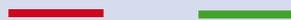


COMITATO  
ITALIANO  
CORPORATE  
GOVERNANCE



## RELAZIONE 2017

*sull'evoluzione  
della corporate governance delle società quotate*

5° 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) e di investitori professionali (Assogestioni) insieme a Borsa Italiana S.p.A.

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.

L'attuale versione del [Codice di Autodisciplina](#) è stata approvata dal Comitato nel luglio 2015.

## INDICE

<b>EXECUTIVE SUMMARY .....</b>	<b>1</b>
<b>I. RELAZIONE ANNUALE 2017.....</b>	<b>5</b>
<b>1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance .....</b>	<b>5</b>
1.1. La nuova composizione del Comitato.....	5
1.2. Le attività del Comitato e il piano di lavoro .....	6
1.3. La partecipazione del Comitato alle iniziative in ambito internazionale .....	7
1.4. La Italy Corporate Governance Conference .....	8
<b>2. Evoluzione dell'autodisciplina europea e internazionale.....</b>	<b>9</b>
2.1. Le modifiche ai Codici per la corporate governance nei principali paesi europei.....	9
2.2. I Codici per la corporate governance delle società di minori dimensioni e/o non quotate .....	14
2.3. L'evoluzione delle best practice rivolte agli investitori istituzionali .....	17
2.4. Il Rapporto dell'UNEP sulla sostenibilità del sistema finanziario italiano e la Guida del Gruppo London Stock Exchange e Borsa Italiana sul reporting ESG .....	19
<b>3. L'evoluzione della regolamentazione nazionale ed europea in materia di governance ..</b>	<b>20</b>
3.1. Lo studio dell'OCSE su "flexibility and proportionality in corporate governance policy making" ....	20
3.2. Il recepimento della nuova direttiva shareholders' rights .....	22
3.3. I requisiti degli amministratori delle banche.....	23
3.4. I riflessi sulle corporate governance dell'attuazione della direttiva sulle informazioni non finanziarie e sulle politiche di diversità.....	25
<b>II. RAPPORTO SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA .....</b>	<b>27</b>
<b>1. Parte generale: la corporate governance delle società quotate alla luce del Codice di autodisciplina .....</b>	<b>28</b>
1.1. L'adesione al Codice di autodisciplina .....	28
1.2. La composizione dell'organo amministrativo.....	30
1.3. Il funzionamento del consiglio di amministrazione .....	37
1.4. Le valutazioni e gli orientamenti strategici del consiglio su competenza e professionalità degli amministratori .....	39
1.5. Gli amministratori indipendenti .....	47
1.6. I comitati consiliari .....	50
1.7. La politica sulla remunerazione .....	54
1.8. La governance della sostenibilità .....	62
<b>2. Una valutazione di sintesi .....</b>	<b>65</b>
2.1. Il grado di adesione al Codice .....	65

2.2. Le ulteriori aree di miglioramento della governance .....	69
<b>III. INIZIATIVE DEL COMITATO PER UNA MIGLIORE ADESIONE AL CODICE DI AUTODISCIPLINA .....</b>	<b>71</b>
<b>1. Le attività di monitoraggio dell'applicazione dei codici e l'interazione con le società quotate .....</b>	<b>71</b>
1.1. L'attività di monitoraggio .....	72
1.2. L'interazione con le società quotate.....	73
<b>2. Le raccomandazioni del Comitato alle società quotate.....</b>	<b>74</b>
2.1. Valutazione degli effetti delle raccomandazioni 2016.....	74
2.2 Le raccomandazioni 2017 .....	75

## EXECUTIVE SUMMARY

Since 2013, the Corporate Governance Committee issues an Annual Report providing information about Committee's activities and the evolution of Italian listed companies' governance.

This year, the Report provides:

- a general overview on Committee's activities and main national and international developments in corporate governance;
- an in-depth analysis of Italian corporate governance and of the compliance of Italian listed companies with main Code recommendations;
- main areas of weaker compliance or scant disclosure, asking Italian listed companies for a better implementation of the Code;
- an overview of the new challenges for corporate governance, where current standards and practices could be further improved to face the evolution of investors requests and markets developments.

### **European and international developments**

The Committee monitors corporate governance trends and evolutions at European and international level, in order to detect the evolution of new best practices and grasp markets expectations toward listed companies.

To this aim, the Report analyses the debate and initiatives regarding Corporate Governance Codes, as a primary self-regulatory standard for listed companies, in the main countries and the evolution of rules and regulations which affect the corporate governance of Italian listed companies.

The Report illustrates the Committee's active involvement in the corporate governance debate in European and international fora:

- the Chair of the Committee meets, on annual basis, the representatives of other corporate governance committees in France, Germany, the Netherlands and the United Kingdom. In 2017, the five Chairmen published a public statement recommending national and European legislators to consider the evolution of European corporate governance codes and the opportunity of developing a

balanced regulatory and self-regulatory framework on corporate governance issues;

- the Committee contributes, through the Chair of its Technical Secretariat, to the OECD international standard setting on corporate governance;
- the Committee holds its representatives also in the European Corporate Governance Codes Network.

Considering such developments, the Committee observes that national and international policy makers are increasingly interested in:

- developing flexibility and proportionality in corporate governance ruling, both at self-regulation and mandatory regulation levels, in particular to encourage smaller and growth companies' access to capital markets;
- enhancing institutional investors' stewardship responsibilities, to be discharged also through the development of an open dialogue with investee companies, with the provision of adequate procedures from both investors' and companies' side;
- promoting sustainability as a key principle in defining company's corporate governance model, long-term oriented strategies and remuneration policies, and, overall, company's culture.

### **Corporate Governance in Italy – compliance with main Code recommendations**

90% of Italian listed companies is adopting the last edition of the Corporate Governance Code and their compliance rate is generally high.

On average, companies implement effectively about 75% of the main Code recommendations, with a significant size related effect: overall compliance picks up to 90% among larger firms, while it is about 80% for medium-sized ones and around 65% for smaller companies.

According to Code requirements, companies do almost always explain individual cases of non-compliance, but the quality of such explanations should be improved to enable investors to assess company's governance and take their own decisions, both for trading and engagement purposes.

The main areas of weaker compliance and disclosure, where the Committee calls issuers for a stronger implementation of the Code, are:

- the promptness and completeness of the board pre-meeting information;

- the role of the nomination committee, also in companies with a more concentrated ownership structure, and the quality of disclosure regarding their effective activity;
- some aspects of the remuneration policy, having particular regard to the long term-orientation of variable components for executives, the provision of claw-back clauses and a clear governance of possible severance payments.

### **Corporate Governance in Italy – the way forward**

The Committee identifies some areas of further evolution of corporate governance, where companies reached a high compliance rate with individual Code recommendations, but their governance model might still be improved, in order to meet market expectations and evolve in the international governance framework.

In this regard, the Committee suggests listed companies to consider:

- the adoption of well-structured succession plans for executive directors, in order to ensure continuity and stability in the company's management;
- a thorough evaluation and disclosure about effective directors' independence, considering also the appropriateness of their remunerations;
- the enhancement of the board evaluation process, through the assessment of board's effectiveness and performance, considering, among other tasks, the adoption of strategic plans and board's oversight on company's management and on the appropriateness of the internal control system.

In this context, the Committee intends to continue: (i) enhancing the evolution of corporate governance standards and the actual behaviour of Italian listed companies, as well as (ii) promoting a stronger engagement by investors.

These goals will be pursued through the strengthening of some Code recommendations on the main critical issues highlighted in the Committee's monitoring activity and more generally to support companies to develop a stronger orientation of corporate governance toward sustainability of business activity.

Therefore, the Committee plans a revision of the Code, to be realised in the next two years, aimed at:

- further promoting diversity, including gender, in corporate board composition and in the business organization;

- strengthening the proportional approach to small and growth companies, to incentivize their access to capital markets;
- strengthening the role of the board.

## I. RELAZIONE ANNUALE 2017

Il 2017 ha segnato l'inizio del settimo anno di attività del Comitato per la Corporate Governance (in seguito anche solo "Comitato"), ricostituito nel 2011 dagli storici promotori del Codice di autodisciplina (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.

Nella sua attuale configurazione, 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 sua prima 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. La nuova composizione del Comitato*

Come risulta dalle sue regole di funzionamento, il Comitato è composto dai rappresentanti degli enti promotori e da esponenti di vertice di società quotate o società di gestione del risparmio, designati dalle associazioni che promuovono il Comitato. La durata della carica è limitata a tre anni, con la possibilità di conferma.

Nel 2017 hanno avuto luogo alcuni importanti avvicendamenti. Durante la riunione di luglio il Comitato è stato chiamato deliberare sulla successione della presidenza, conferita a Patrizia Grieco, Presidente di Enel, che sostituisce Gabriele Galateri, Presidente di Assicurazioni Generali. Il presidente Galateri, che ha ricoperto tale carica sin dal 2011, anno della formale costituzione Comitato, continuerà a partecipare alle riunioni del Comitato in qualità di componente. La carica di Vice Presidente è stato confermato in capo a Tommaso Corcos, Presidente di Assogestioni.

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

Dalla riunione del 9 dicembre 2013, il Comitato ha deciso di approvare, insieme alla relazione annuale sulle proprie attività anche un Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Rapporto" e "Codice"). Sin dalla sua prima edizione nel 2013, il Rapporto si compone di una prima parte, dedicata a una generale panoramica sull'applicazione del Codice e sullo stato della *corporate governance* delle società quotate italiane, e di una seconda parte, costituita da un approfondimento monografico, dedicata quest'anno alle misure di sostenibilità adottate dalla società quotate di maggiori dimensioni in attuazione delle raccomandazioni contenute nel Codice.<sup>1</sup>

Nel corso della riunione di [luglio 2017](#), riprendendo le indicazioni emerse nel corso della riunione di dicembre 2016, il Comitato ha dato mandato alla Segreteria Tecnica e agli Esperti del Comitato di elaborare proposte volte a:

- agevolare l'apertura al mercato dei capitali delle PMI, anche attraverso opportuni principi di *corporate governance*;
- aumentare l'impegno delle società quotate verso la creazione di valore nel medio-lungo periodo, attraverso politiche di gestione del rischio e di remunerazione del *management* più sensibili alla sostenibilità sociale e ambientale delle loro attività;
- rafforzare l'autonomia e l'efficacia del consiglio di amministrazione in taluni ambiti, tra cui quelli concernenti la definizione delle strategie, il *monitoring* della gestione e i rapporti con gli investitori.

Accanto ai lavori preparatori per la futura revisione del Codice, il Comitato ha proseguito l'attività di monitoraggio sulla corretta applicazione del Codice di autodisciplina, che sarà accompagnata, come negli precedenti, dall'invio di una lettera formale a tutte le società quotate italiane, nella quale si darà evidenza degli effetti della lettera trasmessa a dicembre 2016 e delle principali criticità riscontrate nel monitoraggio di quest'anno.

Infine, nella riunione del 30 novembre 2017, il Comitato ha approvato la presente Relazione Annuale, che comprende il Quinto Rapporto sull'applicazione del Codice, predisposto dalla Segreteria Tecnica con il supporto scientifico degli Esperti sulla base di dati tratti dagli studi pubblicati o trasmessi al Comitato.

---

<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.

In tale occasione il Comitato, sulla base degli approfondimenti presentati dalla Segreteria tecnica e dagli Esperti, ha definito anche il piano delle attività future, individuando le aree sulle quali intende intervenire nell'arco del prossimo triennio:

- l'equilibrio di genere nella composizione degli organi sociali, una volta esauriti gli obblighi di legge;
- la *corporate governance* delle *growth companies*;
- il ruolo del consiglio di amministrazione, eventualmente graduate a seconda della dimensione e dello sviluppo dell'emittente;
- la *governance* della sostenibilità dell'attività d'impresa.

Su questi temi saranno individuate ipotesi di modifica del Codice da realizzarsi gradualmente.

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

Anche nel 2017 il Presidente del Comitato ha incontrato i Presidenti delle entità competenti sui codici di autodisciplina in Germania, Francia, Olanda e Regno Unito. In tale occasione è stata nuovamente ribadita la volontà dei Presidenti di assicurare continuità a tali incontri, anche alla luce degli avvicendamenti nella presidenza dei rispettivi comitati, per assicurare la stabilità del dialogo e della possibilità di un'azione comune sui temi della *corporate governance*.

Dall'incontro è emersa l'opinione condivisa circa la necessità di mantenere in materia di governo societario un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, sia a livello nazionale che quello europeo. A tal fine, ad esito della riunione, i Presidenti hanno deciso di adottare una [posizione comune](#) sull'opportunità di un approccio flessibile e non prescrittivo in materia di *corporate governance* per rafforzare la competitività del mercato di capitali europeo, invitando sia il legislatore europeo che quelli nazionali a ricercare un adeguato bilanciamento tra leggi, regolamenti e codici di autodisciplina, valorizzando la flessibilità tipica dell'autodisciplina, che trova applicazione in base al principio del "comply or explain". A tal fine, i Presidenti hanno auspicato un'implementazione flessibile della nuova direttiva sui diritti degli azionisti (2017/828/UE) che tenga adeguatamente conto dell'esistenza e della diffusione delle *best practice* raccolte nei codici di autodisciplina degli emittenti e degli investitori istituzionali.

