una terza situazione in cui è raccomandata la nomina di un LID, limitata alle sole FTSE MIB. In tali società, la richiesta della maggioranza dei consiglieri indipendenti in tal senso rende "obbligatoria" ai sensi del Codice l'individuazione di un LID.

<sup>141</sup> A parità di situazioni in cui è raccomandata la nomina del LID (68 società rispetto alle 69 società del 2018) si rileva dunque un miglioramento nella prassi di nominare tale figura nei casi raccomandati dal Codice. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 42.

<sup>142</sup> Si tratta di 68 società che ricadono in una delle situazioni in cui è raccomandata la nomina del LID, di cui 63 ne hanno nominato uno. Nei restanti 5 casi, 3 società hanno fornito una spiegazione per la mancata applicazione della raccomandazione.

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 poi salire al 34% nelle Mid Cap e al 39% nelle Small Cap: l'effetto dimensionale appare quest'anno più evidente rispetto al 2018<sup>143</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

Il livello di *compliance* (i.e. nomina del LID ove raccomandato) è tendenzialmente molto elevato e riflette, solo in parte, un lieve effetto dimensionale: le società grandi e medie sono sempre in linea con le raccomandazioni del Codice in merito alla nomina del LID, mentre le società di minori dimensioni registrano una *compliance* pari all'89%, comunque in costante aumento rispetto agli anni scorsi<sup>144</sup>.

A completamento del quadro, si osserva inoltre che un *lead independent director* è designato da circa un quarto delle società che non versano in una delle condizioni in cui tale figura è raccomandata dal Codice (cd. LID volontario)<sup>145</sup>.

---

<sup>143</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 43: nel 2018 i casi di cumulo delle cariche di Ch-CEO o Ch-azionista di controllo si riscontrava nel 12% delle FTSE MIB, nel 28% delle Mid Cap e nel 44% delle Small Cap.

<sup>144</sup> Le Small Cap tenute alla nomina del LID, hanno proceduto in tal senso nell'83% e nel 75% dei casi, rispettivamente nel 2018 e nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 43; Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 33.

<sup>145</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

## **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>146</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.

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.

Le relazioni sul governo societario pubblicate nel 2019 contengono quasi sempre (97%) indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare.<sup>147</sup>

Il 75% delle società che aderiscono al Codice ha quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo: l'applicazione del Codice appare su questo punto in lieve

---

<sup>146</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.

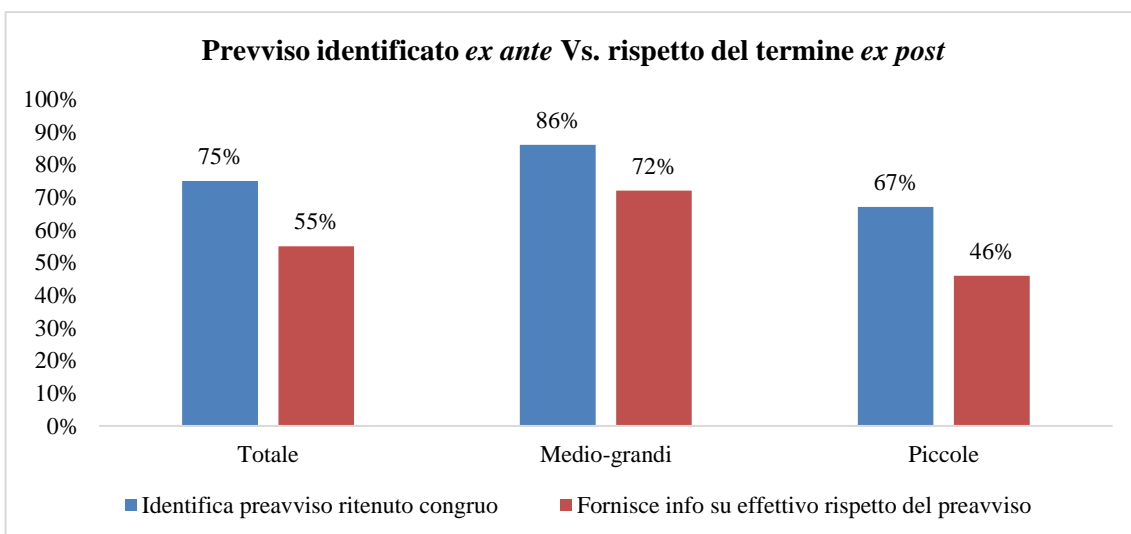
<sup>147</sup> Un dato che appare sostanzialmente stabile e in linea con gli anni precedenti. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2018*, p. 45, che riporta anche l'evoluzione storica del dato.



calo rispetto al 2018 (80%) e sostanzialmente allineata al lento ma progressivo miglioramento degli anni scorsi (75% nel 2017, 73% nel 2016, 71% nel 2015).

Il livello di adesione varia con riferimento alla dimensione della società: la definizione *ex ante* del preavviso che la società si prefigge di rispettare è più elevata tra le società di maggiori dimensioni (circa all'88% nelle grandi e 85% nelle medie) mentre scende nelle società di minori dimensioni (circa al 67%)<sup>148</sup>. L'effetto dimensionale appare più significativo rispetto al 2017<sup>149</sup>.

Quanto all'informativa che gli emittenti sono invitati a fornire *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso e, in particolare, sul rispetto del termine precedentemente indicato come congruo, si rileva che circa il 75% delle società che aderiscono al Codice e che hanno identificato numericamente il preavviso ritenuto congruo ha fornito informazioni sul suo effettivo rispetto: un dato che appare in significativo aumento rispetto al passato<sup>150</sup>. Il livello medio di *compliance* è poco influenzato dalla dimensione dell'emittente, variando dal circa 84% delle medio-grandi al 78% delle società di minori dimensioni<sup>151</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

<sup>148</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>149</sup> Nel 2018 l'identificazione di un termine di preavviso è stata riscontrata nell'85% delle società grandi e medie, mentre era pari al 70% nelle piccole. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2018*, p. 45.

<sup>150</sup> Erano il 69% nel 2018, 68% nel 2017 e 65% nel 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>151</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

Rispetto alle raccomandazioni contenute nella Lettera 2018 del Comitato, si osserva inoltre che un numero significativo di società (34% di tutte le società che aderiscono al Codice)<sup>152</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>153</sup>, adeguati presidi alternativi in presenza di tali fattispecie (p.e. termini abbreviati).

Come già osservato dal Comitato nel 2018, 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>154</sup>.

Complessivamente si rileva, dunque, che meno della metà delle società che aderiscono al Codice presenta 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. Una criticità che dunque continua a persistere in un numero significativo di società e che non risente di un particolare effetto dimensionale.

Il Comitato osserva un elevato livello di adesione dell' informativa fornita *ex ante* dalle società quotate, ma rileva, seppur in lieve miglioramento, il persistere della necessità di migliorare sia l' incisività del termine definito *ex ante* sia la qualità della *disclosure ex post* sull' effettiva congruità del preavviso utilizzato per l' invio della documentazione consiliare.

---

<sup>152</sup> Sostanzialmente stabile rispetto al dato rilevato nel 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione 2018, p. 46.

<sup>153</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2018, p. 46.

<sup>154</sup> Circa un quarto delle società che aderiscono al Codice dichiara l' utilizzo di portali dedicati alla circolazione dell' informativa pre-consiliare; circa un terzo 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 2019.

L'adeguatezza dell'informativa pre-consiliare continua, dunque, ad emergere tra le principali aree di *non-compliance* analizzate dal Comitato e tra le aree di miglioramento segnalate dagli stessi amministratori ad esito del processo di autovalutazione. Con riferimento agli esiti dell'autovalutazione, la cui pubblicazione non è comunque raccomandata dal Codice, si osserva che molti degli spunti di miglioramento circa l'informativa al consiglio riguardano: i) la tempestività, la fruibilità e la completezza dell'informativa pre-consiliare; ii) una migliore organizzazione delle sedute consiliari, con adeguata allocazione di tempo alle strategie e alle operazioni più rilevanti; iii) l'opportunità di un migliore coordinamento tra i lavori dei comitati consiliari, in particolare per conto dei relativi presidenti, e il *plenum* del consiglio di amministrazione.

La completezza, la tempestività e la fruibilità dell'informativa pre-consiliare rappresentano il presupposto indispensabile per l'assunzione di deliberazioni informate del CdA e per l'efficace funzionamento dei presidi di *governance* previsti dall'ordinamento e dall'autodisciplina. Ciò risulta particolarmente rilevante per assicurare efficacia al ruolo affidato ai consiglieri non esecutivi, che necessitano di adeguati flussi informativi dalla componente esecutiva del consiglio e di un adeguato ruolo di raccordo del suo presidente.

**Pertanto, il Comitato invita i Presidenti dei consigli di amministrazione a curare, anche nell'ambito dell'eventuale regolamento dei lavori consiliari, un'adeguata gestione dei flussi informativi al consiglio e un migliore coordinamento tra i lavori dei comitati consiliari e il suo *plenum*, assicurando che le esigenze di riservatezza siano tutelate senza compromettere la completezza, la fruibilità e la tempestività dell'informativa.**

### *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 sottolineato anche l'importanza di 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 nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2019 si evince che il 74% delle società che aderiscono al Codice indica che la partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio di amministrazione ha effettivamente avuto luogo<sup>155</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 di sé e dei propri comitati ed esprimere all'esito della stessa, in vista del rinnovo del consiglio, gli orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna.

Le relazioni sul governo societario riportano un quadro sostanzialmente stabile nel tempo: anche quest'anno la maggior parte delle società che aderiscono al Codice (pari all'87% del totale<sup>156</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 medie e grandi (in entrambe superiore al 90%)<sup>157</sup>; rispetto al passato si riduce il *gap* delle società di minori dimensioni, che dichiarano di condurre l'autovalutazione del consiglio e dei suoi comitati nell'84% dei casi (dato identico al 2018, ma comunque più elevato rispetto al 77% del 2017)<sup>158</sup>.

Delle 27 società che aderiscono al Codice e non hanno effettuato l'autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, meno della metà (10 società, sostanzialmente stabili nel tempo)<sup>159</sup> spiega le ragioni dello scostamento dal Codice: esse sono, in alcuni casi,

---

<sup>155</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>156</sup> In lieve calo rispetto all'88% del 2018, ma comunque migliorativo rispetto all'84% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>157</sup> Come riscontrato già l'anno scorso, le società di medie dimensioni superano le grandi nella conduzione dell'autovalutazione: 96% nelle medie rispetto al 91% nelle grandi (erano rispettivamente pari al 98% e al 91% nel 2018). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>158</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

<sup>159</sup> Erano 11 nel 2018 e 9 nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2018*, p. 47.

legate a ragioni contingenti alla recente nomina del consiglio; nelle società di minori dimensioni la ragione è invece legata alla valutazione del CdA circa l'opportunità di non formalizzare il processo di autovalutazione e mantenere pertanto una forma di valutazione del consiglio e dei suoi comitati a livello più informale, in occasione delle diverse riunioni consiliari<sup>160</sup>.

Le società che aderiscono al Codice comunicano almeno qualche elemento delle modalità di svolgimento della *board evaluation* (dal soggetto incaricato allo strumento utilizzato): ciò accade nel 90% delle società che dichiarano di aver condotto tale attività di autovalutazione<sup>161</sup>. Il livello di *compliance*, seppur generalmente elevato, risulta proporzionalmente legato alle dimensioni della società: tutte le società di maggiori dimensioni 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 di medie dimensioni (92%) e nelle società più piccole (85%). Il dato appare sostanzialmente stabile nel tempo, con un miglioramento della *disclosure* delle società di minori dimensioni<sup>162</sup>.

La valutazione dei singoli consiglieri è stata condotta in un numero molto limitato di società quotate, tendenzialmente di maggiori e medie dimensioni<sup>163</sup>.

Nella maggior parte dei casi (74%) 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 (26%). Talvolta i due strumenti sono utilizzati cumulativamente (21%)<sup>164</sup>.

Soltanto il 70% delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation* fornisce anche informazioni in merito al soggetto incaricato della relativa attività: in poco più della metà dei casi l'istruttoria è affidata a uno o più soggetti interni alla società (il 50% indica un comitato consiliare, l'11% il Presidente, il 20% uno o più amministratori indipendenti,

---

<sup>160</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>161</sup> In costante aumento rispetto all'85% del 2018, 84% del 2017 e 81% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019; Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 48.

<sup>162</sup> Le società di minori dimensioni, infatti, nei casi in cui abbiano condotto la *board review*, forniscono informazioni sul suo svolgimento nell'85% dei casi, rispetto al 76% del 2018. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019; Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 48.

<sup>163</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>164</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

il 38% una o più funzioni interne, come, ad esempio, quella di “affari societari”<sup>165</sup>; in circa la metà di questi casi le società hanno coinvolto anche un consulente esterno.

Si osserva, in particolare, una significativa riduzione del numero di società che ha affidato la *board review* esclusivamente al consulente esterno (14%) o soltanto a una funzione interna (9%)<sup>166</sup>; l’assenza di una supervisione del consiglio nella *board review* era stata criticata nella Lettera 2018 del Comitato<sup>167</sup>.

Il Codice raccomanda, in caso di coinvolgimento di un consulente esterno, che siano fornite le informazioni relative alla sua identificazione e, soprattutto, sugli altri servizi prestati dallo stesso. La maggior parte delle società che aderiscono al Codice e che hanno affidato la *board review* a un consulente esterno ha fornito informazioni sulla sua identità (84%), mentre soltanto il 56% ha indicato l’eventuale prestazione (o l’assenza) di altri servizi da parte del consulente<sup>168</sup>.

Nel 2017 il Comitato<sup>169</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 di alcune autovalutazioni, 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.

Alcuni interessanti elementi di valutazione del processo di *board review* sono forniti da uno studio che analizza le informazioni pubbliche fornite al riguardo dalle 50 società quotate più grandi in termini di capitalizzazione in Italia e nel Regno Unito<sup>170</sup>. Lo studio

---

<sup>165</sup> Rispetto al 2018, appare in aumento la prassi di incaricare dell’istruttoria un comitato interno al consiglio (50% rispetto al 40% del 2018) e componenti della funzione interna della società (38% rispetto al 26% del 2018).

<sup>166</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019. Il ricorso al solo consulente è stato osservato nel 26% delle società che svolgono l’attività di *board review* e ne identificano un soggetto incaricato; l’affidamento dell’istruttoria alla sola componente interna era invece riportato nel 11%. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 50.

<sup>167</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>168</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>169</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 45.

<sup>170</sup> Crisci & Partners 2019.

evidenzia come, nonostante un progressivo avvicinamento nelle prassi delle società dei due paesi che convergono verso un miglioramento qualitativo, in generale la *disclosure* delle società UK appaia più completa di quella delle imprese italiane, sia riguardo ai contenuti che al processo di autovalutazione.

Dallo studio emergono inoltre alcune differenze nell'area di valutazione, che è estesa alla definizione delle strategie e alla gestione dei rischi nelle quasi totalità delle società UK (94%) mentre riguarda solo due terzi delle società italiane. Un quarto delle società italiane esaminate si concentra esclusivamente sulla struttura e sul funzionamento del board e circa il 10% non fornisce informazioni. Le società inglesi valutano anche i singoli amministratori nell'84% dei casi mentre tale prassi è adottata solo dal 13% delle società italiane. Un diverso approccio emerge con riferimento alla pubblicità degli esiti dell'autovalutazione che nelle società italiane privilegia l'indicazione delle "aree di eccellenza" mentre nelle società inglesi più frequentemente include anche le "aree di miglioramento" Quanto alla metodologia di valutazione adottata, c'è un crescente ricorso in entrambi i paesi alla combinazione di interviste e questionari (54% in Italia e 43% in UK), che rappresenta lo strumento più adeguato per una considerazione sia degli elementi quantitativi sia di quelli qualitativi rilevanti.

### 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 nella metà delle società che hanno operato il rinnovo nel 2019<sup>171</sup>. Il livello di adesione in merito agli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale risulta ancora basso e sostanzialmente allineato ai dati censiti nel 2018; in ogni caso è osservabile un miglioramento del grado

---

<sup>171</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

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.

Un'analisi approfondita del dato fornisce, inoltre, una chiara distinzione tra società di maggiori e minori dimensioni: nelle società grandi la *compliance* è decisamente più elevata (81%) rispetto a quella delle medie (64%) e soprattutto alle società di piccole dimensioni (32%)<sup>172</sup>.

**Il Comitato osserva un significativo margine di miglioramento delle società quotate, soprattutto se di grandi dimensioni e in presenza di assetti proprietari meno concentrati, nell'adesione alla raccomandazione del Codice che intende responsabilizzare il *board* uscente circa l'adeguata formazione del prossimo consiglio di amministrazione. Adeguata e tempestiva informazione agli azionisti circa le professionalità e le competenze necessarie in seno al consiglio costituiscono, infatti, tasselli fondamentali per assicurare nel medio-lungo termine una gestione efficace e competente dell'impresa.**

**Per assicurare l'efficacia dello strumento, il Comitato raccomanda a chi presenta le liste per il rinnovo dell'organo amministrativo di dar conto di come la selezione dei candidati abbia dato seguito agli orientamenti e alle politiche espressi dal consiglio uscente sulla sua composizione ottimale.**

### *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 187 società<sup>173</sup> hanno valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, mentre soltanto 54 dichiarano l'esistenza di uno o più piani; quest'ultimo dato appare comunque in miglioramento rispetto agli anni precedenti (le società dotate di un piano erano 43 nel 2018, 35 nel 2017, 29 nel 2016)<sup>174</sup>.

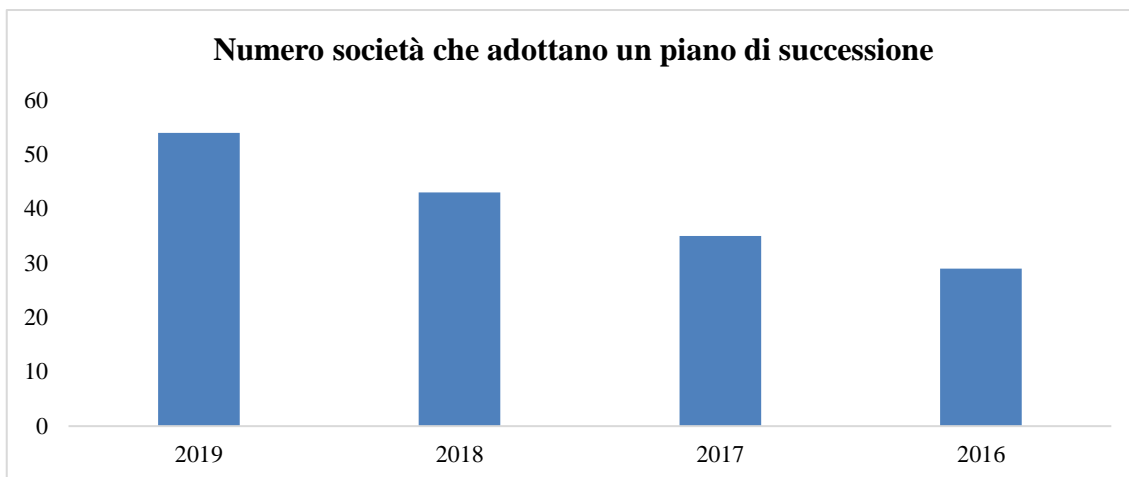
---

<sup>172</sup> Il dato è soggetto a variazioni dovute anche al ridotto numero di società interessate dal rinnovo. Nel 2018, l'orientamento è stato espresso dal 90% (grandi), 62% (medie) e 44% (piccole) dei consigli soggetti a rinnovo; nel 2017 le percentuali erano rispettivamente 60% (grandi), 33% (medie) e 17% (piccole). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019; Comitato Corporate Governance 2018.

<sup>173</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>174</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019, 2018, 2017, 2016.





Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

La previsione di un piano di successione è fortemente condizionata dalle dimensioni della società ed è più frequente soltanto in quelle a più elevata capitalizzazione: ciò avviene nel 62% delle società di grandi dimensioni a fronte del 26% nelle medie e al 16% nelle piccole. Pur giocando la dimensione della società un peso significativo nel grado di adesione alla raccomandazione in commento, si osserva che l'aumento è dovuto principalmente alle società medie (dove il numero dei piani è quasi raddoppiato) e piccole (dove il numero – seppur limitato – di piani è aumentato del 50%); 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: un piano è previsto dal 74% delle società finanziarie<sup>175</sup>.

**Benché non espressamente raccomandato dal Codice, il Comitato ricorda alle società quotate, soprattutto quelle medio-grandi, l'importanza che il consiglio di amministrazione adotti, al fine di segnalare al mercato l'impegno a garantire la stabilità della gestione, adeguate e formalizzate procedure per la successione degli amministratori esecutivi, valorizzando il contributo del comitato per le nomine.**

### ***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.).

---

<sup>175</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2019; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

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 2018 quasi tutte le società FTSE MIB avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti<sup>176</sup>; circa il 96% delle società che aderiscono al Codice è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti<sup>177</sup>.

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*”.

#### 3.4.1. Applicazione dei criteri di indipendenza

L'analisi che segue individua i casi di disapplicazione e di applicazione cd. sostanzialista dei criteri nonché la sussistenza di alcune situazioni di “rischio” che interessano singoli consiglieri e che non sempre sono oggetto di adeguata spiegazione nella relazione sul governo societario.

La *disapplicazione* di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è piuttosto rara (circa l'8% delle società)<sup>178</sup>. Il criterio disapplicato più

---

<sup>176</sup> Tra le FTSE MIB che aderiscono al Codice, 33 società su 34, pari al 97% del totale. La società *non-compliant*, che ha comunque un numero adeguato di amministratori considerati indipendenti ai sensi del Tuf, fornisce una spiegazione del mancato allineamento con il Codice. Rispetto al Rapporto del 2018 si evidenzia che una società del FTSE MIB ha completato il suo processo di adesione al Codice e appare oggi in linea con la raccomandazione relativa alla presenza di almeno un terzo di consiglieri indipendenti. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>177</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>178</sup> Si tratta di 17 società che hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

frequentemente è quello relativo alla durata in carica ultra-novennale (3.C.1., lett. e)), 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 in modo automatico.