Il Comitato, per mezzo del coordinatore della Segreteria Tecnica, partecipa, in rappresentanza dei *policy maker* italiani, ai lavori dell'OCSE per la definizione degli

standard internazionali in materia di *corporate governance*, che prevedono un ruolo congiunto e complementare come specificato dalla medesima Organizzazione nei suoi Principi<sup>2</sup>, di disposizioni legislative, regolamentari e autoregolamentari.

È proseguita come di consueto la partecipazione al *network* europeo dei comitati della *corporate governance*<sup>3</sup> che rappresenta una stabile sede di incontro e dialogo sull'evoluzione dei codici e delle *best practice* sviluppate nell'Unione europea.

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

Al fine di promuovere il dialogo sulla *corporate governance* in Italia, il Comitato ha ospitato il 30 novembre e l'1 dicembre 2017, presso la sede di Borsa Italiana, la terza edizione dell'*Italy Corporate Governance Conference*, che rappresenta per la comunità finanziaria europea e internazionale un'importante occasione di incontro per la discussione dei temi più rilevanti sul fronte della *corporate governance*, sia per gli investitori istituzionali che per le società quotate. La partecipazione dei più altri rappresentanti delle istituzioni, il Presidente del Consiglio dei Ministri, Paolo Gentiloni, e il Ministro dell'Economia e delle Finanze, Pier Carlo Padoan, 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 offre numerosi spunti per la discussione, focalizzandosi su alcuni temi più generali, relativi alla flessibilità e proporzionalità della *corporate governance* e al ruolo che la stessa può giocare ai fini della sostenibilità dell'impresa nel medio-lungo termine. Al contempo saranno approfonditi alcuni aspetti del ruolo centrale che il consiglio di amministrazione può svolgere per un'efficace *governance* dell'impresa, con particolare riferimento al procedimento di nomina dei suoi componenti, alla gestione del dissenso che potrebbe sorgere al suo interno, alle prassi volte a migliorare l'efficacia del suo funzionamento.

---

<sup>2</sup> Cfr. *OECD/G20 Corporate Governance Principles*, disponibili alla seguente [sezione](#) del sito dell'OCSE.

<sup>3</sup> Maggiori informazioni sul network sono disponibili al seguente [link](#).

## **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 approvati nel corso del 2017 ed è, inoltre, illustrato lo stato dell'arte dei codici di autodisciplina rivolti agli investitori istituzionali.

Inoltre, una speciale attenzione è stata dedicata alle esperienze internazionali in materia di codici di autodisciplina rivolti a società quotate di minori dimensioni, incluse quelle quotate su mercati non regolamentati, e alle società familiari, anche a prescindere dalla loro presenza sul mercato dei capitali o in procinto di quotazione su un mercato regolamentato.

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

Nell'arco del 2017 sono state completate alcune importanti opere di riforma dei codici di autodisciplina che trovano applicazione nei principali mercati europei.

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, che conclude la pubblica consultazione avviata con la pubblicazione delle proposte di aggiornamento all'inizio del 2016<sup>4</sup>. Le principali modifiche riguardano due categorie di raccomandazioni relative, rispettivamente, alle raccomandazioni sul ruolo del consiglio e dei singoli amministratori e sulla struttura delle loro remunerazioni. Con riferimento al primo aspetto, si segnalano le modifiche volte a dare maggiore risalto alla responsabilità strategica del consiglio di amministrazione, anche sotto i (nuovi) profili della *corporate social responsibility* e della comunicazione di informazioni non finanziarie. Quanto al ruolo e alle funzioni svolte dai singoli componenti dell'organo amministrativo, il nuovo Codice introduce alcune specificazioni, tra cui: i) una più stringente interpretazione dei criteri di indipendenza, con la precisazione che la non indipendenza opera

---

<sup>4</sup> La [proposta di aggiornamento](#) del Codice è disponibile sul sito *web* dell'Afep che ha predisposto anche un [questionario](#) sulle principali modifiche proposte. La consultazione si è chiusa a settembre 2016. La nuova edizione del codice è stata pubblicata a novembre 2016 ed è disponibile al seguente [link](#).

automaticamente al superamento dei dodici anni della carica<sup>5</sup> e l'introduzione di un esplicito divieto di attribuire una remunerazione a variabile agli amministratori indipendenti; ii) la necessaria indipendenza dell'*administrateur référent*, che rappresenta, nel modello francese, il consigliere cui possono essere attribuiti specifici compiti anche con riferimento ai rapporti gli azionisti<sup>6</sup>; iii) l'eliminazione delle raccomandazioni in termini di *gender diversity* in seguito al loro recepimento nel quadro legislativo. Quanto all'(auto)disciplina delle remunerazioni, le novità del Codice sono volte a una maggiore trasparenza dei compensi pattuiti ed erogati, realizzata soprattutto mediante una maggiore responsabilizzazione del consiglio di amministrazione nella definizione della politica sulla remunerazione, e anticipano alcuni possibili effetti della nuova direttiva 2017/828/UE. Tra le principali modifiche si segnalano: i) nuove e più dettagliate raccomandazioni sulla definizione degli obiettivi di *performance* per la corresponsione della componente variabile<sup>7</sup>; ii) maggiore trasparenza sulla corresponsione di compensi eccezionali e delle indennità di fine carica; iii) la ridefinizione delle raccomandazioni sull'*holding period*; iv) l'attribuzione di un'efficacia vincolante al voto negativo espresso dagli azionisti sulla remunerazione.; Quanto all'attribuzione di un'efficacia vincolante al voto negativo espresso dagli azionisti sulla remunerazione, la nuova edizione del Codice raccomanda al consiglio di amministrazione di riunirsi senza ritardo per esaminare le ragioni del voto negativo espresso dagli azionisti, definire, sentito il comitato per la remunerazione, le modifiche che dovranno essere apportate alla nuova politica per la remunerazione e darne comunicazione alla prossima assemblea. Quanto alle linee guida per la definizione della politica sulle componenti variabili, il nuovo Codice raccomanda che i criteri identificati per la sua definizione siano rigorosi, trasparenti e allineati con gli obiettivi di lungo

---

<sup>5</sup> La presunzione di non indipendenza opera automaticamente e non è sospesa (come nel Codice 2015) alla scadenza naturale del mandato durante il quale il superamento è occorso.

<sup>6</sup> L'associazione francese degli amministratori (IFA) richiama a tal fine la figura e le funzioni attribuite al *senior independent directors* di derivazione anglosassone, al quale possono essere attribuite, secondo l'AMF (autorità che vigila sul mercato francese e che monitora, tra l'altro, l'applicazione del codice di autodisciplina) importanti funzioni di controllo e monitoraggio in materia di conflitti d'interesse, soprattutto in presenza di un PDG. L'art. 21.1 e 21.2 del Codice riflettono le particolarità di tale figura (anche in termini di responsabilità) prevedendo la possibilità che essi percepiscano una remunerazione aggiuntiva o anche straordinaria, soggetta in tal caso all'applicazione della procedura per le operazioni con parti correlate.

<sup>7</sup> La componente variabile assume sempre maggiore rilevanza nella remunerazione degli esecutivi, dovendo essa rappresentare non soltanto una parte significativa del pacchetto retributivo (Codice 2015) bensì costituire la parte primaria della sua remunerazione complessiva (Codice 2016), definite in base a criteri sia qualitativi che quantificabili (e non meramente quantitativi), anche di carattere non finanziario.

termine dell'attività d'impresa. In fine, con riferimento alle indennità di fine carica, la nuova formulazione del Codice precisa che la corresponsione dell'indennità dovrà essere adeguatamente motivata dal consiglio di amministrazione, mediante adeguata informazione al pubblico, e non potrà comunque superare, qualora corrisposta, un limite massimo pari a due annualità, da intendersi come comprensive della componente fissa e variabile.

In Germania, la Commissione competente per la redazione del Codice di autodisciplina ha pubblicato a novembre 2016 un insieme di proposte di aggiornamento<sup>8</sup> del Codice. Conclusasi la fase di consultazione e pubblicate (per la prima volta) le risposte degli *stakeholder* alla proposta di revisione, la Commissione ha pubblicato nel febbraio 2017 la nuova edizione del Codice, le cui principali modifiche riguardano: i) il collegamento tra *corporate governance* e i principi etici dell'economia sociale di mercato; ii) il rafforzamento della trasparenza verso gli *stakeholders* in materia *corporate governance*; iii) modifiche alla *governance*, dalla composizione alle remunerazioni degli organi sociali; iv) aggiornamento del sistema di controllo interno di gestione dei rischi. I principi dell'etica e della sostenibilità sono stati recepiti nel preambolo del Codice e declinati sia sotto il profilo di una maggiore responsabilizzazione dei consiglieri (di sorveglianza e di gestione) nell'esercizio della loro carica, sia con un esplicito richiamo agli investitori istituzionali, invitati a esercitare i loro diritti in modo attivo e responsabile, sulla base di principi che tengano debitamente in considerazione la sostenibilità dell'impresa partecipata. La cura del dialogo con gli investitori è completata dall'introduzione di una specifica competenza al capo al presidente del consiglio di sorveglianza, il quale è chiamato a interagire, a determinate condizioni, con gli investitori istituzionali sulle materie di competenza del consiglio. Tra le modifiche di *governance* si osservano, in particolare, l'attribuzione al consiglio di sorveglianza di specifici compiti finalizzati a migliorare la sua diversità di composizione<sup>9</sup> e una migliore definizione dei piani di remunerazione incentivante. Sono state introdotte, inoltre, alcune raccomandazioni in materia di gestione dei rischi e l'attività di *audit*, dalle quali emerge, in particolare, una maggiore responsabilizzazione *dell'audit*

---

<sup>8</sup> La consultazione è stata pubblicata a novembre 2016 e si è chiusa a dicembre dello stesso anno; gli esiti della consultazione sono pubblicati sul sito della Commissione. La documentazione relativa alla consultazione è disponibile, anche [in versione inglese](#), sul sito *web* della Commissione.

<sup>9</sup> Si ricorda, per completezza, che il Codice già raccomanda al consiglio di gestione di definire i *target* di diversità di genere dei suoi componenti esecutivi nonché delle prime due linee di *management*. Quanto alla diversità di genere del consiglio di sorveglianza, il Codice riporta la quota di un terzo di consiglieri donna, introdotta con legge del 24 aprile 2015 (entrata in vigore a gennaio 2016).

*committee* nella proposta di nomina del revisore e nel monitoraggio sulla sua indipendenza. È stata, infine, rafforzata la trasparenza verso gli azionisti: nonostante l'abolizione dell'obbligo di pubblicare la relazione trimestrale, intervenuta a livello legislativo europeo, il nuovo Codice raccomanda, infatti, alle società che vi aderiscono di tenere adeguatamente aggiornati i propri azionisti con informazioni, aggiuntive rispetto a quelle contenute nella relazione semestrale, riguardanti l'andamento della gestione, ponendo particolare attenzione ai cambiamenti significativi delle prospettive di *business* così come delle situazioni di rischio cui è esposta l'impresa.

In Olanda, il Comitato, 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 *stakeholders*, nazionali e internazionali. La versione finale del testo è stata pubblica a dicembre 2016 ed è entrata in vigore nel 2017.<sup>10</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. Le principali novità hanno la finalità di: i) rafforzare la sostenibilità dell'impresa nel medio lungo termine, ivi comprese la promozione della cultura d'impresa; ii) migliorare la qualità informativa sull'applicazione del Codice (*comply or explain*); iii) migliorare la composizione degli organi sociali; iv) semplificare e rendere più trasparenti le informazioni sulla remunerazione; v) rendere più complete le raccomandazioni sul sistema monistico per ravvivarne l'applicazione in alternativa al tradizionale modello "dualistico" olandese. Oltre alle modifiche di dettaglio, il Comitato olandese ha riformato la struttura stessa del Codice, preferendo un approccio tematico e non meramente funzionale (per organi) al fine di privilegiare un'applicazione integrata delle raccomandazioni ivi raccolte e una conseguente maggiore interazione tra il consiglio di sorveglianza e il consiglio di gestione. Tra le modifiche di portata più sistematica si osserva come le principali novità introdotte (orientamento *long term* e maggiore chiarezza sull'assunzione dei rischi) hanno comportato, *in primis*, una maggiore responsabilizzazione dell'organo amministrativo (consiglio di gestione) nella definizione e nella realizzazione delle strategie dell'impresa, nella valutazione e nella gestione dei rischi nonché nella valutazione dell'adeguatezza degli assetti di controllo.