Alcune società non hanno disapplicato, invece, i criteri del Codice, ma hanno *valutato*, nel caso concreto, l'indipendenza del singolo amministratore, *in virtù del principio della "prevalenza della sostanza sulla forma"* (sancito dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice; tale applicazione sarà in seguito indicata come "applicazione sostanzialista"); si tratta di 36 società (17% delle società che aderiscono al Codice) che hanno valutato positivamente l'indipendenza di uno o più consiglieri nonostante la sussistenza formale di una delle condizioni sintomatiche individuate dal Codice. Tutte le società che aderiscono al Codice e applicano uno o più criteri con *"prevalenza della sostanza sulla forma"* forniscono una giustificazione con riferimento al caso concreto, riportando informazioni, più o meno specifiche, in relazione ai singoli amministratori interessati<sup>179</sup>.

Complessivamente quindi un quarto 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 stabile rispetto al 2018 e in lieve peggioramento rispetto al 2017<sup>180</sup>.

Più elevato è invece il numero di società (68) 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 assunzione di cariche di vertice, della permanenza in carica oltre i nove anni (negli ultimi dodici) raccomandati dal Codice e di una remunerazione aggiuntiva particolarmente elevata<sup>181</sup>.

Tali situazioni a rischio sono state riscontrate con riferimento a 104 consiglieri indipendenti che siedono in un terzo delle società quotate che aderiscono al Codice (i.e. in 68 società). Il numero degli amministratori indipendenti *"a rischio"* è dunque ancora

---

<sup>179</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

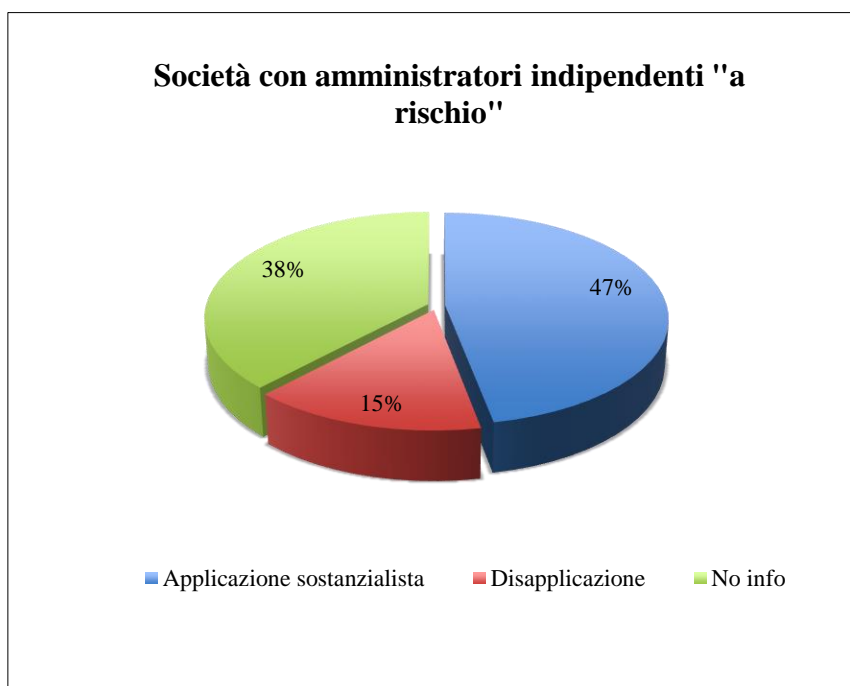
<sup>180</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>181</sup> Con riferimento a quest'ultima, il Comitato segue il criterio quantitativo adottato da Assonime che considera elevata la remunerazione dell'indipendente che supera il doppio della remunerazione fissa percepita dagli altri non esecutivi e indipendenti della società di riferimento.

significativo, seppur in costante diminuzione sia in termini di singoli amministratori (erano 123 nel 2018 e 133 nel 2017) che di società (erano 84 nel 2018 e 87 nel 2017).

Appare sostanzialmente stabile, e raro, che le società offrano nelle relazioni sul governo societario informazioni in merito alla valutazione della significatività dei rapporti che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza (7% delle società che aderiscono al Codice).

Analizzando le informazioni fornite sul punto nelle relazioni sul governo societario, si osserva che in meno della metà dei casi (38%) le società non forniscono alcuna spiegazione per la sussistenza delle situazioni di “rischio”, mentre nei restanti casi ne dichiarano rispettivamente la disapplicazione (15%) o l’applicazione sostanzialista (47% di applicazione del criterio “con prevalenza della sostanza sulla forma”). Un dato che appare ancora significativo ma comunque in progressivo miglioramento soprattutto grazie alla riduzione dei casi di mancata *disclosure* (-11% rispetto al 2018) e un aumento significativo di non applicazione individuale di singoli criteri (cd. applicazione sostanzialista; +10% rispetto al 2018).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

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 33% della componente indipendente dei relativi consigli di amministrazione; peso che sale al 45% 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).

Le citate criticità non sembrano influenzate dall’effetto dimensionale delle società analizzate: gli indipendenti “a rischio” sono presenti nel 31% delle società medio-grandi e nel 34% delle società di piccole dimensioni. L’assenza di una spiegazione dei casi di disapplicazione è proporzionalmente più frequente nelle società medio-grandi (48%) rispetto alle società piccole (32%).

A fronte del 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, il Comitato osserva come una applicazione meno rigorosa dei criteri indicati dal Codice possa incidere significativamente sull’efficacia e sull’adeguatezza dei sistemi di *governance*.

**Il Comitato invita gli organi di amministrazione ad applicare con maggior rigore i criteri di indipendenza definiti dal Codice e gli organi di controllo a vigilare circa la corretta applicazione di tali criteri. Il Comitato, oltre a ribadire l’eccezionalità e la necessaria motivazione individuale – legata dunque al caso concreto del singolo amministratore – della deroga da ogni criterio di indipendenza raccomandato dal Codice, invita gli emittenti a porre maggiore attenzione alla valutazione della significatività dei rapporti oggetto di valutazione. A tal fine, il Comitato invita gli organi di amministrazione a definire *ex-ante* i criteri quantitativi e qualitativi da adottare per la valutazione di significatività che dovrebbero riguardare la posizione complessiva, non limitata al beneficio meramente economico, dell’amministratore la cui indipendenza è oggetto di valutazione, e trovare adeguata e trasparente comunicazione al mercato nella relazione sul governo societario.**

#### *3.4.2. 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 2019, risulta che il 75% delle società che hanno almeno due amministratori indipendenti riferisce l’avvenuta riunione di soli amministratori

indipendenti; il dato appare in graduale aumento rispetto al 73% del 2018, al 68% del 2017 e, soprattutto, al 59% del 2016<sup>182</sup>. Il livello di *compliance* varia con riferimento alla dimensione degli emittenti: la percentuale sale all'94% nelle società di grandi dimensioni, per scendere gradualmente al 74% delle società di medie dimensioni e al 69% delle piccole; i dati sono sostanzialmente stabili nel tempo e appaiono influenzati principalmente dal fattore dimensionale.

Nei casi di *non-compliance*, poco più della metà delle società fornisce una spiegazione come raccomandato dal Codice; anche in questo caso la *disclosure* delle informazioni aumenta notevolmente nelle società di maggiori dimensioni<sup>183</sup>.

### 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>182</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>183</sup> La spiegazione è fornita dal 59% di tutte le società che aderiscono al Codice, hanno almeno due indipendenti nel CdA e tali amministratori non si sono riuniti nel corso dell'esercizio. Dall'analisi per dimensione delle società censite emerge che la spiegazione è fornita sempre dalle società grandi, dal 43% delle medie e dal 60% delle società di minori dimensioni. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

### 3.5.1. Comitato per le nomine

Il comitato per le nomine è stato costituito nel 65% delle società che aderiscono al Codice<sup>184</sup>.

Il dato appare sostanzialmente stabile nel tempo e legato alla dimensione della società: le società di maggiori dimensioni istituiscono molto più frequentemente un comitato per le nomine (88%) rispetto alle medie (72%) e alle piccole (56%).

Il comitato per le nomine è frequentemente (69% dei casi)<sup>185</sup> unificato con il comitato per le remunerazioni<sup>186</sup>.

Le società di maggiori dimensioni attribuiscono maggiore autonomia e poteri al comitato per le nomine: esso appare unificato con il comitato per le remunerazioni<sup>187</sup> soltanto nel 40% dei casi nelle società grandi (comunque in aumento rispetto a un terzo dei casi del 2018), mentre ciò avviene in circa tre quarti dei casi nelle società di dimensioni medie e piccole<sup>188</sup>. L'analisi di quest'anno evidenzia un aumento delle società che, avendo unificato il comitato per le nomine con altro comitato consiliare, hanno fornito, come raccomandato dal Comitato nei suoi precedenti Rapporti<sup>189</sup>, una chiara informazione sulle attività svolte in qualità delle competenze tipiche dell'uno e dell'altro. Si tratta però ancora di meno della metà dei casi, mentre nel 2018 riguardava meno di un quinto delle società con comitato nomine unificato ad altri comitati consiliari<sup>190</sup>.

---

<sup>184</sup> Si tratta di 135 società su un totale di 207, in lieve aumento rispetto al 62% del 2018 e al 59% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>185</sup> Si tratta di 93 casi, anche essi in aumento rispetto agli 84 del 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>186</sup> Più precisamente il comitato nomine è unificato al comitato remunerazioni nel 40% dei casi nelle società grandi, nel 71% delle società medie e nell'81% delle società piccole. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>187</sup> Nella maggior parte dei casi in cui il comitato nomine appare unificato con altro comitato consiliare, si tratta del comitato per le remunerazioni. In alcuni limitati casi, nelle società a maggiore capitalizzazione gli sono state affidate anche le funzioni di "corporate governance" o di "sostenibilità". Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 24.

<sup>188</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>189</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018 e 2017.

<sup>190</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

Quasi tutte le società che aderiscono al Codice e non hanno costituito il comitato per le nomine forniscono la *disclosure* delle ragioni di tale scelta (93%)<sup>191</sup>.

La giustificazione fornita è spesso di carattere formale: le società fanno genericamente riferimento al quadro normativo esistente e, in particolare, al sistema del “voto di lista”. In alcuni altri casi la motivazione appare meritevole di considerazione in quanto fondata sugli assetti proprietari della società e sul ruolo propositivo svolto dall’azionista di riferimento. Altre società hanno fatto riferimento alla facoltà di non costituire il comitato in presenza di determinate condizioni, offerta dal *criterio applicativo* 4.C.2., attribuendo le sue funzioni al *plenum* del consiglio.

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 (95% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti)<sup>192</sup>.