---

<sup>10</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.

Quante alle novità introdotte sulla composizione e sulla reciproca interazione degli organi sociali, il nuovo Codice ha rafforzato le raccomandazioni sulla *board diversity*, estesa a tutti gli aspetti citati dalla direttiva europea sulla informazioni non finanziarie (2014/94/UE), e ampliato le raccomandazioni sui flussi informativi intraorganici, con particolare attenzione all'eventuale istituzione di un comitato esecutivo. Rispetto alle proposte di revisione pubblicate nel 2016, il Comitato, tendendo conto delle risposte ricevute in sede di consultazione, ha deciso di soprassedere alle modifiche proposte in merito all'interazione tra società e investitori, che sono già oggetto di specifiche raccomandazioni all'interno del Codice, considerando l'opportunità di attendere l'implementazione nazionale delle novità introdotte in tal senso dalla direttiva sui diritti degli azionisti (2017/828/UE).

In Spagna non è intervenuta alcuna revisione del codice di autodisciplina, mentre sono state redatte dalla *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, competente per la redazione e il monitoraggio del codice (commissione che coincide con l'autorità di vigilanza sul mercato e sulle società quotate), le linee guida per gli *audit committee* degli enti di interesse pubblico<sup>11</sup> che introducono alcune specifiche best practice in termini di organizzazione e funzionamento di tale organo. Quanto alla composizione degli *audit committee*, le linee guida non si limitano al generico riferimento alla *board diversity*, riportando i criteri citati dalla direttiva europea sulle informazioni non finanziarie (2014/95/UE), ma contemplano specifiche competenze in materia di *information technologies* (IT) che dovrebbero essere richieste ad almeno un componente del comitato, ritenendo tali competenze necessarie per un efficace controllo sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, che utilizzano di norma software complessi, e per la un'accurata valutazione dei nuovi rischi di carattere tecnologico (p.e. *cybersecurity*).

Tra le recenti evoluzioni dei codici si riporta, infine, seppur con riferimento al 2016, lo sviluppo di linee guida per la corretta applicazione dei rispettivi codici, con particolare attenzione alla qualità delle spiegazioni fornite in caso di scostamento dalle singole raccomandazioni ivi contenute. Nel 2016 sono intervenute in tal senso sia la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*<sup>12</sup>, l'autorità spagnola per la vigilanza sul mercato

---

<sup>11</sup> Per la definizione degli enti di interesse pubblico si veda direttiva 2013/34/CE. Come osservato nel preambolo delle linee guida, l'istituzione sarà estesa, in virtù delle modifiche apportate e non ancora entrate in vigore nella legge sull'audit, anche alle società che sono enti di interesse pubblico ma non sono quotate, che sino ad ora non erano tenute all'istituzione di un comitato audit.

<sup>12</sup> Cfr. [Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»](#), luglio 2016, disponibile sul sito *web* della CNMV.

competente per la redazione e il monitoraggio del codice, sia l'*Haut Comité* francese<sup>13</sup>, incaricato di vigilare sull'applicazione del codice, redatto dalle medesime associazioni che hanno promosso l'istituzione del medesimo comitato.

## **2.2. I Codici per la corporate governance delle società di minori dimensioni e/o non quotate**

Il monitoraggio sull'evoluzione delle *best practice* a livello internazionale ed europeo ha evidenziato lo sviluppo di una maggiore attenzione degli *standard setter* per le società di minori dimensioni, anche a prescindere dalla prospettiva di quotazione sul mercato principale.

A livello internazionale, l'OCSE ha pubblicato già nel 2006<sup>14</sup> uno studio sulla *corporate governance* delle società non quotate che si è concentrato sulle società a controllo familiare, pur evidenziando come queste rappresentino soltanto uno dei diversi tipi di società non quotate.<sup>15</sup> Sono stati a tal fine analizzati i principali problemi della *governance* delle c.d. *family-owned firms*, evidenziando i principi fondamentali cui dovrebbe essere ispirato il loro modello di governo societario. Tra gli aspetti di maggiore rilevanza, si ritiene utile richiamare le riflessioni sulla composizione del consiglio e sulla sua nomina: nonostante l'importanza di un'indipendenza di giudizio sostanziale di uno o più amministratori indipendenti, lo studio evidenzia, ad esempio, la preminente importanza di un'adeguata professionalità e competenza dei componenti del consiglio (a prescindere dalla qualifica formale di indipendenza)<sup>16</sup>, così come la

---

<sup>13</sup> Cfr. [Guide d'application du Code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées](#), novembre 2015, disponibile sul sito web dell'Afep.

<sup>14</sup> Cfr. OECD, [Corporate Governance of Un-Listed Companies in Emerging Markets](#), 2006, disponibile sul sito web dell'Organizzazione. Sul tema si veda più recentemente le riflessioni raccolte in OECD, [Corporate Governance, Value Creation and Growth](#), 2012, disponibile sul sito web dell'OECD. Nell'ambito dello studio delle *growth companies*, si veda anche OECD, [Growth companies, access to capital markets and corporate governance](#), settembre 2015, disponibile sul sito web dell'Organizzazione, che esamina le criticità che queste società possono incontrare nell'accesso al mercato di capitali e le caratteristiche di *corporate governance* che tali società dovrebbero assumere per rispondere alle esigenze degli investitori. Lo studio, fondato su un'estesa analisi empirica, evidenzia in particolare una diminuzione delle PMI nell'accesso al mercato dei capitali e a un progressivo aumento delle dimensioni medie delle imprese in fase di nuova quotazione (c.d. IPO), adducendo tale fenomeno, tra l'altro, anche all'aumento dei costi di *compliance* della quotazione.

<sup>15</sup> Sono citate, ad esempio, le *family-owned companies*, le *state-owned companies*, le *group-owned companies*, le *private investor-owned companies*, le *joint ventures* e le c.d. *mass-privatised companies*.

<sup>16</sup> Cfr. OECD, cit., p. 10: “*corporate governance problems could be minimised by the appointment of competent – rather than independent – professional outside directors*”.

necessità di prevedere adeguate procedure per la successione degli esecutivi e del *management*, che prevedano il coinvolgimento degli azionisti diversi da quello di controllo. Un secondo elemento che è stato valutato è quello della trasparenza informativa che pur ingenerando potenzialmente maggiori costi per l'impresa costituisce un importante strumento per il monitoraggio e la gestione dei rischi dell'attività. Nell'ambito della trasparenza informativa, lo studio evidenzia anche l'importanza di un'adeguata e trasparente gestione degli eventuali conflitti di interesse. Quanto alla creazione di appositi codici di autodisciplina per le società non quotate, lo studio sembra ritenere preferibile un'applicazione meno stringente delle *best practice* rivolte alle società quotate (p.e. applicazione dell'obbligo del *comply or explain* soltanto su un numero limitato di raccomandazioni del codice), piuttosto che l'introduzione di un nuovo *set* di *standard* per le non quotate.

Nel Regno Unito, la *Quoted Companies Alliance*, un'organizzazione indipendente che promuove gli interessi delle piccole e medie società quotate, ha adottato nel 2013 un codice di autodisciplina rivolto alle società quotate di minori dimensioni definite quali "*growing companies*"<sup>17</sup>. Il codice si rivolge, infatti, alle società quotate che non sono soggette al "codice generale"<sup>18</sup>, richiamando esplicitamente quelle quotate sul segmento *Standard* del mercato regolamentato di *London Stock Exchange* e quelle quotate sull'*AIM UK* e sui mercati gestiti dall'*ICAP*.<sup>19</sup> Il Codice si compone di dodici principi che comprendono gli elementi principali dello *UK Corporate Governance Code*, le prassi sviluppate e altre linee guida che si considerano particolarmente rilevanti per le piccole e medie imprese quotate. Il Codice trova applicazione in base al principio del *comply or explain*.

Sempre nel Regno Unito, anche l'istituto rappresentativo degli amministratori (*Institute of Director*, anche solo "*IoD*") ha adottato nel 2010 un codice che riunisce linee guida e principi di *corporate governance* rivolti alle società non quotate..<sup>20</sup> Il documento

---

<sup>17</sup> Cfr. Quoted Companies Alliance, [Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies](#), 2013.

<sup>18</sup> Si fa qui riferimento allo *UK Corporate Governance Code*, redatto e monitorato dal *Financial Reporting Council*, che si rivolge esplicitamente alle sole società quotate sul segmento *Premium* del mercato regolamentato di *London Stock Exchange*.

<sup>19</sup> L'*AIM UK* è un MTF, gestito dal *London Stock Exchange* e rivolto alle società di minori dimensioni. Quanto ai mercati gestiti dall'*ICAP*, essi si distinguono in *ISDX main board*, mercato principale, e *ISDX growth market*, un MTF rivolto alle *growing companies*.

<sup>20</sup> Cfr. *IOD, Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, 2010, disponibili sul sito *web* dell'Istituto, che hanno adattato i principi elaborati a livello europeo dall'EcoDa,

individua, in particolare, gli elementi di *governance* che ritiene fondamentali per una società non quotata: competenza e formazione degli amministratori, efficace funzionamento del consiglio (riunioni, adeguatezza informativa), un efficace dialogo tra consiglio e azionisti, una remunerazione adeguata per incentivare e trattenere i consiglieri.

In Francia, l'associazione francese delle piccole e medie imprese quotate (*Middlenext*) ha adottato nel 2009 e aggiornato nel 2016 un codice di autodisciplina dedicato sia alle PMI quotate sul mercato principale che hanno una capitalizzazione inferiore a €1 miliardo, sia alle PMI che sono ammesse a quotazione su un mercato multilaterale di negoziazione (p.e. *Alternext*).<sup>21</sup> Il Codice per sua espressa previsione non si pone in contrasto con il Codice adottato dalle associazioni *Afep* e *Medef* (codice "ordinario" per le quotate), ma costituisce un'alternativa per le società quotate di minori dimensioni. Il Codice riassume, semplificando o rendendo meno stringenti, le *best practice* normalmente contenute nei codici di autodisciplina "ordinari" e prevede che la loro applicazione debba seguire il principio generale del *comply or explain*. *MiddleNext* procede, sin dal 2009, anche al monitoraggio<sup>22</sup> della sua applicazione, evidenziando nel tempo un crescente numero di società che vi aderiscono.

In Italia, l'associazione italiana rappresentativa delle società familiari, l'Aidaf, ha pubblicato a ottobre 2017 con la collaborazione dell'Università Bocconi un codice di autodisciplina<sup>23</sup> per le società familiari non quotate, elaborando numerose raccomandazioni del Codice di autodisciplina delle società quotate, adattandole alle esigenze delle società familiari, anche di rilevanti dimensioni, per promuovere lo sviluppo della loro *corporate governance*, anche in vista di un possibile percorso di quotazione.

---

[Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe](#), adottati sempre nel 2010 e disponibili sul sito dell'EcoDa.

<sup>21</sup> Cfr. Middlenext, [Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites](#), 2016, disponibile sul sito *web* di Middlenext.

<sup>22</sup> Cfr. l'ultimo rapporto pubblicato da Middlenext, [Rapport 2015 sur les entreprises faisant reference au Code de gouvernance Middlenext](#), marzo 2016, disponibile sul sito web dell'associazione.

<sup>23</sup> Si tratta più precisamente dei Principi per il governo delle società non quotate a controllo familiare. Codice di autodisciplina, disponibile alla seguente [sezione](#) del sito dell'associazione italiana delle imprese familiari (Aidaf).

Una raccolta di *best practice* per le piccole e medie imprese non quotate è stata predisposta anche dall'associazione italiana degli amministratori non esecutivi (Ned)<sup>24</sup> che ha adottato i principi elaborati dalla corrispondente associazione europea (EcoDA), adattandoli alle specifiche dell'ordinamento nazionale. Entrambi i codici trovano applicazione in base al principio del “comply or explain”.

### **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>25</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*<sup>26</sup> nel 2010, e successivamente soggetto a revisione<sup>27</sup> che si concluse con la pubblicazione del testo definitivo 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>28</sup>

A livello internazionale si sono sviluppati alcuni importanti esempi di codificazione delle *best practice* rivolte agli investitori istituzionali: i Principi di *corporate*

---

<sup>24</sup> Si tratta dei Principi di Corporate Governance delle PMI non quotate, disponibili al seguente [link](#) del sito dell'associazione italiana degli amministratori non esecutivi (Ned).

<sup>25</sup> Si veda European Corporate Governance Institute (ECGI), [The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles](#), 2002, disponibile sul sito *web* dell'ECGI.

<sup>26</sup> Il *Financial Reporting Council* è inoltre competente per la redazione dello *UK Corporate Governance Code*, quest'ultimo dedicato agli emittenti quotati.