**Il Comitato osserva il costante e basso livello di adesione alla raccomandazione sull’istituzione di un comitato per le nomine. Persiste, inoltre, la scarsa trasparenza informativa sull’attività svolta dal comitato per le nomine, quando unificato con altro comitato consiliare.**

**Pur considerando l’intrinseca funzionalità della scelta di unificare due comitati consiliari, il Comitato raccomanda alle società che l’hanno adottata di curare adeguatamente l’informativa sull’attività svolta al fine di valorizzare le diverse attività condotte dal comitato unificato e comunicarle chiaramente la mercato.**

### 3.5.2. Comitato per le remunerazioni

Il comitato per le remunerazioni è presente nel 96% delle società che aderiscono al Codice (199 su 207)<sup>193</sup>. Le 8 società che non l’hanno istituito hanno fornito una giustificazione della mancata costituzione (l’adesione totale è stata raggiunta già nei tre anni precedenti)<sup>194</sup>.

---

<sup>191</sup> In lieve diminuzione rispetto agli anni scorsi in cui era pari al 97% sia nel 2018 sia nel 2017 e pari al 95% nel 2016. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>192</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>193</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019, cit., Tab. 19.

<sup>194</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019; Comitato per la Corporate Governance 2018.



La sua composizione è quasi sempre in linea con le raccomandazioni del Codice<sup>195</sup>. Nelle 8 società che aderiscono al Codice e che presentano un comitato con composizione *non-compliant* con quella raccomandata, soltanto due hanno fornito una spiegazione<sup>196</sup>.

### 3.5.3. Comitato controllo e rischi

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla maggior parte delle società quotate italiane: si tratta del 98% di tutte le società che aderiscono al Codice (204 su 207)<sup>197</sup>.

Le poche società (3) che non hanno istituito il comitato hanno sempre fornito una adeguata spiegazione della disapplicazione (così come nel 2016 e nel 2015).

La composizione del comitato controllo e rischi è nel 96% dei casi in linea con le raccomandazioni del Codice<sup>198</sup>. Tutte le 13 società che aderiscono al Codice e non hanno un comitato *compliant* nei termini raccomandati, forniscono una spiegazione della disapplicazione.

## 3.6. Governance della sostenibilità

Anche in vista di una evoluzione del Codice di autodisciplina, il Comitato ha deciso di svolgere un approfondimento sulle misure che le società hanno già adottato per la *governance* della sostenibilità dell'attività di impresa e della sua capacità di perseguire la creazione di valore nel lungo termine anche tenendo conto degli interessi degli *stakeholder* rilevanti per la società.

Il Codice vigente, oltre a fissare l'obiettivo prioritario della gestione di perseguire la "creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine" (*principio* 1.P.2.), fornisce già alcune indicazioni sull'importanza di una visione sostenibile dell'attività d'impresa, raccomandando che la politica di gestione dei rischi valuti gli elementi "che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente" (*criteri applicativo* 1.C.1, lett. b)). Nel *commento* all'articolo 4, infine, il Comitato ha recentemente sollecitato le imprese di maggiori dimensioni a considerare alcune indicazioni organizzative, auspicando che le società appartenenti

---

<sup>195</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>196</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>197</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019. Dato che segna una continuità con gli anni precedenti.

<sup>198</sup> Il dato è costante e in lieve aumento rispetto al 94% del 2018, al 93% del 2017, al 92% del 2016 e al 90% del 2015. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

all'indice FTSE MIB valutino la possibilità di attribuire a un comitato endo-consiliare specifiche funzioni di supporto al consiglio in materia di sostenibilità, esplicitando i compiti relativi alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli *stakeholder*.

Due terzi delle società quotate che aderiscono al Codice attribuisce al consiglio di amministrazione un chiaro compito di valutare nell'ambito della definizione della politica di gestione dei rischi gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente.

La maggior parte<sup>199</sup> delle società quotate che aderiscono al Codice comunica di aver condotto l'esame dei temi (e dei rischi) legati alla sostenibilità in base a una matrice di materialità, avente ad oggetto i temi di sostenibilità ritenuti rilevanti per l'attività di impresa<sup>200</sup>; soltanto in un terzo di questi casi è però data adeguata *disclosure* circa le figure coinvolte nella sua redazione<sup>201</sup>.

Quanto all'attribuzione di compiti consultivi specifici in tema di sostenibilità a uno o più comitati interni al consiglio, si osserva che un numero significativo di società ha tratto spunto dal *commento* all'art. 4 del Codice: circa il 35% delle società che aderiscono al Codice ha attribuito uno o più compiti in materia di sostenibilità ad almeno un comitato endo-consiliare. Si tratta di una prassi che appare molto influenzata dal fattore dimensionale: la percentuale sale al 79% tra le società del FTSE MIB ed è pari al 57% nell'insieme delle società medio-grandi<sup>202</sup>; è più diffusa tra le società che operano nel settore bancario e assicurativo (68%), seguito dalle società che offrono servizi pubblici (57%). Sono piuttosto rari i casi in cui la società riporta nella relazione sul governo

---

<sup>199</sup> Si tratta del 72% delle società quotate che aderiscono al Codice. Cfr. Database Assonime 2019.

<sup>200</sup> Talvolta indicata più genericamente come analisi di materialità. Cfr. Database Assonime 2019. Nelle prime 135 società quotate tale analisi, è stata condotta quasi nella totalità dei casi. Cfr. TEH-Ambrosetti, p. 23.

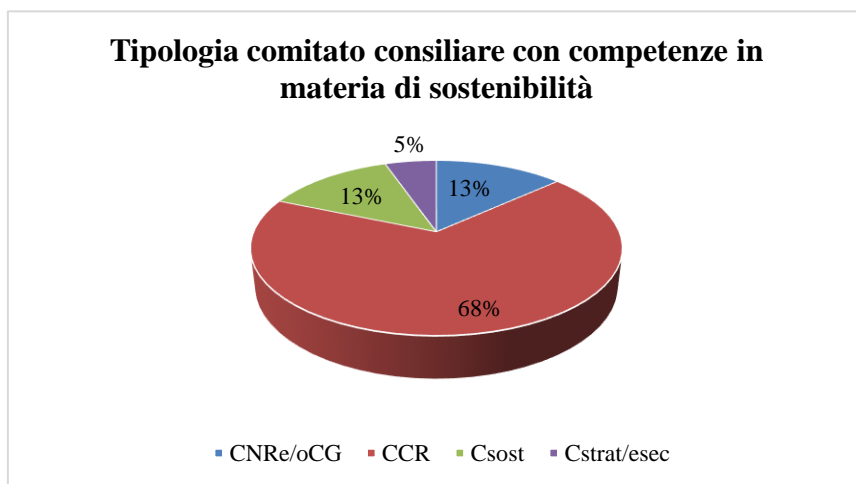
<sup>201</sup> Cfr. Database Assonime 2019. Un'informazione che appare più frequente tra le prime 135 società quotate che presentano però un diverso grado di coinvolgimento di componenti interni e di *stakeholder* esterni; questi ultimi, in particolare, appaiono coinvolti con maggiore frequenza tra le società di dimensioni grandi e medie (rispettivamente nel 44% e nel 36% dei casi), mentre le società più piccole hanno condotto tale analisi solo internamente nel 68% dei casi. Cfr. TEH-Ambrosetti, p. 93.

<sup>202</sup> Cfr. Database Assonime 2019. Da un'analisi condotta su un numero più ristretto di società quotate (138 società quotate, di cui 34 FTSE MIB, 63 Mid Cap, 41 STAR Small Cap), emerge uno scarto significativo delle società di minori dimensioni. Cfr. TEH-Ambrosetti 2019, p. 22.

societario o nella dichiarazione sulle informazioni non finanziarie (cd. DNF)<sup>203</sup> l'esistenza di un comitato misto, composto da *manager* e amministratori, o di un comitato composto esclusivamente dai *manager* della società<sup>204</sup>.

Nel caso in cui le società hanno attribuito funzioni in materia di sostenibilità ai comitati endo-consiliari raccomandati dal Codice (nomine, remunerazioni e controllo e rischi), quasi sempre è stato prescelto il comitato controllo e rischi. È rara l'attribuzione di tali funzioni al comitato nomine: essa si riscontra in cinque società, tutte di grandi dimensioni, nelle quali il comitato cumula le funzioni di sostenibilità e nomine con compiti ulteriori in materia di *corporate governance*.

In alcuni casi le società hanno deciso di attribuire i compiti di supporto in materia di sostenibilità a un comitato endo-consiliare diverso da quelli "raccomandati" dal Codice: in dieci casi le società, prevalentemente di maggiori dimensioni e operanti nel settore dei servizi pubblici o comunque società industriali, hanno istituito un "comitato sostenibilità" *ad hoc*; in altre quattro società di grandi dimensioni, tali funzioni di supporto al CdA sono state affidate invece al "comitato *governance*". Sono infine molto rari i casi in cui la società affida esplicitamente compiti in materia di sostenibilità a un comitato strategico o esecutivo<sup>205</sup>.



Fonte: Assonime 2019

<sup>203</sup> Obbligo di pubblicazione introdotto con decreto legislativo n. 254 del 30 dicembre 2016 avente ad oggetto una dichiarazione (individuale o consolidata) di carattere non finanziario ("DNF") in capo agli enti di interesse pubblico rilevanti (Eipr), come definiti nel decreto legislativo n. 39 del 27 gennaio 2010.

<sup>204</sup> Cfr. Database Assonime 2019.

<sup>205</sup> Cfr. Database Assonime 2019.

Da un'analisi condotta su un campione più ristretto di società quotate<sup>206</sup> emerge inoltre che le società hanno preferito attribuire la gestione e il monitoraggio delle tematiche e dei rischi legati alla sostenibilità a un comitato (prevalentemente endo-consiliare) rispetto all'istituzione di una figura manageriale con riporto diretto al CEO e/o al Presidente: quest'ultima opzione è stata scelta, quasi sempre accanto alla soluzione consiliare, dal 12% delle società del FTSE MIB; è molto rara invece nelle società di medie e piccole dimensioni.

Il Comitato osserva come, nonostante un buon grado di applicazione di queste indicazioni, in molti casi manchi una chiara attribuzione al consiglio di amministrazione della responsabilità di considerare il tema della sostenibilità come parte integrante e fondamentale nella definizione delle strategie d'impresa.

L'attribuzione a un comitato endo-consiliare di funzioni istruttorie e di supporto in tema di sostenibilità è talvolta formulata in termini generici, evidenziando il rischio di una gestione dei temi di sostenibilità orientata soprattutto a funzioni comunicative, in particolare per soddisfare gli obblighi in materia di informazione non finanziaria.

Un'analisi di insieme che appare allineata allo studio condotto dalla Consob sui documenti pubblicati nel primo anno di pubblicazione della DNF dal quale risulta che *“la maggior parte delle imprese ha operato in un'ottica di compliance, mentre pochi emittenti, prevalentemente di maggiori dimensioni, hanno colto l'occasione offerta dalla direttiva per avviare un processo di trasformazione in grado di coinvolgere modelli di business, governance e strategie”*<sup>207</sup>.