<sup>27</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>28</sup> L'ultimo monitoraggio pubblicato dal *Financial Reporting Council*, sull'applicazione di entrambi i codici, risale a gennaio 2016; cfr. FRC, [Developmentes in Corporate Governance and Stewardship](#), 2015, disponibile sul sito *web* dell'FRC.

*governance* dell'*International Corporate Governance Network*<sup>29</sup> e il *Code for External Governance*, adottato nel 2011 dall'associazione europea dei fondi e dei gestori (*European Fund and Asset Management Association*, in seguito anche solo "Efama"). Il richiamo alle *stewardship responsibilities* 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>30</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 naturale 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>31</sup>

---

<sup>29</sup> Gli *Global Governance Principles* dell'*ICGN*, da ultimo modificati nel 2014, 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).

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

<sup>31</sup> L'ultima edizione dei Principi è disponibile sul sito dell'Assogestioni: cfr. [Principi italiani di stewardship](#), ed. 2016.

#### **2.4. Il Rapporto dell'UNEP sulla sostenibilità del sistema finanziario italiano e la Guida del Gruppo London Stock Exchange e Borsa Italiana sul reporting ESG**

A dicembre 2016, l'UNEP ha pubblicato uno studio sulla finanza sostenibile in Italia, esaminando i punti di forza e le debolezze del nostro sistema finanziario e tracciando la mappa delle future attività che dovrebbero essere intraprese per migliorare l'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle strategie e nei processi decisionali.

Tra le principali criticità che ostacolano lo sviluppo di una finanza sostenibile, il Rapporto evidenzia, in particolare, la tendenza del sistema finanziario di privilegiare un approccio eccessivamente *short term* ma anche la carenza di consapevolezza e di competenze specifiche. A tal fine il Rapporto ha individuato 18 azioni specifiche per lo sviluppo del sistema finanziario italiano, articolate in quattro aree: il quadro politico, l'innovazione finanziaria, l'infrastruttura di mercato e la creazione di conoscenze. In particolare, per migliorare l'infrastruttura di mercato in termini di trasparenza e *governance*, il Rapporto ha accolto con favore le linee guida elaborate da Borsa Italiana (v. *infra*), volte a elevare la trasparenza dei propri mercati, inclusi i flussi derivanti da ricavi sostenibili, auspicando future azioni per aumentare il livello di trasparenza da parte degli emittenti e facilitare il coinvolgimento degli investitori responsabili. Sempre in materia di *governance*, in considerazione del recepimento della direttiva sulle informazioni non finanziarie, il Rapporto ha auspicato la futura adozione delle raccomandazioni della *task force* del *Financial Stability Board*, incoraggiando un numero crescente di imprese a comunicare i propri dati ESG agli investitori e agli altri *stakeholder*, avendo riguardo alle specificità delle PMI, assieme ai tradizionali dati economici, finanziari e patrimoniali trasparenti e comparabili. Infine, il Rapporto ha esaminato le recenti evoluzioni del Codice di autodisciplina in materia di sostenibilità, auspicando che il Comitato per la Corporate Governance dedichi una crescente attenzione ai temi di sostenibilità, sia ambientali sia sociali, nella prospettiva di creazione di valore a lungo termine, anche attraverso esplicite raccomandazioni ai consigli di amministrazione affinché assumano la responsabilità di adottare strategie volte alla sostenibilità nel medio-lungo termine, di stabilire la cultura dell'impresa e di incoraggiare forme di retribuzione legate alle *performance* di sostenibilità.

Il 9 febbraio 2017, il London Stock Exchange Group e Borsa Italiana hanno pubblicato la Guida<sup>32</sup> sul *reporting* volontario e integrato sui temi ambientali, sociali e di *corporate*

---

<sup>32</sup> Si tratta della *Guidance for issuers on the integration of ESG into investor reporting and communication*, febbraio 2017, disponibile al seguente [link](#) del sito internet di Borsa Italiana.

*governance*, che raccoglie le *best practice* sviluppate in tale ambito e si rivolge a tutte le società quotate sui propri mercati.<sup>33</sup> La Guida si basa su standard internazionali come le raccomandazioni della *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* del *Financial Stability Board* e i *Sustainable Development Goals* delle Nazioni Unite, ed è finalizzata a rafforzare la sensibilità delle imprese ai temi ESG e facilitarne il dialogo con gli investitori.

Nel settembre 2017 la Federazione Bancaria Europea ha pubblicato un rapporto *Towards a Green Finance Framework* in cui viene evidenziato il ruolo che il settore finanziario può svolgere per supportare la transizione verso un modello di sviluppo sostenibile e a basso tasso di emissioni di anidride carbonica. Il rapporto contiene una serie di raccomandazioni rivolte a tutti gli attori sottolineando l'importanza di una adeguata diffusione da parte delle imprese sui dati ESG e anche del ruolo che può essere svolto da adeguati incentivi nel sistema regolatorio.

### **3. L'evoluzione della regolamentazione nazionale ed europea in materia di *governance***

#### **3.1. Lo studio dell'OCSE su “*flexibility and proportionality in corporate governance policy making*”**

Come noto, lo *standard* internazionale per la definizione del quadro delle regole sia dell'etero che dell'autoregolazione in materia di *corporate governance* è costituito dai Principi elaborati dall'OCSE e adottati ufficialmente dai principali organismi di coordinamento internazionale dei *policy makers* (G20 e *Financial Stability Board*).<sup>34</sup>

Per favorire la migliore applicazione dei Principi nell'ottica di favorire la crescita economica e la creazione di valore, in un quadro di crescente difficoltà delle imprese soprattutto di minori dimensioni ad accedere al mercato dei capitali, l'OCSE ha promosso nel 2017 uno studio sulla possibilità di valorizzare maggiormente i criteri di flessibilità e proporzionalità del quadro delle regole in materia di *corporate governance*.

---

<sup>33</sup> La guida è stata inviata a più di 2.700 aziende quotate sui mercati del Gruppo, sia in Italia che a Londra, che rappresentano una capitalizzazione di mercato complessiva superiore a 5 miliardi di sterline.

<sup>34</sup> Cfr. *OECD/G20 Corporate Governance Principles*, disponibili alla seguente [sezione](#) del sito dell'OCSE.

Flessibilità e proporzionalità possono infatti favorire uno sviluppo equilibrato della *corporate governance*, che sia in grado di intercettare e rispettare le diversità che contraddistinguono le singole realtà imprenditoriali, quali la dimensione, l'assetto proprietario e di controllo, la collocazione geografica, il settore di attività, il grado di sviluppo e la recente quotazione. In particolare, i Principi raccomandano a tutti i *policy maker* di adottare sistemi di regolamentazione e autoregolamentazione dotati di un grado di flessibilità sufficiente a consentire alle imprese di adattarlo alle proprie esigenze, per promuoverne la crescita e l'ottimale utilizzazione delle risorse. Essi raccomandando, in particolare, un approccio flessibile e tipicamente autodisciplinare per la creazione di un adeguato sistema di incentivi che favoriscano uno sviluppo personalizzato della *governance* e possano rispondere, in particolare, alle esigenze di crescita e di sviluppo che contraddistinguono le imprese di minori dimensioni o quelle di recente quotazione.

Lo studio ha l'obiettivo di esaminare alcune aree della regolamentazione della *corporate governance* che sono particolarmente interessati dall'opportunità di una regolamentazione e di un'autoregolamentazione flessibile e proporzionata; ciascun capitolo comprenderà anche un *case study* nazionale, finalizzato a esaminare il percorso di definizione e gli effetti di una regolamentazione graduata.

Dai primi risultati dello studio dell'OCSE emerge con chiarezza che l'esigenza di assicurare un'adeguata flessibilità e proporzionalità all'insieme delle regole in materia di *corporate governance* è fortemente sentita in tutti i principali Paesi e sta cominciando ad avere una significativa applicazione. Di particolare interesse appare l'esperienza statunitense, dove questi principi sono impiegati nell'ambito di una strategia legislativa volta a favorire l'accesso delle *growth companies* al mercato dei capitali e che ha trovato attuazione nelle misure del cosiddetto *JOBS Act*, che prevedono l'alleggerimento di alcune regole di *corporate governance* per un periodo di 5 anni per le società che accedono al mercato dei capitali e che non siano già di grandi dimensioni (capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro). Anche l'esperienza italiana è ritenuta di particolare interesse per l'inserimento di numerosi interventi in tal senso nell'ambito della strategia di crescita del mercato dei capitali che ha trovato attuazione nel cosiddetto pacchetto di misure denominato "Finanza per la crescita".

Un capitolo dello studio sarà dedicato alla disciplina delle operazioni con parti correlate e si concluderà con l'esame approfondito dell'esperienza italiana. Il *case study* ripercorre l'evoluzione del quadro di riferimento, partendo dall'esame del primo approccio autodisciplinare per poi concentrarsi sulle specificità dell'esperienza regolamentare, iniziata nel 2004 con l'introduzione dell'art. 2391-bis c.c. e completata

nel 2010 con l'adozione del Regolamento Consob n. 17221. L'esperienza italiana in materia di regolamentazione delle operazioni con parti correlate è stata ritenuta particolarmente interessante e innovativa dall'OCSE proprio in ragione dell'utilizzo ampio e strutturale dei meccanismi di proporzionalità e flessibilità che la caratterizza. Proporzionalità che si concretizza in regole differenziate sia in funzione delle caratteristiche soggettive delle società, con regole meno stringenti per le società di minori dimensioni e per quelle di recente di quotazione, sia in funzione delle caratteristiche oggettive delle operazioni, con regole graduate in funzione della dimensione relativa e della natura delle operazioni. Flessibilità che ha invece trovato attuazione attraverso un ampio potere discrezionale di ogni società di scegliere tra diversi "modelli" regolamentari e di utilizzare un'ampia gamma di *opt-out* e *opt-in* da specifiche regole.

### **3.2. Il recepimento della nuova direttiva *shareholders' rights***

Nel 2017 è stato completato l'*iter* per la revisione della direttiva sui diritti degli azionisti (direttiva 36/2007/CE, modificata dalla direttiva 828/2017/UE), iniziato con la pubblicazione nell'aprile 2014 della proposta della Commissione europea 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, sia con riferimento agli studi e alle raccomandazioni di voto pubblicate dai *proxy advisor*, sia relativamente alle informazioni sull'azionariato e sulla *governance* comunicate dalle società quotate.<sup>35</sup> Con riferimento a queste ultime, che riguardano le informazioni sulle remunerazioni degli amministratori e l'approvazione di operazioni con parti correlate, l'approccio del legislatore europeo consente ai legislatori nazionali, attraverso la previsione di molteplici opzioni di recepimento, un'implementazione graduata e bilanciata con l'esistente quadro di riferimento, sia legislativo e regolamentare sia autodisciplinare. L'importanza di un adeguato bilanciamento tra etero e auto-regolamentazione in sede di implementazione è stata più volte auspicata anche dai principali esponenti

---

<sup>35</sup> Si tratta, in particolare, di un primo gruppo di misure che riguardano il miglioramento dell'esercizio dei diritti degli azionisti relativi a: i) identificazione degli azionisti, ii) trasmissione di informazioni agli azionisti, iii) esercizio dei diritti degli azionisti, iv) trasparenza sui costi; un secondo gruppo di misure che il rafforzamento della trasparenza degli investitori istituzionali, degli *asset manager* e dei *proxy advisor* per favorire l'adozione di politiche di engagement e del relativo regime di trasparenza; un terzo gruppo di misure volte a rafforzare la trasparenza informativa delle società quotate su temi che presentano profili di potenziale conflitto di interessi: i) politica sulla remunerazione, ii) remunerazioni corrisposte agli amministratori; iii) operazioni con parti correlate.

dell'autodisciplina europea durante gli incontri dei cinque presidenti<sup>36</sup> dei comitati di corporate governance di Francia, Germania, Italia, Olanda e Regno Unito.

A tal riguardo, si auspica che il legislatore nazionale<sup>37</sup> valuti l'adeguatezza dell'attuale impianto legislativo, regolamentare e autodisciplinare e gli effetti che tale insieme di regole hanno avuto sulla trasparenza delle informazioni pubblicate dalle società quotate italiane. Guardando al nostro ordinamento, la quantità e la qualità delle informazioni pubblicate sulle remunerazioni e sulle operazioni con parti correlate è molto elevata, e per molti aspetti anticipatoria delle informazioni richieste dalla nuova normativa europea; al contempo, la (relativamente) recente adozione della disciplina legislativa e regolamentare su entrambe le materie, introdotte nel 2010, rendono opportuno privilegiare, compatibilmente con le opzioni europee di recepimento, la stabilità del quadro di riferimento.