### **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.).

---

<sup>206</sup> Cfr. TEH-Ambrosetti 2019, p. 90.

<sup>207</sup> Consob, [Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy](#), p. 3.

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 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>208</sup>, nelle relazioni sulla remunerazione<sup>209</sup> e dagli appositi comunicati stampa sulle indennità di fine carica eventualmente erogate.

L'attuale politica per la remunerazione è soggetta al voto non vincolante dei soci in tutte le società quotate<sup>210</sup>, salvo in quelle sottoposte alla vigilanza prudenziale<sup>211</sup>, per le quali il voto dell'assemblea è vincolante; in vista della prossima implementazione della Revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti (Direttiva 2017/828/UE che modifica la Direttiva 2007/36/CE, cd. SHRD II) si ricorda che la vincolatività del voto sulla politica è stata estesa a tutte le società quotate sul mercato regolamentato per effetto dell'art. 123-ter TUF, come modificato dal d.lgs. 49/2019.

Anche in tale prospettiva è interessante dunque notare l'efficacia del voto non vincolante introdotto nel nostro ordinamento già nel 2010.

I più recenti studi sulla stagione assembleare svoltasi nel 2019 per le società del FTSE MIB, evidenziano come proprio l'approvazione di tali politiche abbia riscontrato il più alto tasso di voti contrari da parte degli investitori istituzionali: su un totale di 43 delibere che hanno ottenuto un voto contrario superiore al 10% del capitale presente in assemblea, più della metà hanno riguardato la politica per la remunerazione (50%), seguito dalle delibere riguardanti la nomina degli organi sociali (28%, che registrano un significativo aumento rispetto al 9% del 2018), quelle relative ai piani di assegnazione di azioni o altri

---

<sup>208</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>209</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.

<sup>210</sup> Cfr. art. 123-ter, comma 6, TUF.

<sup>211</sup> Cfr. Disposizioni di vigilanza per le banche, [Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013](#), Sezione VIII, Titolo IV, Cap. 2, e art. 41 del [Regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018](#).

strumenti finanziari (25%, in netto calo rispetto al 45% del 2018), alle delibere sull'acquisto di azioni proprie (16%, anch'esse in calo rispetto al 29% del 2018)<sup>212</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, l'87% delle politiche prevede la corresponsione di una componente variabile per gli amministratori esecutivi: tale prassi è quasi sempre presente tra le società di dimensioni grandi e medie (rispettivamente nel 97% e nel 98% dei casi), mentre risulta un po' meno frequente tra le piccole (80%)<sup>213</sup>.

#### *3.7.1.1. Peso della remunerazione fissa e di quella variabile*

Uno dei principi cardine del Codice sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche risiede nell'adeguato bilanciamento della componente fissa e di quella variabile. Questa informazione è stata oggetto di specifiche raccomandazioni del Comitato nel Rapporto 2016, nel quale si evidenziava l'importanza di tale indicazione per un'adeguata informativa sulla struttura delle componenti variabili.

Dalle relazioni pubblicate nel 2019 risulta che il 79% delle società che aderiscono al Codice e che comunicano l'esistenza di una componente variabile per la remunerazione degli esecutivi fornisce anche l'indicazione del peso relativo della parte fissa e di quella variabile; il livello di adesione è maggiore nelle società grandi (94%) e medie (88%), ma comunque elevato anche nelle società piccole (69%).

#### *3.7.1.2. Parametri di riferimento della remunerazione variabile*

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.

---

<sup>212</sup> Cfr. Georgeson 2019, p. 15. I dati sul dissenso sono allineati alle raccomandazioni di voto contrario dei principali *proxy advisors*. Cit., p. 18 ss.

<sup>213</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 94% delle società che aderiscono al Codice e che prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi; un dato sostanzialmente stabile nel tempo<sup>214</sup>.

I parametri scelti possono essere diversi: molto frequente è il riferimento a indicatori di matrice contabile (96% dei casi) mentre è in aumento il riferimento a obiettivi “di business” (63% dei casi, rispetto al 57% del 2018). Nel 66% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al valore di mercato delle azioni (piani *stock-based*), anch’essi in aumento rispetto al 55% del 2018. Il legame con l’andamento del titolo è più frequente tra le società maggiori (91%) rispetto alle medie (72%) e alle piccole (54%) nelle quali è comunque in notevole aumento<sup>215</sup>; l’indicazione di tali parametri è molto diffusa, e in costante lieve aumento nel settore finanziario (94% dei casi)<sup>216</sup>.

Anche nel 2019 si è confermata la recente tendenza all’aumento delle società la cui politica di remunerazione prevede la possibilità di erogare compensi *una tantum*, il cui ammontare dipende prevalentemente da una valutazione *ex post* del consiglio di amministrazione; solo in pochi casi la somma erogabile ha un limite massimo (*cap*). I bonus *ad hoc* sono previsti nel 40% delle società quotate, rispetto al 37% del 2018, al 31% del 2017 e al 25% del 2016. Questi bonus *ad hoc* sono quasi sempre genericamente legati all’eventuale compimento di operazioni straordinarie e di importante valore strategico<sup>217</sup>. In alcuni casi i bonus *ad hoc* sembrano svolgere una funzione sostitutiva della remunerazione variabile: un decimo delle società (8 società piccole) che prevedono la possibile erogazione di premi monetari *ad hoc* non prevede alcun tipo di compenso variabile per gli amministratori esecutivi e indicano come motivazione l’opportunità di prevedere compensi idonei a trattenere specifiche figure professionali<sup>218</sup>.

---

<sup>214</sup> Le variazioni sono nell’ordine di circa un punto percentuale. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>215</sup> L’aumento dei riferimenti a parametri di business e al valore azionario riguarda tutti gli emittenti e appare particolarmente rilevante nelle società di dimensioni medie e piccole. In particolare, il riferimento al valore azionario è aumentato del 20% nelle medie e del 35% nelle piccole. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>216</sup> In aumento rispetto all’89% del 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>217</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>218</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

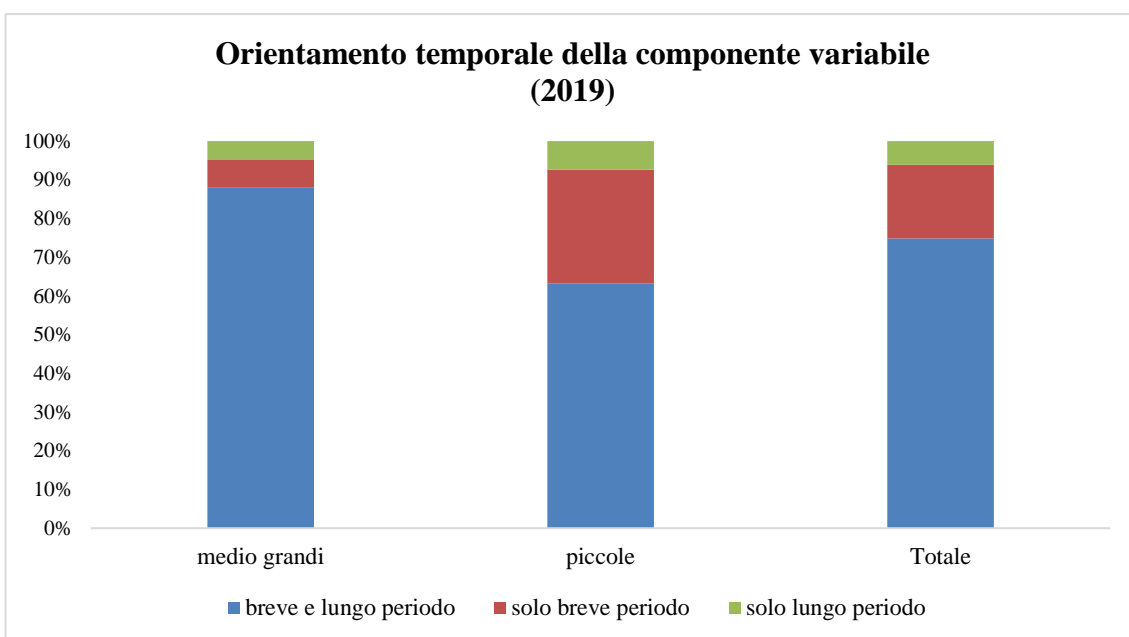


### 3.7.1.3. Orientamento di breve e di lungo termine della remunerazione variabile

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 19% dei casi mentre ha un esclusivo orientamento al lungo termine nel 6% dei casi<sup>219</sup>.

Complessivamente, dunque, circa l'80% delle società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi lega almeno una componente di tale remunerazione a obiettivi pluriennali.

La dimensione della società incide anche sulle modalità di erogazione dei sistemi di remunerazione di lungo termine: le società industriali di maggiori dimensioni prediligono veicoli basati sull'assegnazione dei diritti (p.e. piani *stock-based*, soprattutto nella forma di *stock grant*<sup>220</sup>), mentre quelle di minori dimensioni sembrano preferire l'erogazione di piani LTI di bonus *cash*<sup>221</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2019

<sup>219</sup> I dati sono sostanzialmente stabili, con un lieve aumento dei casi in cui le politiche prevedono soltanto obiettivi annuali (19% rispetto al 16% del 2018; era circa il 20% nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017; Assonime-Emittenti Titoli 2019).

<sup>220</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>221</sup> Cfr. TEH-Ambrosetti 2019, p. 115.

#### 3.7.1.4. Obiettivi 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.).

A tal riguardo, un'analisi monografica<sup>222</sup> condotta su tutte le società quotate<sup>223</sup> evidenzia come almeno la metà delle politiche per la remunerazione leghi, almeno in parte, la remunerazione variabile degli amministratori esecutivi anche a obiettivi di “*business*”, che possono essere sia natura finanziaria che non finanziaria<sup>224</sup>. Il riferimento a obiettivi “di *business*” è più frequente tra le società di grandi dimensioni (due terzi delle FTSE MIB).

Tra questi obiettivi si segnala la presenza di un numero limitato ma significativo di casi (12% di tutte le quotate) in cui le società hanno incluso tra i parametri delle remunerazioni variabili degli amministratori anche fattori di sostenibilità ambientale e sociale dell'attività di impresa: si tratta di una scelta che è stata riscontrata in un terzo delle società di grandi dimensioni e che appare legata agli obiettivi strategici della società, ragionevolmente influenzati dal settore di attività dell'impresa e pertanto più frequente nelle politiche remunerative di società che operano in settori più esposti a fattori ambientali (inquinamento) o sociali (numero elevato di lavoratori, produzione sviluppata

---

<sup>222</sup> Assonime, *The effects of the new Shareholders' Rights' Directive 2017/828/EU on directors' remuneration policies: sustainable remuneration policies between rules and (best) practices*, giugno 2019.

<sup>223</sup> Un'analisi dunque estesa anche alle società che non aderiscono al Codice di autodisciplina.