Nel 2017 sono stati avviati i lavori per la revisione delle best practice rivolti ai *proxy advisor*: il gruppo dei principali rappresentanti dei *proxy advisor* (il *Best Practice Principle Group*) ha avviato una prima consultazione<sup>38</sup> per la revisione dei principi al fine di aggiornarli alle nuove prassi applicative e, soprattutto, alle novità legislative conseguenti al recepimento della nuova direttiva sugli azionisti. La consultazione che è condotta con il coinvolgimento diretto dei rappresentanti del settore, coordinati da un presidente indipendente, con l'assistenza di un gruppo di esperti del settore, si chiude il 15 dicembre 2017. Tra i temi di principale interesse si ricordano la capacità dei *proxy* di valutare e conoscere le caratteristiche dei mercati nazionali, la gestione dei conflitti di interesse, la trasparenza e la qualità informativa sulle metodologie utilizzate per l'elaborazione delle raccomandazioni di voto e, infine, le modalità e l'indipendenza dell'attività di monitoraggio sull'applicazione dei principi.

### **3.3. I requisiti degli amministratori delle banche**

La disciplina della *corporate governance* delle banche, caratterizzata come noto da elementi di marcata specialità e peculiarità rispetto a quella delle imprese non bancarie,

---

<sup>36</sup> Cfr. *supra*, parte I, par. 1.3.

<sup>37</sup> L'*iter* di recepimento è stato avviato con la pubblicazione della Legge di delegazione europea 2016-2017 ([l. 25 ottobre 2017, n. 163](#)). La direttiva 828/2017/UE deve essere recepita nel nostro ordinamento entro il 10 giugno 2019.

<sup>38</sup> Il questionario è disponibile al seguente [link](#).

continua ad essere interessata da ulteriori interventi normativi, in attuazione delle previsioni della Direttiva 2013/36/UE (c.d. *Capital Requirements Directive*, anche solo “CRD IV”). Le misure di recepimento della direttiva si contraddistinguono, in particolare, per il crescente approccio regolamentare alle materie tipicamente coperte dall’autodisciplina e comportano, di conseguenza, una graduale riduzione dell’autonomia organizzativa delle imprese bancarie.

Il 26 settembre 2017 sono state pubblicate le linee guida EBA-ESMA<sup>39</sup> che in attuazione della citata CRD IV e della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) introducono gli “Orientamenti sulla valutazione di idoneità degli esponenti e del personale che riveste ruoli chiave”. A maggio 2017 sono state pubblicate anche le Linee Guida della Banca centrale europea<sup>40</sup> per la verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità dei componenti degli esponenti aziendali delle banche soggette alla vigilanza della BCE. Entrambi i documenti definiscono in dettaglio i criteri per la valutazione dell’adeguata composizione degli organi sociali e del personale che riveste “funzioni chiave”, inclusi gli aspetti caratterizzati da valutazioni altamente discrezionali come il sufficiente impegno temporale, l’onestà, l’integrità e l’indipendenza di pensiero per tutti i componenti del consiglio.

Alla luce dell’evoluzione del quadro di riferimento, il Ministero dell’Economia e delle Finanze ha posto in consultazione lo schema di decreto<sup>41</sup> che individua i requisiti di idoneità degli esponenti aziendali di banche, intermediari finanziari, confidi, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositi. Per le banche, in particolare, lo schema di decreto definisce, in attuazione della delega contenuta nell’art. 26 del Tub, i requisiti e i criteri di idoneità degli esponenti aziendali (i.e. soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo) e i casi in cui tali requisiti si estendono ai responsabili delle principali funzioni aziendali nelle banche di maggiore rilevanza.

Le principali novità dello schema di decreto introdotte, rispetto al precedente D.M. 18 marzo 1998, n. 161, si ispirano anche alle Linee Guida sul *fit and proper* della BCE e

---

<sup>39</sup> Cfr. *Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders*, disponibile al seguente [link](#) del sito internet dell’ESMA.

<sup>40</sup> Cfr. European Central Bank, *Guide to fit and proper assessments*, maggio 2017, disponibile al seguente [link](#) del sito internet della BCE.

<sup>41</sup> Lo schema di decreto è disponibile al seguente [link](#); esso intende dare attuazione alle deleghe contenute nel Testo Unico Bancario (in seguito “Tub”), introdotte con il recepimento della Direttiva 2013/36/UE (cd. CRD IV). La consultazione si è chiusa il 22 settembre 2017.

propongono l'introduzione di alcuni nuovi parametri di idoneità degli esponenti aziendali, tra cui: nuovi criteri di correttezza, competenza, indipendenza e indipendenza di giudizio dei componenti degli organi sociali, che si aggiungo a quelli di onorabilità e professionalità; un'elencazione tassativa e dettagliata dei criteri di indipendenza previsti a pena di decadenza dalla carica; nuovi criteri per la valutazione dell'impegno degli esponenti aziendali, attraverso la previsione di disponibilità di tempo e limiti al cumulo degli incarichi; un nuovo criterio di adeguatezza della composizione degli organi sociali. Come previsto dall'art. 26 Tub e nelle Linee Guida della BCE, alcuni requisiti sono graduati secondo il principio di proporzionalità, sia in relazione della carica del singolo esponente aziendale, sia con riferimento alle dimensioni e alle caratteristiche della banca.

#### ***3.4. I riflessi sulle corporate governance dell'attuazione della direttiva sulle informazioni non finanziarie e sulle politiche di diversità***

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 alle società di rilevanti 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 alle società di rilevanti dimensioni 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.

Con riferimento alle informazioni non finanziarie, la nuova disciplina richiede agli enti di interesse pubblico<sup>42</sup> di rilevanti dimensioni<sup>43</sup> di redigere una dichiarazione,

---

<sup>42</sup> Sono "enti di interesse pubblico" ai sensi dell'art. 16 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39: a) le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea; b) le banche; c) le imprese di assicurazione di cui all' articolo 1, comma 1, lettera u), del codice delle assicurazioni private; d) le imprese di riassicurazione di cui all' articolo 1, comma 1, lettera cc), del codice delle assicurazioni private, con sede legale in Italia, e le sedi secondarie in Italia delle imprese di riassicurazione extracomunitarie di cui all'articolo 1, comma 1, lettera cc-ter), del codice delle assicurazioni private.

individuale o consolidata, contenente una serie di informazioni relative a temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che potrà essere inserita nella relazione sulla gestione o, in alternativa, in documenti separati. La flessibilità della disciplina, importata al principio del *comply or explain*, consente una valutazione da parte dell'impresa che detiene la facoltà di scegliere gli aspetti non finanziari rilevanti per l'impresa, rendendo conto della loro applicazione.

Con riferimento alla disciplina della diversità degli organi sociali delle società quotate su mercati regolamentati, diverse dalle piccole e medie imprese, l'art. 123-*bis*, comma 2, lett. d-*bis*), Tuf richiede alle società di fornire informazioni circa l'adozione e gli effetti di una politica sulla diversità degli organi sociali, non soltanto in termini di genere, ma anche di esperienza, professionalità, età e altri aspetti rilevanti, o, in alternativa, di spiegare le ragioni della mancata adozione di una politica, mutuando l'approccio flessibile e trasparente del *comply or explain*, tipico dell'autodisciplina. Il riferimento alla diversità degli organi sociali, presuppone l'adozione e l'implementazione della politica che responsabilizza il consiglio di amministrazione delle società quotate e rende ancor più rilevante l'applicazione delle relative *best practice* raccomandate dal Codice di autodisciplina. La valutazione e l'eventuale adozione di una politica di diversità presuppongono, infatti, lo svolgimento di un'adeguata valutazione del consiglio e dei suoi comitati e potrebbe coincidere, nei contenuti, con gli orientamenti che il consiglio uscente è chiamato a esprimere agli azionisti in merito alla sua composizione ottimale.

---

<sup>43</sup> Sono imprese di grandi dimensioni gli enti di interesse pubblico che hanno avuto durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti, in media, superiore a cinquecento e che alla data di chiusura del bilancio abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro (Cfr. Art. 2, comma 1, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254).

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

Il quinto Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina è stato redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato che si è avvalsa di plurime fonti esterne. La principale base del Rapporto è rappresentata dai dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli<sup>44</sup>, integrata, per argomenti specifici, da altri dati studi e ricerche pubblicati o resi disponibili al Comitato nel corso dell'anno<sup>45</sup>.

Il Rapporto si articola in due parti: la prima parte (generale) fornisce una panoramica sull'applicazione di alcune raccomandazioni del Codice di autodisciplina, riservando particolare attenzione a quelle maggiormente rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione, alla corretta definizione della politica sulla remunerazione e allo sviluppo dei temi di sostenibilità; la seconda parte (speciale) fornisce quest'anno una valutazione sintetica dei dati, esaminando il grado di adesione effettiva alle principali raccomandazioni del Codice.

La principale fonte informativa è fornita dalle relazioni sugli assetti proprietari e sul governo societario<sup>46</sup> nelle quali le società forniscono una descrizione dettagliata della

---

<sup>44</sup> La fonte principale del presente Rapporto è costituita dall'analisi di Assonime-Emittenti Titoli, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, novembre 2017, integrata con ulteriori elaborazioni dei dati contenuti nel database Assonime-Emittenti Titoli.

<sup>45</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 quotate (p.e. *board diversity*, autovalutazione del consiglio, piani di successione, remunerazioni, sostenibilità). Cfr. Consob, *2017 Report on corporate governance of Italian listed companies*, in corso di pubblicazione; Crisci & Partners, *Board evaluation and nominating committee activity in Italy and UK: a comparative analysis*, ottobre 2017; Russel Reynolds, *Governance of FTSE MIB companies*, ottobre 2017; Spencer Stuart, *2017 Italy Board Index*; The European House – Ambrosetti, *Osservatorio 2017 sull'eccellenza dei sistemi di governo societario in Italia*; Assonime, CSR Manager Network e ALTIS, *C.d.a. e politiche di sostenibilità 2017*.

<sup>46</sup> La relazione sul governo societario è pubblicata ai sensi dell'art. 123-bis Tuf che richiede alle società quotate italiane di fornire, tra l'altro, informazioni sull'eventuale adesione a un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione a una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. Il contenuto minimo della relazione prevede, oltre a quanto riportato nel testo: i) una serie di specifiche informazioni sulla struttura del capitale e sugli assetti proprietari dell'emittente; ii) le norme applicabili alla nomina e alla sostituzione degli amministratori, se diverse da quelle legislative e regolamentari applicabili in via suppletiva; iii) le principali caratteristiche dei sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno esistenti in relazione al processo di informativa finanziaria, anche consolidata, ove applicabile; iv) i meccanismi di funzionamento dell'assemblea degli azionisti; v) la composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione e controllo e dei loro comitati.

loro *corporate governance*, specificando se aderiscono al Codice di autodisciplina (in seguito anche solo “Codice”) e, in tal caso, indicano le modalità di applicazione delle raccomandazioni ivi contenute (cfr. *principio guida* III del Codice) nonché i casi scostamento dalle singole raccomandazioni con relativa spiegazione dettagliata sulle modalità e i motivi di ciascuna disapplicazione (cfr. *principio guida* IV del Codice).

## **1. Parte generale: la corporate governance delle società quotate alla luce del Codice di autodisciplina**

Questa parte del Rapporto fornisce un quadro generale dell’applicazione del Codice di autodisciplina, concentrandosi, in particolare, sull’analisi dell’applicazione di alcune raccomandazioni che sono state ritenute di maggiore rilevanza per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione.

Sono state a tal fine considerate le informazioni tratte dalle relazioni pubblicate da tutte le società italiane quotate sul mercato MTA<sup>47</sup>; l’analisi della *compliance* con il Codice e i relativi commenti si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice di autodisciplina.

Nell’analisi disaggregata per dimensione sono state considerate le società che ricadono nella classificazione degli indici FTSE Mib, Mid Cap e Small Cap (rispettivamente indicate come società “grandi”, “medie” e “piccole”), mentre la distinzione del settore di appartenenza tra società finanziarie e quelle non finanziarie è ricostruita in base alle classificazioni settoriali elaborate da Borsa Italiana.<sup>48</sup>

### **1.1 L’adesione al Codice di autodisciplina**

Il 90% delle società italiane con azioni quotate sul mercato regolamentato dichiara di aderire all’ultima edizione del Codice di autodisciplina. Il restante 10% delle società quotate, che non aderiscono all’ultima edizione del Codice e che non sono state considerate ai fini della presente analisi, è rappresentato da otto società che aderiscono a

---

<sup>47</sup> Il campione descritto corrisponde a quello utilizzato da Assonime-Emittenti Titoli: 221 società quotate su MTA al 31 dicembre 2016, le cui relazioni erano disponibili al 15 luglio 2017. Per maggiori dettagli sulla composizione, cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Appendice.