<sup>224</sup> Gli obiettivi di “*business*” censiti fanno riferimento, infatti, sia a obiettivi strategici dell'impresa e individuali dei singoli beneficiari e sono spesso legati a uno o un complesso di fattori tra cui i ricavi della società o di uno specifico ramo del *business*, alla *compliance* e alla reputazione della società, così come alla riduzione dei costi o alla misurazione del grado di soddisfazione dei clienti/utenti.

su scala internazionale, grado di rischio dell'attività svolta)<sup>225</sup>, per le quali tali fattori E&S<sup>226</sup> sono rilevanti per la sostenibilità dell'impresa nel lungo termine.

Dall'analisi dettagliata delle politiche che presentano tali obiettivi emerge che i criteri ambientali e sociali sono più frequentemente utilizzati per definire il compenso variabile di breve termine (tipicamente *bonus*)<sup>227</sup> e hanno in genere un peso non irrilevante nella determinazione della remunerazione variabile complessiva (circa il 10%). Le politiche per la remunerazione delle società quotate di grandi dimensioni prevedono obiettivi di sostenibilità nel 41% dei casi: essi sono legati in due terzi dei casi a piani di MBO e nel restante terzo dei casi a piani di LTI<sup>228</sup>.

Da questa analisi emergono anche alcune criticità intrinseche nell'applicazione dei parametri ESG: in particolare, i KPI ambientali e sociali utilizzati sono talvolta eccessivamente vaghi e ampi, rendendo più difficile dunque la verifica *ex post* della coerenza della remunerazione erogata con la politica precedentemente approvata; un elemento che in parte riflette la difficoltà di determinare con precisione gli elementi sociali e ambientali che possono avere un impatto sull'impresa e che in parte fa emergere anche aspetti di riservatezza circa la divulgazione di tali criteri, legati ai piani strategici dell'impresa<sup>229</sup>.

#### 3.7.1.5. Limite massimo alla remunerazione variabile

Il 90% delle società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile ha previsto nel 2019 limiti massimi per quest'ultima, secondo quanto raccomandato nel *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b).

La previsione di un *cap* al variabile appare sempre meno influenzata dalla dimensione della società: le società grandi e medie sono quasi sempre in linea con la relativa

---

<sup>225</sup> Le società che prevedono uno o più fattori ambientali e sociali tra quelli che compongono gli obiettivi cui è legata la remunerazione variabile degli amministratori esecutivi (e ancora più frequentemente quella degli alti dirigenti responsabili delle singole aree operative) appartengono, infatti, al settore estrattivo, petrolifero, gas, energetico, tessile o dei servizi. Cfr. Assonime 2019.

<sup>226</sup> *Enviromental e social*, che compongono l'acronimo di ESG.

<sup>227</sup> Cfr. Assonime 2019.

<sup>228</sup> Cfr. THE-Ambrosetti 2019, p. 92.

<sup>229</sup> Cfr. Assonime 2019.

raccomandazione del Codice (rispettivamente nel 91% e nel 94% dei casi); poco distanti anche le piccole (87%)<sup>230</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.

Le clausole di *claw-back* sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione di 125 società che aderiscono al Codice, pari al 60% del totale delle aderenti, in costante aumento rispetto al 56% del 2018, al 53% del 2017, al 48% del 2016 e al 34% del 2015; la previsione di tali clausole è quasi sempre accompagnata dalla descrizione del relativo *trigger event*<sup>231</sup> e in due terzi dei casi è accompagnata anche da forme di trattenimento (cd. *malus*)<sup>232</sup>. La previsione di tale clausola varia notevolmente in ragione della dimensione (85% delle società di maggiori dimensioni, rispetto al 77% delle medie e al 46% delle piccole) e del settore di appartenenza (nel settore finanziario tali clausole sono previste nel 95% dei casi, contro il 57% di quello non finanziario)<sup>233</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>234</sup>.

---

<sup>230</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>231</sup> Si tratta del 99% delle società che prevedono una clausola di *claw-back*. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>232</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>233</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>234</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, [2018 Guidelines – Continental Europe](#), p. 26, mentre non sembra esplicitata da ISS, [European Proxy Voting Guidelines](#), p. 21, che si riferisce a “24 months’ pay”. Una considerazione più ampia delle diverse soluzioni ritenute compatibili con una raccomandazione di voto

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita. Nel 7% dei casi gli emittenti paiono escludere qualsiasi futura erogazione a favore degli amministratori in caso di dimissioni o licenziamento. Nel restante 93% dei casi la *policy* non esclude la possibilità di future erogazioni ma solo in circa la metà di essi <sup>235</sup> definisce una regola per il calcolo dell'eventuale indennità, come richiesto dal Codice, mentre negli altri sembra che tale determinazione sia lasciata a una decisione al momento dell'evento. Quando prevista la regola spesso fissa il limite massimo in due annualità di remunerazione, che in due terzi dei casi è definita come somma del compenso fisso e di quello variabile e nel restante terzo dei casi come solo compenso fisso.

### *3.7.4 Una valutazione di sintesi delle politiche di remunerazione*

Le politiche di remunerazione delle società che aderiscono al Codice mostrano un costante, sebbene graduale, miglioramento qualitativo rispetto alle raccomandazioni del Codice. D'altro lato, su questo tema, le aspettative degli investitori sono crescenti ed è importante che le società assicurino una sempre più efficace trasparenza delle loro scelte.

Gli aspetti positivi dell'evoluzione delle prassi riguardano la struttura complessiva della politica e la sua articolazione, grazie anche al consolidarsi del ruolo del comitato remunerazione. Si riscontra anche un progressivo spostamento delle politiche verso orizzonti di medio-lungo periodo.

Un aspetto degno di attenzione riguarda la diffusa e crescente presenza della possibilità di attribuire bonus "*ad hoc*", che limita la possibilità di definire parametri sufficientemente trasparenti per la remunerazione variabile "potenziale" complessiva, con il risultato che per circa la metà delle società quotate la politica di remunerazione degli amministratori esecutivi presenta rilevanti margini di indeterminatezza.

Un altro aspetto suscettibile di miglioramenti riguarda la gestione delle indennità da attribuire in caso di cessazione dalla carica degli amministratori esecutivi. In questa area peraltro, si nota un miglioramento progressivo della trasparenza di un fenomeno, strutturalmente complesso, che prima dell'introduzione nel Codice di specifiche raccomandazioni al riguardo, era totalmente opaco. Nel 2019 la gestione delle indennità di fine carica è totalmente trasparente per oltre la metà delle società quotate (il 60% di

---

favorevole è stata elaborata da Frontis Governance, [Principi di corporate governance e politiche di voto per il mercato italiano](#), p. 28.

<sup>235</sup> Era di poco superiore nel 2018 (62%); la variazione è dovuta in parte all'utilizzo di una metodologia più rigorosa e analitica sui dati pubblicati nel 2019. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018; Assonime-Emittenti Titoli 2019.

quelle medio-grandi). Inoltre, la maggior parte (circa il 75%) delle società per le quali il grado di trasparenza delle condizioni dell'eventuale indennità sono meno trasparenti sono società medio-piccole a controllo familiare, nelle quali il fenomeno delle cessazioni anticipate dalla carica è strutturalmente meno frequente.

**Il Comitato ribadisce come un'adeguata definizione dell'orientamento a lungo termine di una porzione significativa del compenso variabile costituisca un valido incentivo per allineare gli interessi dell'amministratore con l'obiettivo di sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, e dovrebbe essere pertanto sempre presente e valorizzata. A tal fine, il Comitato invita gli emittenti a considerare nelle politiche per la remunerazione anche fattori ambientali e sociali dell'attività di impresa, qualora rilevanti per la società e in coerenza con gli obiettivi strategici definiti nel *business plan* della società.**

**Al contempo, il Comitato raccomanda agli organi di amministrazione e ai competenti comitati consiliari di verificare l'esistenza di politiche che consentono erogazioni *una tantum* non paramtrate a criteri chiaramente determinati o determinabili *ex ante*; queste prassi rappresentano, infatti, una significativa eccezione ai principi di trasparenza, prevedibilità e verificabilità della coerenza della remunerazione degli esecutivi e dovrebbero essere pertanto limitate e comunque circostanziate da almeno un parametro predeterminabile (p.e. un *cap*).**

**Il Comitato ribadisce l'importanza di una adeguata e trasparente politica sulle indennità di fine carica e invita i comitati consiliari competenti in materia a verificare l'esistenza, e valutare l'adeguatezza, delle regole per la definizione di eventuali erogazioni.**

### ***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>236</sup>.

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 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.).

L'approfondimento 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>237</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), ma piuttosto alla luce dell'impegno atteso da tali soggetti nell'adempimento del relativo incarico e ai conseguenti profili di responsabilità.

In tale contesto, le remunerazioni effettivamente riconosciute appaiono spesso, soprattutto nelle società di minori dimensioni, inadeguate considerata la professionalità, la competenza e l'impegno richiesti sia alla componente non esecutiva e indipendente dei consigli di amministrazione (soprattutto quando partecipa dei lavori dei comitati endo-consiliari, cui sono attribuite crescenti funzioni istruttorie, propositive e consultive), sia

---

<sup>236</sup> Comitato per la Corporate Governance, [Relazione annuale 2017](#), p. 70, con particolare *focus* sulla remunerazione media degli amministratori indipendenti nelle società quotate, distinte per dimensione (grandi, medie, piccole). In tale sede il Comitato aveva evidenziato come la media dei loro compensi apparisse insufficiente, soprattutto con riferimento alle società piccole che hanno fatto registrare una remunerazione media dei non esecutivi inferiore a 25.000 euro.

<sup>237</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

ai componenti dell'organo di controllo, chiamati a crescenti impegni e responsabilità che derivano anche dai compiti loro attribuiti nei rapporti con le Autorità di vigilanza.

Il fenomeno è stato già osservato in passato nelle attività di monitoraggio sull'applicazione del Codice ed è stato già oggetto di alcune osservazioni del Comitato e appare ancora più evidente alla luce di una comparazione internazionale. In particolare, mettendo a confronto società di analoghe dimensioni, si segnala che gli amministratori non esecutivi delle società italiane<sup>238</sup> hanno una remunerazione mediana sostanzialmente inferiore rispetto ai colleghi britannici<sup>239</sup>, soprattutto nelle società di minori dimensioni: la differenza è pari a circa il 15% nelle società molto grandi (con capitalizzazione superiore a 10 miliardi di euro), crescendo al 30% nelle società medio-grandi (con capitalizzazione compresa tra 1 e 10 miliardi di euro) e attestandosi addirittura al 50% nelle società di media dimensione (con capitalizzazione compresa tra 500 milioni e un miliardo di euro).

La differenza persiste, seppur in maniera meno accentuata, anche nella comparazione della remunerazione dei componenti dell'organo di controllo delle società italiane rispetto ai membri dell'*audit committee* delle società britanniche: la remunerazione mediana dei presidenti di tali organi è più elevata nel Regno Unito di circa il 20% nelle società più grandi e di circa il 12% nelle società medio-grandi e medie. Il "*pay gap*" è poi particolarmente rilevante per i componenti "semplici" di tali organi: la remunerazione mediana dei componenti l'*audit committee* delle società britanniche è superiore del 30% a quella dei sindaci delle società italiane in tutte le classi dimensionali.

**Anche alla luce dell'analisi comparata, il Comitato raccomanda agli organi di amministrazione – e ai relativi comitati competenti in materia di remunerazione – di verificare che la misura dei compensi riconosciuti agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell'organo di controllo sia adeguata alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dal loro incarico. Un valido ausilio potrebbe derivare, a tal fine, da un riferimento alle pratiche di remunerazione diffuse, anche all'estero, nei settori di riferimento e per società di analoghe dimensioni.**

---

<sup>238</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>239</sup> Cfr. KPMG, *Guide to Directors' Remuneration 2018*.



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

#### 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>240</sup>, ma sono nominati in tutto o in parte dal governo. La nomina dell'intera commissione spetta al ministero competente sia in Olanda<sup>241</sup> che in Germania<sup>242</sup>, mentre nel Regno Unito sono di nomina governativa soltanto il presidente e il vice-presidente del comitato<sup>243</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

---

<sup>240</sup> Si veda, ad esempio, la composizione del comitato olandese e di quello tedesco.

<sup>241</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>242</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>243</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*.

italiano e quello svedese, i comitati hanno una rappresentatività più ampia, 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 tal 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: da un lato, in alcuni paesi coesistono più monitoraggi, condotti da soggetti distinti, ciascuno con un ambito e con finalità potenzialmente diverse; dall'altro lato, il soggetto competente per il monitoraggio sull'applicazione del codice può essere, anche in presenza di un solo monitoraggio, un soggetto diverso da quello competente per la sua redazione.

Nella maggior parte dei casi, il soggetto competente per la redazione del codice conduce anche l'attività di monitoraggio: gli esempi più evoluti di tale prassi si rinvencono nel Regno Unito con il *Financial Reporting Council*, in Olanda, con la *Monitoring Commissie*, come pure in Spagna e Portogallo che delegano alle rispettive autorità di vigilanza, CNMV e CMVM. Diversamente, in Germania la *Corporate Governance Regierungskommission* è competente per la sola redazione del codice e nulla dispone in merito all'attività di monitoraggio, sviluppato nel mondo accademico, dapprima dal *Berlin Corporate Governance Center* e recentemente anche dall'università di Leipzig.

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 un'analisi critica dei dati forniti dal Rapporto Assonime-Emittenti Titoli, integrata con quelli riportati in 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>244</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>245</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 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

---

<sup>244</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>245</sup> Si tratta, in particolare, del comitato francese e del comitato svedese, entrambi organismi interamente privati.

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 rappresentativa dell'Alto Comitato<sup>246</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 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.

A fine 2018, il 94% delle società italiane con azioni quotate sull'MTA ha dichiarato formalmente di aderire all'ultima versione del Codice<sup>247</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 un buon livello di informazione offerto dalle relazioni sul governo societario. Gli emittenti descrivono generalmente in modo chiaro ed 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.

Per gran parte delle raccomandazioni del Codice il grado di applicazione è elevato. Permangono però alcune aree dove, 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 al relativo scostamento risulta

---

<sup>246</sup> L'annuncio era contenuto nel comunicato stampa in occasione dell'ultima revisione del codice francese. V. *supra*, par. Parte I, paragrafo 2.1.

<sup>247</sup> Si tratta dell'edizione 2015 del Codice di autodisciplina; tra queste, molte hanno comunque dichiarato nelle proprie relazioni anche l'intenzione di adottare le raccomandazioni contenute nella edizione 2018 del Codice.

insoddisfacente. Tali aree sono chiaramente individuate nel Rapporto e su di esse il Comitato ha formulato specifiche raccomandazioni, graficamente evidenziate nel testo, volte a incentivare gli emittenti a una più sostanziale e trasparente applicazione del Codice.

### ***2.1. Gli effetti delle raccomandazioni inviate nel 2018***

Nel Rapporto pubblicato a dicembre 2018, il Comitato raccomandava agli emittenti di valutare, e se del caso migliorare, la concreta e sostanziale applicazione di alcune *best practice* contenute nel Codice, e di considerare l'opportunità di un più ampio miglioramento qualitativo, al di là delle raccomandazioni del Codice, in alcune aree della *governance*. Il Rapporto è stato trasmesso agli esponenti di rilievo di tutti gli emittenti insieme a una lettera formale in cui il Presidente del Comitato invitava gli organi sociali dei medesimi emittenti a esaminare, anche in sede di autovalutazione, le principali aree di miglioramento che emergevano dal Rapporto ed erano oggetto di specifiche raccomandazioni nella lettera di accompagnamento (“Raccomandazioni del Comitato per il 2019”), al fine di individuare le possibili evoluzioni della propria *governance* e di colmare eventuali lacune nell'applicazione o nelle spiegazioni fornite, con adeguata *disclosure* sulle iniziative intraprese nella prossima 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.

In oltre il 75% dei casi (in deciso aumento rispetto al 50% del 2018) gli emittenti hanno dato puntuale riscontro alle indicazioni della lettera, dichiarando di aver utilizzato le indicazioni del Comitato per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice: oltre la metà di tali emittenti dichiara di essere già in linea con tutte o parte delle raccomandazioni del Codice, mentre circa un quarto delle società ha individuato tra i temi evidenziati dal Comitato una o più aree di possibile miglioramento della propria *governance*, indicando le iniziative che ha avviato o intende avviare a tal fine. Nei restanti casi, gli emittenti si sono limitati a menzionare l'avvenuto esame del contenuto della lettera in sede consiliare senza esprimere alcuna valutazione (circa il 14%) o hanno rinviato l'esame di tale lettera a una riunione consiliare nel corso dell'esercizio 2019 (6%).

È interessante notare come un numero significativo di emittenti che non aderiscono al Codice (5 su 11 delle società censite) dichiarino che il proprio organo amministrativo ha considerato le indicazioni della lettera sopra indicata, confermando il valore orientativo delle attività di monitoraggio del Comitato per tutte le società quotate.

In base all'analisi delle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2018, nelle Raccomandazioni del Comitato per il 2019 erano state individuate quattro principali aree di miglioramento relative:

- all'adeguatezza dell'informativa pre-consiliare;
- all'applicazione dei criteri di indipendenza raccomandati dal Codice;
- alla trasparenza e alla *governance* della *board review*;
- alla trasparenza e all'adeguatezza delle politiche per la remunerazione degli amministratori esecutivi.

L'analisi delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2019 evidenzia alcuni segnali di miglioramento in tali aree, accompagnati tuttavia dalla permanenza di diffuse debolezze applicative. Il Comitato conferma quindi l'importanza che gli emittenti si impegnino ulteriormente per allineare le loro pratiche alle raccomandazioni in materia e ha individuato anche queste aree tra quelle su cui elaborare indicazioni più stringenti nella nuova edizione del Codice.

L'adeguatezza dei *flussi informativi* consiliari risulta ancora insoddisfacente in oltre la metà delle società quotate. In particolare, è stabile nel tempo il numero di emittenti (circa un terzo di quelli che aderiscono al Codice) che fanno generico riferimento a ragioni di riservatezza quali esimenti al rispetto del termine congruo; appare invece in lieve (ma significativo) aumento l'indicazione circa l'effettivo rispetto del termine precedentemente fissato come congruo, comunicato ora quasi dal 60% delle società che aderiscono al Codice, rispetto al 56% del 2018.

Quanto all'applicazione dei criteri di *indipendenza* indicati dal Codice, i dati 2019 delineano una situazione in graduale miglioramento. Mentre appaiono sostanzialmente cristallizzate le decisioni delle società di derogare uno o più criteri di indipendenza raccomandati dal Codice, risultano in costante diminuzione i casi di amministratori la cui indipendenza è considerata "a rischio" (soprattutto in relazione al superamento del limite dei nove anni di mandato e alla percezione di remunerazioni aggiuntive di importo significativo rispetto al compenso per la carica e per la partecipazione ai comitati). Al contempo, resta ancora elevato, seppur in graduale diminuzione, il numero di casi in cui le spiegazioni che giustificano la qualificazione di un amministratore non esecutivo in termini di indipendenza sono assenti o generiche. Si conferma, infine, molto rara la scelta delle società di offrire nelle relazioni sul governo societario informazioni in merito ai criteri quantitativi e/o qualitativi utilizzati per la valutazione della significatività dei rapporti che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza.

Quanto alla **board review**, essa – sebbene frequente tra le società che aderiscono al Codice (circa il 90%) – appare ancora migliorabile quanto a trasparenza circa le modalità di svolgimento (in un terzo dei casi, stabili nel tempo, sono fornite solo informazioni sommarie) e relativamente all’attribuzione di una funzione di supervisione e coordinamento a una componente interna al consiglio, almeno per quanto concerne la definizione del perimetro e delle modalità di svolgimento.

Infine, riguardo alle **politiche per la remunerazione degli amministratori esecutivi** si osserva che circa un quinto delle società che prevedono l’erogazione di una componente variabile non lega il relativo compenso, neanche in parte, ad obiettivi di lungo termine; inoltre, in linea con le rilevazioni effettuate nel 2018, un terzo degli emittenti che aderiscono al Codice prevede la possibilità di erogare bonus “*ad hoc*” che non sono oggetto di una chiara regolazione all’interno della politica per la remunerazione e per i quali quindi non appare possibile valutare *ex ante* la loro coerenza con il conseguimento di obiettivi di lungo termine, secondo criteri di prevedibilità e verificabilità.

In relazione ai temi sopra evidenziati, il monitoraggio effettuato nel 2019 rileva dunque un significativo miglioramento solo con riferimento alla diminuzione progressiva del numero degli amministratori indipendenti “a rischio”. In materia di remunerazione occorre tuttavia considerare che le relative politiche hanno normalmente un orizzonte pluriennale e, quindi, la loro revisione per accogliere le raccomandazioni del Comitato non può che essere graduale.

## **2.2. Le principali aree di miglioramento individuate nel 2019**

Alla luce delle risultanze del Rapporto per il 2019 e dell’analisi dei comportamenti degli emittenti sui temi evidenziati nella relativa lettera di accompagnamento, nonché delle riflessioni e degli approfondimenti svolti per la revisione del Codice, il Comitato ha individuato quest’anno quattro principali aree su cui sollecitare un miglioramento delle prassi di *governance* degli emittenti, rivolgendosi non soltanto all’organo amministrativo, ma anche, per quanto di competenza, all’organo di controllo. Le aree individuate da parte del Comitato riguardano in particolare: 1) la sostenibilità, intesa quale profilo di portata generale e strategica per l’attività di impresa; 2) la qualità dell’informativa al consiglio di amministrazione; 3) la qualità delle valutazioni di indipendenza, intesa quale elemento fondamentale per un efficace funzionamento del sistema di *corporate governance* delineato dal Codice; 4) l’adeguatezza delle remunerazioni degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell’organo di controllo, anche alla luce di un’analisi comparata.