<sup>48</sup> 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 da Assonime-Emittenti Titoli che rappresenta la base della presente analisi.

edizioni precedenti, una società che non specifica l'edizione del Codice alla quale aderisce e tredici società che hanno scelto di non aderire al Codice.<sup>49</sup>

La classificazione delle società che non aderiscono al Codice deriva dall'interpretazione più volte espressa dal Comitato per la Corporate Governance che raccomanda alle società di dichiarare nella loro relazione su governo societario l'adesione all'ultima edizione del Codice, considerando come “non aderenti” le società che dichiarano l'adesione a edizioni precedenti.<sup>50</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, con un lieve aumento<sup>51</sup> dovuto principalmente all'interpretazione stringente dell'adesione<sup>52</sup> e alla diminuzione del campione complessivo di società quotate.<sup>53</sup>

Le società che non aderiscono al Codice o non aderiscono alla sua ultima edizione comunicano esplicitamente la loro scelta, fornendo comunque informazioni sul proprio sistema di *corporate governance*, e nella maggior parte dei casi motivano tale scelta, sebbene questo non sia richiesto dalla normativa, indicando come motivazioni prevalenti la ridotta dimensione e struttura organizzativa e l'assetto proprietario particolarmente concentrato della società.

---

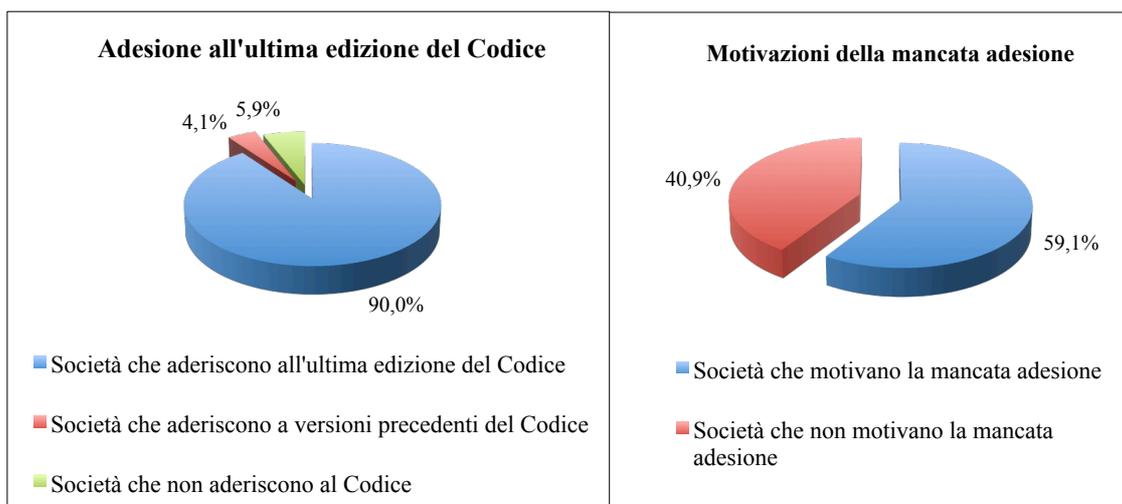
<sup>49</sup> Si tratta di 199 società, pari al 90% del totale rappresentato da 221 società quotate al 31 dicembre 2016, le cui relazioni erano disponibili entro il 15 luglio 2017 (cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 1).

<sup>50</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: “il Comitato richiede agli emittenti che dichiarino esplicitamente nella loro relazione su governo societario l'adesione all'ultima edizione del Codice; quanto all'applicazione delle modifiche apportate, il Codice già prevede uno specifico regime transitorio indicato nei suoi principi guida”.

<sup>51</sup> Le società che non aderiscono al Codice sono rispettivamente 22 nel 2017, 19 nel 2016 e 16 nel 2015. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 1.

<sup>52</sup> Cfr. nt. 50.

<sup>53</sup> Il numero totale del campione analizzato da Assonime-Emittenti Titoli appare il lieve ma costante diminuzione dovuta principalmente a casi di *delisting*, operazioni straordinarie e l'attivazione di procedure concorsuali. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Appendice e Tab. 1. Si ricorda per completezza che la citata analisi non tiene conto delle società di diritto estero (in aumento dalle 45 del 2016 alle 71 del 2017) e di quelle quotate sull'AIM/MAC (sostanzialmente stabili: 77 del 2017 e 71 nel 2016).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2017, Fig. 61

**Il Comitato evidenzia la trasparenza degli emittenti nella definizione dell'adesione e della non adesione al Codice che manifesta il consolidamento di un approccio maturo all'autodisciplina. Le raccomandazioni del Codice rappresentano, infatti, gli *standard* ottimali cui orientare l'assetto organizzativo dell'emittente e non già i requisiti legali minimi cui adempiere; pertanto, anche in caso di adesione, il Comitato invita gli emittenti a evitare una *compliance* meramente formale con le raccomandazioni del Codice, privilegiando un confronto trasparente e sostanziale con le *best practice* ivi contenute.**

### ***1.2. La composizione dell'organo amministrativo***

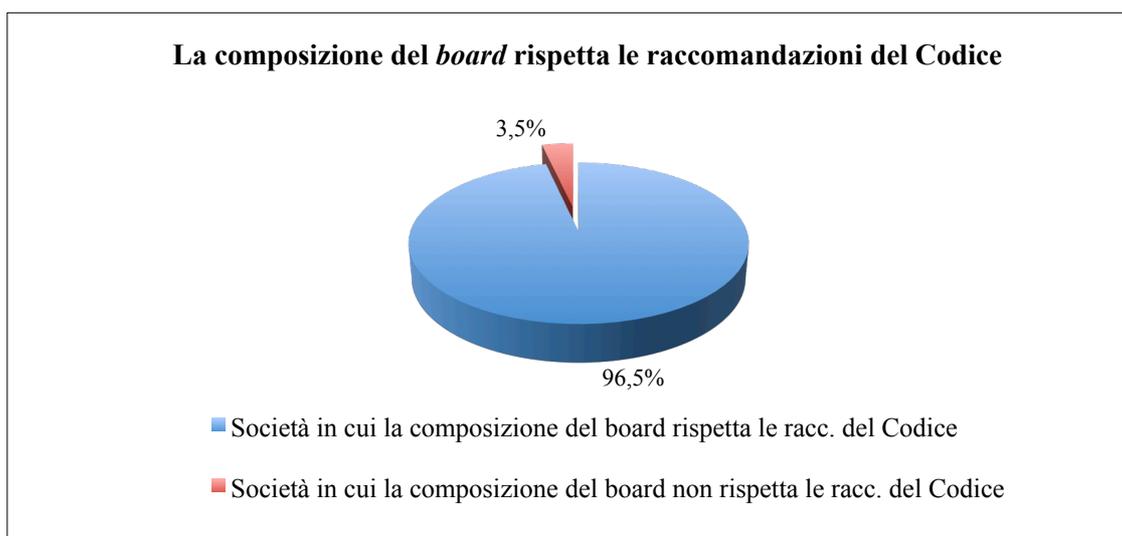
Nel definire una corretta articolazione del consiglio di amministrazione, il Codice di autodisciplina raccomanda che tale organo sia composto da amministratori esecutivi e non esecutivi (*principio 2.P.1.*) e che un numero adeguato di amministratori non esecutivi sia indipendente (*principio 3.P.1.*).

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.

### 1.2.1. L'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 a un progressivo allineamento degli emittenti alle raccomandazioni del Codice di autodisciplina in materia di composizione del consiglio di amministrazione.

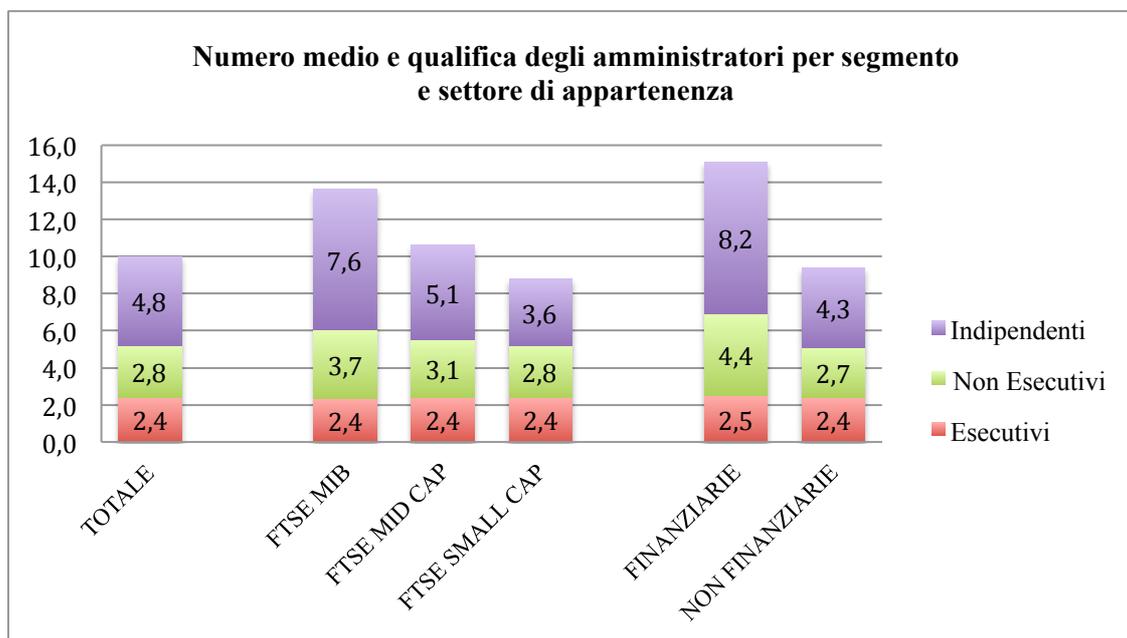
È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA: nel 96% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società dualistiche) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti. In poco meno di metà dei (rarissimi) casi di *non-compliance*, le società non forniscono però una spiegazione del mancato allineamento con il Codice.<sup>54</sup>



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

In linea 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 agli anni precedenti, si rileva, in particolare, un leggero aumento delle dimensioni del consiglio nelle società di maggiori dimensioni e nel settore finanziario.

<sup>54</sup> Si tratta di 3 società su 7, in lieve diminuzione rispetto alle 4 società su 8 del 2016 che aderiscono al Codice e presentano un CdA non in linea con le raccomandazioni del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 49.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

Tra le società che aderiscono al Codice e che dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo è stato possibile individuare 167 (i.e. 85%)<sup>55</sup> casi nei quali è identificabile un *Chief Executive Officer* (in seguito anche solo “CEO”): tale figura è tendenzialmente identificata esplicitamente, mentre in alcuni casi la classificazione è meno chiara; alcune società identificano infine più CEO. In presenza di amministratori esecutivi, si osserva che l’identificazione di un *Chief Executive Officer* è più frequente nel settore non finanziario (86%) rispetto a quello bancario e assicurativo (77%).<sup>56</sup>

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 necessità per individuare adeguati contrappesi negli assetti di *governance*: i) il

<sup>55</sup> In lieve aumento rispetto all’anno precedente, in cui era pari all’83%.

<sup>56</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 13.

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>57</sup>

Il 34% delle società che aderiscono al Codice dichiara l'esistenza di una o di entrambe le situazioni sopra indicate. La maggior parte di tali società (82%) ha proceduto all'effettiva designazione di un *lead independent director*; nei restanti casi (18%) la maggior parte delle società ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura (83% dei casi).<sup>58</sup> Il quadro cambia notevolmente secondo la dimensione delle società analizzate: il cumulo delle cariche che richiede la designazione del LID si verifica soltanto nell'9% delle FTSE Mib per poi salire al 31% nelle Mid Cap e al 44% nelle Small Cap. Anche il livello di *compliance* (i.e. nomina del LID) risente, seppur in maniera meno marcata, dell'effetto dimensionale: tra le società in cui è raccomandata la nomina del LID, tale figura è nominata sempre tra le società di maggiori e medie dimensioni, mentre è pari al 75% nelle società di minori dimensioni (FTSE, Mid e Small).

### 1.2.2. La diversità dell'organo amministrativo

In seguito all'introduzione della legge n. 120 del 12 luglio 2011, volta alla promozione dell'equilibrio di genere negli organi sociali delle società quotate, si è assistito a un progressivo incremento della rappresentanza femminile nei *board*. L'intervento del legislatore mira a un'applicazione graduale, richiedendo nel primo mandato il raggiungimento della quota di un quinto e al secondo e al terzo mandato di quella di un terzo di consiglieri del genere meno rappresentato, ed è destinata ad esaurirsi con il raggiungimento del terzo mandato da parte di tutte le società quotate.

Al momento, tutte le società quotate hanno oramai superato, il primo mandato e sono pertanto chiamate a rispettare la quota più alta del terzo di donne negli organi sociali. Alla luce di tale considerazione, possiamo osservare un sostanziale allineamento degli emittenti alla quota del terzo prevista per il secondo e il terzo mandato. Ad esito dell'ultima stagione assembleare svoltasi nel 2017, la percentuale di donne risultante alla fine dell'ultima stagione assembleare è di poco superiore al 33%, in costante e progressivo aumento rispetto agli anni passati.

---

<sup>57</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>58</sup> Si tratta di 68 società che ricadono in una delle situazioni in cui è raccomandata la nomina del LID, di cui 56 ne hanno nominato uno. Nei restanti 12 casi, 10 società hanno fornito una spiegazione per la mancata applicazione della raccomandazione.

**Rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione delle società italiane quotate (giugno 2017)**

	diverse-board companies <sup>1</sup>			average weight of women on boards	
	no. of companies	% market cap <sup>2</sup>	average no. of female directors	in all listed companies	in diverse-board companies <sup>1</sup>
<b>Ftse Mib</b>	34	100.0	4.4	34.9	34.9
<b>Mid Cap<sup>3</sup></b>	37	100.0	3.7	32.4	32.4
<b>Star<sup>3</sup></b>	68	100.0	3.1	32.2	32.7
<b>other</b>	88	99.6	3.0	34.7	35.1
<b>total</b>	<b>227</b>	<b>100.0</b>	<b>3.3</b>	<b>33.6</b>	<b>33.9</b>

Data on corporate boards of Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. Companies under liquidation at the reference date are excluded. <sup>1</sup> Diverse-board companies are firms where at least one female director sits on the board. <sup>2</sup> Market value of ordinary shares of companies in each group in percentage of market value of ordinary shares of all companies included in each market index. <sup>3</sup> Companies both in the Star and in the Mid Cap indexes are included only in the Star category.

Fonte: Consob 2017

Il numero medio delle donne è sostanzialmente equilibrato tra società di diversa dimensione o che operano in diversi settori, con un leggero aumento soltanto nelle società di maggiori dimensioni, dove sfiorano il 35%.<sup>59</sup>

L'aumento non ha tuttavia inciso sulla qualifica ricoperta dalle consigliere in carica: nel 68% dei casi si tratta di consiglieri indipendenti, mentre sono limitati i casi di donne che rivestono il ruolo di CEO o di Presidente del consiglio di amministrazione.

**Cariche ricoperte dai consiglieri donna nelle società italiane quotate (giugno 2017)**

**female directorship<sup>1</sup>**

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director <sup>3</sup>		minority director	
	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>
<b>2013</b>	13	3.2	10	2.5	33	8.1	244	59.8	20	4.9
<b>2014</b>	16	3.1	16	3.1	32	6.1	333	64.0	37	7.1
<b>2015</b>	16	2.6	17	2.7	36	5.8	424	68.3	42	6.8
<b>2016</b>	17	2.5	21	3.1	40	5.8	471	68.6	49	7.1
<b>2017</b>	17	2.2	27	3.6	39	5.1	520	68.6	57	7.5

<sup>1</sup> Figures refer to the board seats held by women. While not necessarily a woman falls in the provided categories, a same woman may fall in one or more of such categories. <sup>2</sup> Weight on total number of directorships. <sup>3</sup> Number of independent directors meeting the independence criteria set forth by the Corporate Governance Code or, if no director meets the criteria of the Code, in the Consolidated Finance Law.

Fonte: Consob 2017

<sup>59</sup> Il dato è sostanzialmente invariato con riferimento al settore. Cfr. Consob, cit., Tab. 2.19.

**Cariche ricoperte dai consiglieri donna nelle società italiane quotate (giugno 2017)****diverse-board companies<sup>4</sup>**

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director <sup>3</sup>		minority director	
	no. of companies	% market cap	no. of companies	% market cap	no. of companies	% market cap	no. of companies	% market cap	no. of companies	% market cap
<b>2013</b>	12	0.7	9	0.4	33	8.2	138	63.1	18	26.9
<b>2014</b>	15	1.0	15	27.5	32	7.5	168	93.5	32	58.9
<b>2015</b>	16	0.9	16	22.1	34	9.6	199	98.3	34	58.0
<b>2016</b>	17	1.7	21	30.8	37	8.8	205	97.8	38	62.1
<b>2017</b>	17	1.8	26	26.6	36	10.2	206	98.1	44	65.1

<sup>1</sup> Figures refer to the board seats held by women. While not necessarily a woman falls in the provided categories, a same woman may fall in one or more of such categories. <sup>2</sup> Weight on total number of directorships. <sup>3</sup> Number of independent directors meeting the independence criteria set forth by the Corporate Governance Code or, if no director meets the criteria of the Code, in the Consolidated Finance Law. <sup>4</sup> Figures refer to the number of companies where at least one female director seats on the board. While not necessarily a company falls in the provided categories, a same company may fall in one or more of such categories.

Fonte: Consob 2017

Quanto agli altri aspetti di diversità di composizione dei consigli di amministrazione, si rilevano diversi dati, seppur limitati alle grandi società quotate. Nelle prime 100 società italiane in ordine di capitalizzazione, i consiglieri di nazionalità estera rappresentano il 9,4% dei consigli di amministrazione: la loro presenza è più frequente nel settore industriale, dei beni di consumo, bancario e delle telecomunicazioni, mentre risultano meno internazionali i *board* delle compagnie assicurative e delle società energetiche.<sup>60</sup> Il dato sale al 16% nelle società appartenenti all'indice FTSE Mib.<sup>61</sup>

Quasi la metà dei consiglieri delle prime 100 società in termini di capitalizzazione ha un'esperienza manageriale, in un terzo dei casi essi hanno un *background* professionale, prevalentemente economico e giuridico, e in circa un quinto dei casi hanno un profilo imprenditoriale.<sup>62</sup> L'esperienza imprenditoriale (30%) e soprattutto quella manageriale (61%) caratterizza soprattutto componenti esecutivi, mentre gli indipendenti sono tendenzialmente ripartiti tra consiglieri con esperienza manageriale (47%) e quella

<sup>60</sup> Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 33.

<sup>61</sup> Cfr. Russel Reynolds, cit., p. 15.

<sup>62</sup> I consiglieri-imprenditori coincidono tendenzialmente con il fondatore della società o dai suoi parenti o discendenti. Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 33.

professionale (42%). Le diverse esperienze sono equamente ripartite nell'ambito dei consiglieri non esecutivi (45% manager, 29% imprenditore; 24% professionista).<sup>63</sup>

La competenza digitale costituisce un elemento di sempre maggiore interesse sia per gli investitori che per i regolatori<sup>64</sup>, in considerazione della crescente rilevanza che tali aspetti assumono sia nella definizione delle strategie di gestione dei rischi sia nella tempestiva identificazione (*cybersecurity*).<sup>65</sup> Attualmente in circa la metà delle società di maggiori dimensioni nessuno dei consiglieri detiene un'esperienza in tale materia e in un quarto solo un consigliere è in possesso di adeguate competenze digitali.<sup>66</sup>

La competenza dei consiglieri non si esaurisce soltanto con riferimento al loro profilo professionale, ma richiede una cura e un aggiornamento costante in relazione alle evoluzioni dell'ampissimo quadro di riferimento dell'attività di impresa, non solo sotto il profilo del *business*, ma anche con riguardo allo sviluppo del relativo quadro legislativo, regolamentare e autodisciplinare. A tal fine, il *criterio applicativo 2.C.2.* del Codice attribuisce un ruolo preminente al presidente del CdA nella cura di adeguati approfondimenti a consiglieri e sindaci, non solo di prima nomina ma anche durante tutta l'espletamento del mandato, auspicando, in particolare, sufficienti sessioni di approfondimento sulla gestione dei rischi. Le informazioni sull'attività di *induction* effettivamente svolta nel corso dell'anno devono essere riportate nella relazione sul governo societario.

Il 75% delle società che aderiscono al Codice comunica di aver svolto l'attività di *induction* durante l'esercizio di riferimento;<sup>67</sup> in un quarto di questi casi, l'attività non è

---

<sup>63</sup> Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 33.

<sup>64</sup> Si vedano in tal senso le Linee guida della *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, autorità di vigilanza del mercato spagnolo, per l'*audit committee* delle entità di pubblico interesse.

<sup>65</sup> Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 7, e Russel Reynolds, cit., p. 15.

<sup>66</sup> Cfr. Russel Reynolds, cit., p. 15.

<sup>67</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5. Il dato appare sostanzialmente stabile anche con riferimento alle prime 100 società italiane in ordine di capitalizzazione, di cui: il 74% comunica l'effettivo svolgimento di almeno una *induction* nel corso dell'esercizio di riferimento, mentre nei restanti casi non sono state fornite sufficienti informazioni (19%) o è stato dichiarato che non erano state ravvisate esigenze specifiche a condurre tali approfondimenti (7%). Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 43.

stata svolta in appositi approfondimenti extra-consiliari, bensì soltanto durante le riunioni del *board*.<sup>68</sup>

**Il Comitato intende sottolineare l'importanza della diversità, non solo di genere, nella composizione ottimale delle competenze del consiglio, rilevando ampi margini di miglioramento in particolare per gli amministratori non esecutivi con riguardo all'esperienza internazionale, alle competenze tecnologiche e a quelle manageriali. Il Comitato sottolinea, inoltre, l'importanza di un'attività adeguatamente strutturata di *induction* del *board* e dei singoli consiglieri, al fine di favorire l'allineamento delle competenze con le esigenze specifiche di ogni società.**

### **1.3. Il funzionamento del consiglio di amministrazione**

#### *1.3.1. La 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>69</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.

Nel 2015 e nel 2016, 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

---

<sup>68</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

<sup>69</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2013*, pp. 10-11, e *Relazione annuale 2014*, pp. 16-17.

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 2017 contengono quasi sempre (98%) indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare.<sup>70</sup>

Il 75% delle società che aderiscono al Codice e forniscono informazioni ha quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo (in lieve ma costante aumento rispetto al 73% nel 2016 e al 71% nel 2015). In continuità con i dati esaminati nei rapporti precedenti, 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 elevato tra le società di maggiori dimensioni (circa l'80% sia nelle grandi che nelle medie) mentre scende al 70% nelle società di minori dimensioni.<sup>71</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 soltanto il 64% delle società che aderiscono al Codice e che hanno identificato numericamente il preavviso ritenuto congruo (dato analogo al 2016) hanno fornito informazioni sul suo effettivo rispetto. Il livello medio di *compliance* è influenzato anche dalla dimensione dell'emittente, variando dall'85% delle società di grandi dimensioni al 68% delle medie, sino al 56% delle società di minori dimensioni.

Complessivamente si rileva, quindi, che solo la metà delle società che aderiscono al Codice hanno dato un'applicazione sostanziale alle raccomandazioni in materia di informazione pre-consiliare, fornendo sia un'indicazione chiara sul preavviso ritenuto congruo per l'informazione ai consiglieri, sia sul suo effettivo rispetto.

**Il Comitato osserva un costante miglioramento dell'informativa fornita *ex ante* dalle società quotate, ma rileva il persistere della necessità di migliorare la qualità della disclosure *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso utilizzato per l'invio della documentazione consiliare. Soltanto il rispetto effettivo dei principi di completezza e di tempestività dell'informativa pre-consiliare può consentire l'agire**

---

<sup>70</sup> In leggero aumento rispetto al 97% del 2016. Quanto ai dati pubblicati nel 2017, si osserva che tali informazioni sono sempre contenute nelle relazioni delle società di grandi e medie dimensioni (100%) e quasi sempre nelle società di piccole dimensioni (97%) Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

<sup>71</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

**informato di tutti i componenti del consiglio, in particolare di quelli privi di deleghe, e contribuire, conseguentemente, all'efficace funzionamento del consiglio.**

**A tal fine, il Comitato invita i Presidenti dei consigli di amministrazione a curare l'adeguatezza, la tempestività e la fruibilità dei flussi informativi che precedono e accompagnano i lavori consiliari, preservandone la completezza anche nel caso in cui non sia stato possibile fornire la necessaria informativa con congruo anticipo.**

#### *1.3.2. La 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 aveva evidenziato le recenti modifiche al Codice, incoraggiando le società a migliorare la qualità delle informazioni fornite nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2017 si evince che il 78% delle società che aderiscono al Codice indica che la partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio di amministrazione ha effettivamente avuto luogo; il dato appare in netto miglioramento rispetto al 62% del 2016.<sup>72</sup>

**I nuovi dati evidenziano un significativo miglioramento della *compliance* degli emittenti italiani con riferimento all'effettiva partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio. Il Comitato ribadisce comunque l'importanza della citata *best practice* in considerazione del contributo che la partecipazione effettiva dei dirigenti può attribuire, nelle materie di loro competenza, all'adeguata informazione degli amministratori in sede consiliare.**

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

##### *1.4.1. L'attività di board evaluation*

Il Codice di autodisciplina raccomanda ai consigli di amministrazione di effettuare, almeno annualmente, la autovalutazione di sé e dei propri comitati ed esprimere