- La prima area di miglioramento riguarda dunque la gestione dei temi di **sostenibilità** dell'attività di impresa e della sua capacità di perseguire la creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti anche tenendo conto degli interessi dei vari altri *stakeholder* rilevanti per la società.

Il Codice vigente fornisce già alcune indicazioni sull'importanza di una visione sostenibile dell'attività d'impresa, raccomandando che la politica di gestione dei rischi valuti gli elementi *“che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente”* (art. 1.C.1, lett. b). Il Codice inoltre, nel *commento* all'articolo 4, fornisce alcune indicazioni organizzative, per le società appartenenti all'indice FTSE MIB, volte ad attribuire a un comitato endo-consiliare specifiche funzioni di supporto al consiglio in materia di sostenibilità.

Il Comitato osserva come, nonostante un buon grado di applicazione di queste indicazioni, in molti casi manchi una chiara attribuzione al consiglio di amministrazione della responsabilità di considerare il tema della sostenibilità come parte integrante e fondamentale nella definizione delle strategie d'impresa.

L'attribuzione a un comitato endo-consiliare di funzioni istruttorie e di supporto in tema di sostenibilità è talvolta formulata in termini generici, evidenziando il rischio di una gestione dei temi di sostenibilità orientata soprattutto a funzioni comunicative, in particolare per soddisfare gli obblighi in materia di informazione non finanziaria.

Da un'analisi condotta dalla Consob sui documenti pubblicati nel primo anno di applicazione della normativa che ha introdotto tali obblighi risulta che *“la maggior parte delle imprese ha operato in un'ottica di compliance, mentre pochi emittenti, prevalentemente di maggiori dimensioni, hanno colto l'occasione offerta dalla direttiva per avviare un processo di trasformazione in grado di coinvolgere modelli di business, governance e strategie”*<sup>248</sup>.

### **Raccomandazione 1:**

**Il Comitato invita i consigli di amministrazione a integrare la sostenibilità dell'attività d'impresa nella definizione delle strategie e della politica di**

---

<sup>248</sup> Consob, [Non-financial information as a driver of transformation Evidence from Italy](#), p. 3.



**remunerazione, anche sulla base di un'analisi di rilevanza dei fattori che possono incidere sulla generazione di valore nel lungo periodo.**

- La seconda area di miglioramento continua a riguardare la **qualità dell'informativa** al consiglio di amministrazione. Come osservato anche in sede di esame degli effetti della lettera inviata nel 2018, l'adeguatezza dei flussi informativi consiliari risulta, anche ad esito di un esame sempre più approfondito delle prassi applicate e riportate nelle relazioni sul governo societario, ancora insoddisfacente in oltre la metà delle società quotate. In particolare, è stabile nel tempo il numero di emittenti (circa un terzo di quelli che aderiscono al Codice) che fanno generico riferimento a ragioni di riservatezza quali esimenti al rispetto del termine congruo; appare invece in lieve (ma significativo) aumento l'indicazione circa l'effettivo rispetto del termine precedentemente fissato come congruo, comunicato ora quasi dal 60% delle società che aderiscono al Codice, rispetto al 56% del 2018.

#### **Raccomandazione 2:**

**Il Comitato raccomanda alle società di curare, anche nell'eventuale regolamento dei lavori consiliari, un'adeguata gestione dei flussi informativi al consiglio di amministrazione, assicurando che le esigenze di riservatezza siano tutelate senza compromettere la completezza, la fruibilità e la tempestività dell'informativa.**

- La terza area di miglioramento riguarda, anch'essa, un tema già oggetto di passate raccomandazioni del Comitato relativo alla concreta e integrale applicazione dei criteri di **indipendenza** raccomandati dal Codice.

I dati raccolti nel 2019 evidenziano il permanere di un numero significativo di criticità nella qualificazione degli amministratori indipendenti e la scarsa qualità delle informazioni fornite dagli emittenti sia con riferimento alla scelta di discostarsi dai criteri indicati dal Codice sia con riferimento alla qualità complessiva dell'adesione al modello di indipendenza delineato dal Codice stesso.

In particolare, pur a fronte di una significativa riduzione dei casi di amministratori indipendenti “a rischio”<sup>249</sup>, che appaiono a fine 2019 in deciso calo rispetto agli anni precedenti (quasi un quinto in meno rispetto al 2018), il monitoraggio evidenzia da un lato il permanere ancora di un numero significativo di tali situazioni “a rischio” e dall’altro fa emergere un quadro sostanzialmente cristallizzato circa la scelta degli emittenti di disapplicare *tout court* ovvero di applicare con prevalenza della sostanza sulla forma le singole fattispecie, indicate nel Codice, che incidono o possono incidere sull’indipendenza dell’amministratore (tale fenomeno si registra, rispettivamente, nell’8% e nel 17% dei casi).

L’analisi 2019 conferma, inoltre, la scarsità di informazioni in merito alla valutazione della significatività dei rapporti che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza (tale valutazione è comunicata da appena il 7% degli emittenti che aderiscono al Codice).

A fronte del 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, il Comitato osserva come una applicazione rigorosa dei criteri indicati dal Codice possa incidere significativamente sull’efficacia e sull’adeguatezza dei sistemi di *governance*.

### **Raccomandazione 3:**

**Il Comitato invita gli organi di amministrazione ad applicare con maggior rigore i criteri di indipendenza definiti dal Codice e gli organi di controllo a vigilare circa la corretta applicazione di tali criteri. Il Comitato, oltre a ribadire l’eccezionalità e la necessaria motivazione individuale – legata dunque al caso concreto del singolo amministratore – della deroga a ogni criterio di indipendenza raccomandato dal Codice, invita gli emittenti a porre maggiore attenzione alla valutazione della significatività dei rapporti oggetto di valutazione. A tal fine, il Comitato invita gli organi di amministrazione a definire *ex-ante* i criteri quantitativi e/o qualitativi da utilizzare per la valutazione di significatività dei rapporti oggetto di esame. Tali criteri**

---

<sup>249</sup> Intesi quali amministratori qualificati come indipendenti che tuttavia versano in specifiche situazioni, oggettivamente misurabili, di non indipendenza ai sensi del Codice (carica ultra-novennale, compensi particolarmente elevati, altri incarichi nella società).

**dovrebbero riguardare la posizione complessiva, non limitata al beneficio meramente economico, dell'amministratore la cui indipendenza è oggetto di valutazione, e trovare adeguata e trasparente comunicazione al mercato nella relazione sul governo societario.**

- La quarta area di miglioramento riguarda la **remunerazione** degli **amministratori non esecutivi** e dei **componenti dell'organo di controllo**, soprattutto nelle società medio-piccole.

Qui l'analisi del Comitato si è concentrata sul dato empirico delle remunerazioni riconosciute a tali soggetti, che sono state esaminate 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), ma piuttosto alla luce dell'impegno atteso da tali soggetti nell'adempimento del relativo incarico e ai conseguenti profili di responsabilità.

In tale contesto, le remunerazioni effettivamente riconosciute appaiono spesso, soprattutto nelle società di minori dimensioni, inadeguate considerata la professionalità, la competenza e l'impegno richiesti sia alla componente non esecutiva e indipendente dei consigli di amministrazione (soprattutto quando partecipa dei lavori dei comitati endo-consiliari, cui sono attribuite crescenti funzioni istruttorie, propositive e consultive), sia ai componenti dell'organo di controllo, chiamati a crescenti impegni e responsabilità che derivano anche dai compiti loro attribuiti nei rapporti con le Autorità di vigilanza.

Il fenomeno è stato già osservato in passato nelle attività di monitoraggio sull'applicazione del Codice ed è stato già oggetto di alcune osservazioni del Comitato<sup>250</sup>, svolte anche alla luce delle attuali raccomandazioni del Codice in merito all'adeguatezza dei relativi compensi, appare ancora più evidente a livello comparato. In particolare, mettendo a confronto società di analoghe dimensioni, si segnala che gli amministratori non esecutivi delle società italiane hanno una remunerazione mediana sostanzialmente inferiore rispetto ai colleghi britannici, soprattutto nelle società di minori dimensioni: la differenza è pari a circa il 15%

---

<sup>250</sup> Comitato per la Corporate Governance, [Relazione annuale 2017](#), p. 70, con particolare focus sulla remunerazione media degli amministratori indipendenti nelle società quotate, distinte per dimensione (grandi, medie, piccole).

nelle società molto grandi (con capitalizzazione superiore a 10 miliardi di euro), crescendo al 30% nelle società medio-grandi (con capitalizzazione compresa tra 1 e 10 miliardi di euro) e attestandosi addirittura al 50% nelle società di media dimensione (con capitalizzazione compresa tra 500 milioni e un miliardo di euro). La differenza persiste, seppur in maniera meno accentuata, anche nella comparazione della remunerazione dei componenti dell'organo di controllo delle società italiane rispetto ai membri dell'*audit committee* delle società britanniche: la remunerazione mediana dei presidenti di tali organi è più elevata nel Regno Unito di circa il 20% nelle società più grandi e di circa il 12% nelle società medio-grandi e medie. Il "pay gap" è poi particolarmente rilevante per i componenti "semplici" di tali organi: la remunerazione mediana dei componenti l'*audit committee* delle società britanniche è superiore del 30% rispetto a quella dei sindaci delle società italiane in tutte le classi dimensionali.

#### **Raccomandazione 4:**

**Anche alla luce dell'analisi comparata, il Comitato raccomanda agli organi di amministrazione – e ai relativi comitati competenti in materia di remunerazione – di verificare che la misura dei compensi riconosciuti agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell'organo di controllo sia adeguata alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dal loro incarico. Un valido ausilio potrebbe derivare, a tal fine, da un riferimento alle pratiche di remunerazione diffuse nei settori di riferimento e per società di analoghe dimensioni, eventualmente anche considerando le esperienze estere comparabili.**



**Comitato per la Corporate Governance:**

*Patrizia Grieco (Presidente)*

*Tommaso Corcos (Vicepresidente)*

*Carlo Acutis*

*Paolo Astaldi*

*Stefania Bariatti*

*Cesare Bioni*

*Santo Borsellino*

*Innocenzo Cipolletta*

*Maria Bianca Farina*

*Gabriele Galateri di Genola*

*Fabio Galli*

*Andrea Ghidoni*

*Gian Maria Gros-Pietro*

*Raffaele Jerusalmi*

*Emma Marcegaglia*

*Stefano Micossi*

*Marcella Panucci*

*Alessandro Profumo*

*Salvatore Rossi*

*Giovanni Sabatini*

*Maurizio Sella*

*Andrea Sironi*

*Massimo Tononi*

**Esperti:**

*Bruno Cova, Piergaetano Marchetti, Angelo Provasoli*

**Segreteria Tecnica:**

*Marcello Bianchi (Coordinatore – rappresentante di Assonime), Alessandro Chieffi (Segretario del Comitato), Livia Gasperi (rappresentante di Borsa Italiana), Antonio Matonti (rappresentante di Confindustria), Massimo Menchini (rappresentante di Assogestioni), Pietro Negri (rappresentante di ANIA), 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)*.





© 2019 *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.