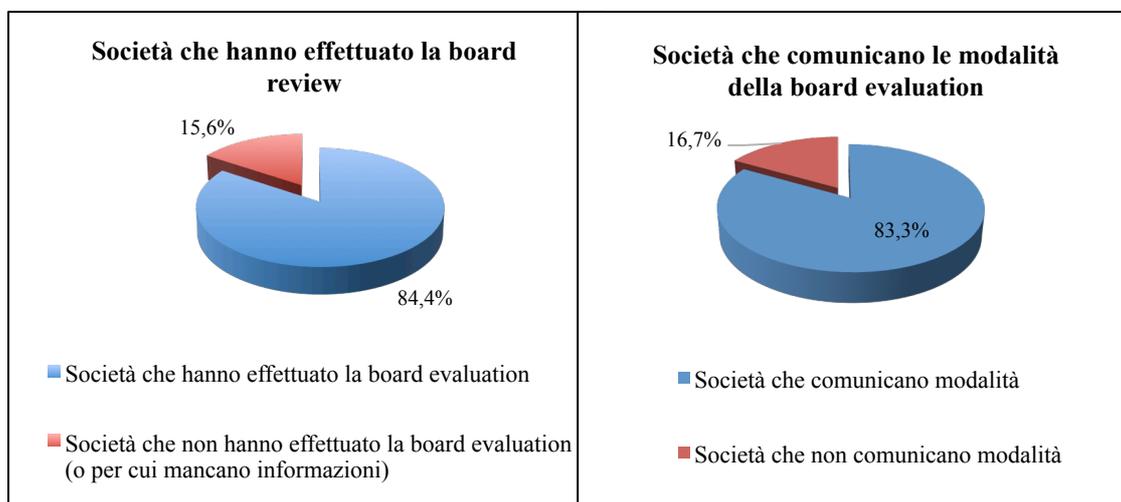
---

<sup>72</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

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'84% del totale) ha comunicato di avere condotto l'attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione.<sup>73</sup> L'informazione è fornita con maggior frequenza dalle società di maggiori dimensioni (rispettivamente nel 94% delle grandi e nel 93% delle società di medie dimensioni) mentre scende al 77% nelle società di minori dimensioni; la *compliance* delle società che operano nel settore finanziario è quasi totale (95%).<sup>74</sup>

Tra le 25 società a maggiore capitalizzazione si registra anche l'introduzione di una nuova prassi di *governance*: nella metà dei casi, infatti, le società hanno esteso la valutazione anche ai componenti dell'organo di controllo.<sup>75</sup>



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

Delle 31 società che aderiscono al Codice e non hanno effettuato l'autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, meno di un terzo (9 società, in lieve calo rispetto al 2016) spiegano le ragioni dello scostamento dal Codice.<sup>76</sup> Sul punto, il Comitato

<sup>73</sup> Dato stabile nel tempo: era l'84% anche nel 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5. Il dato appare stabile, con un lieve aumento, anche nelle 25 società a maggiore capitalizzazione. Cfr. Crisci & Partners, cit., p. 5.

<sup>74</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

<sup>75</sup> Cfr. Crisci & Partners, cit., p. 9.

<sup>76</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

aveva già richiamato l'attenzione delle società, raccomandando di fornire un'adeguata spiegazione nei casi di disapplicazione.

Le società che aderiscono al Codice comunicano frequentemente anche le modalità di svolgimento della *board evaluation*: si tratta dell'83% dei casi<sup>77</sup> delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation*. Anche in questo caso il livello di *compliance* è notevolmente influenzato dalla dimensione della società: mentre nelle società di grandi dimensioni tutte le società forniscono informazioni sulle modalità dell'autovalutazione, le società di dimensioni minori o medie registrano un livello di *compliance* più basso (rispettivamente pari all'86% e al 75%).

Quasi due terzi delle società che hanno identificato il soggetto incaricato della funzione istruttoria del processo di autovalutazione hanno affidato l'incarico a uno o più soggetti interni alla società (il 45% indica un comitato consiliare, l'11% il Presidente, il 16% uno o più amministratori indipendenti, il 29% una o più funzioni interne, come, ad esempio, quella di "affari societari"). In più di un terzo dei casi (38%) le società hanno incaricato un consulente esterno.<sup>78</sup> Tra le 25 società a maggiore capitalizzazione, più della metà fanno ricorso a un consulente esterno, in un terzo dei casi incaricano un soggetto interno (LID o comitato per le nomine), mentre in due casi non è stata fornita alcuna informazione.<sup>79</sup>

Nel 2014, il Comitato era intervenuto sul testo dell'art. 1 anche al fine di rafforzare la qualità informativa in capo agli emittenti che hanno deciso di attribuire l'istruttoria della *board evaluation* a un consulente esterno: al fine di migliorare la *disclosure*, il Codice raccomanda pertanto agli emittenti di identificare il consulente stesso e fornire informazioni sugli altri servizi prestati dallo stesso. Sul punto si registra un miglioramento delle società quotate, soprattutto con riferimento alla *disclosure* dell'informazione, evidenziata per la sua maggiore criticità nello scorso Rapporto<sup>80</sup> del

---

<sup>77</sup> In lieve aumento rispetto all'81% nel 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

<sup>78</sup> I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Alcune delle società censite hanno affidato l'incarico a più soggetti identificati e sono state pertanto conteggiate per ciascuna delle categorie dei soggetti indicati. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

<sup>79</sup> Cfr. Crisci & Partners, cit., p. 10, che segnala anche la differenza delle società italiane rispetto alla prassi delle società inglesi, nella quali è coinvolto più frequentemente (circa la metà dei casi) il presidente del consiglio di amministrazione.

<sup>80</sup> Nel 2016, il Comitato aveva rilevato che l'informazione sugli eventuali altri incarichi del consulente (o di una loro assenza) costituisce un elemento fondamentale per garantire la trasparenza della nomina e l'indipendenza del consulente. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Rapporto 2016*, pp. 36-37.

Comitato, relativa all'assenza di altri incarichi nell'emittente in capo al consulente. Tra le società che aderiscono al Codice e hanno comunicato di aver affidato l'istruttoria al consulente esterno si rileva che la maggior parte delle società ha fornito informazioni sulla sua identità (91%), mentre il 72% ha indicato l'eventuale prestazione (o l'assenza) di altri servizi da parte del consulente.<sup>81</sup>

Con riferimento al contenuto della valutazione, si riscontra che nelle 25 società a maggiore capitalizzazione sono stati esaminati il consiglio e i suoi comitati, mentre risulta molto rara la valutazione dei singoli consiglieri. L'assenza pressoché totale di una valutazione individuale denota un importante divario rispetto alle 25 maggiori società inglesi, nelle quali è stato condotto un esame individuale degli amministratori nell'84% dei casi.<sup>82</sup>

Quanto alle aree di valutazione, si riscontra un aumento, tra le società più grandi, della valutazione delle strategie, della gestione dei rischi e del sistema dei controlli: tali aree sono state esaminate da 67% delle 25 società di maggiori dimensioni (16 società) che risultano comunque inferiori rispetto al *trend* inglese, dove tali aree sono state incluse nella *board review* dell'88% delle 25 società inglesi di maggiore capitalizzazione.<sup>83</sup>

**Il Comitato osserva l'elevato numero di consigli che conducono la propria valutazione e quella dei loro comitati, ma evidenzia al contempo che non sempre tale affermazione è accompagnata da un'adeguata informativa sulle modalità con le quali la valutazione è condotta, come raccomandato dal Codice.**

**Inoltre, seppur non espressamente raccomandato dal Codice, il Comitato auspica che le società estendano la *board review* alla valutazione dei singoli consiglieri e dedichino un'adeguata parte della stessa 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.**

#### *1.4.2. L'orientamento sul numero massimo di incarichi*

Il *criterio* 1.C.3. del Codice raccomanda al consiglio di esprimere il proprio orientamento sul numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco nelle società

---

<sup>81</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

<sup>82</sup> Cfr. Crisci & Partners, cit., p. 11.

<sup>83</sup> Cfr. Crisci & Partners, cit., p. 12.

quotate, finanziarie o di rilevanti dimensioni, considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore dell'emittente, tenendo conto anche della partecipazione dei consiglieri ai comitati consiliari. A tal fine, i consigli dovrebbero individuare i criteri generali, differenziandoli in ragione dell'impegno connesso a ciascun ruolo (di consigliere esecutivo, non esecutivo o indipendente), anche in relazione alla natura e alle dimensioni delle società in cui gli incarichi sono ricoperti e alla loro eventuale appartenenza al gruppo dell'emittente.

Soltanto il 49% delle società che aderiscono al Codice hanno espresso un orientamento in tal senso. Il livello di *compliance* risulta, inoltre, particolarmente influenzato dalla dimensione della società: mentre le società di maggiori dimensioni si sono espresse in merito nel 76% dei casi, un limite massimo agli incarichi è stato individuato soltanto nel 60% delle società di medie dimensioni e, soprattutto, soltanto dal 36% delle piccole. Con riferimento alle cariche ricoperte dagli amministratori e dai sindaci nelle altre società quotate sull'MTA, si osserva che il 13% di tutti gli amministratori ricopre altre cariche di amministratore o sindaco in altre società quotate italiane (fino a un massimo di cinque incarichi). Il dato è sostanzialmente stabile nel tempo, seppur in diminuzione rispetto al 16% del 2009.<sup>84</sup>

Con riferimento ai soli incarichi ricoperti in società diverse da quelle appartenenti al medesimo gruppo (cd. cariche extra-gruppo), la percentuale media di amministratori con più di un incarico è pari al 12%, mentre scende al 3% se si considerano soltanto gli amministratori con un numero di altri incarichi extra-gruppo superiori a due. I dati rilevano pertanto un numero limitato di amministratori con più incarichi e una componente molto bassa, rappresentata soltanto dal 3% di tutti gli amministratori, di soggetti con un numero di incarichi pari o superiore a 3 (ma mai più di 5).<sup>85</sup>

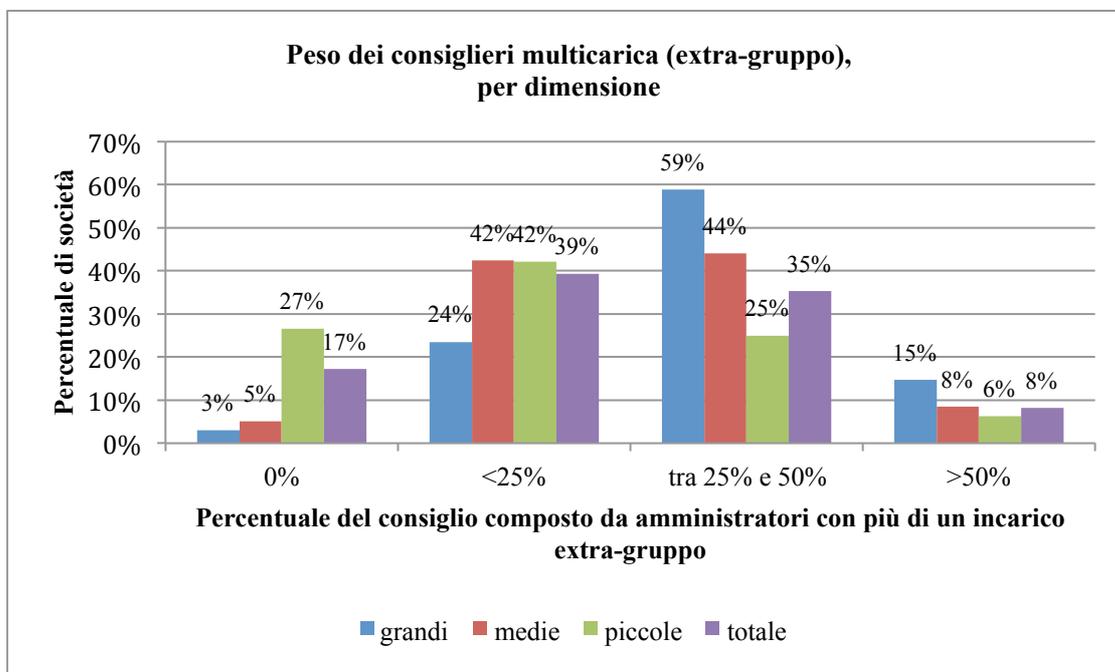
Analizzando la percentuale di società ripartite per quattro distinte classi, in ragione dell'assenza (0%) o della presenza (<25%; >25<50%; <50%) di consiglieri con più incarichi extra-gruppo, si osserva che il peso degli amministratori con più cariche subisce un effetto dimensionale, essendo le società piccole prevalentemente (67%) caratterizzate da consiglieri privi (24%) o dotati di una limitata presenza, inferiore a un

---

<sup>84</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 9, e Assonime-Emittenti Titoli, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (anno 2009)*, febbraio 2010, p. 25.

<sup>85</sup> Se si considerano gli incarichi ricoperti nelle società quotate italiane ed estere, il numero medio degli incarichi varia lievemente. Nelle prime 100 società italiane per capitalizzazione, gli amministratori hanno in media 3,2 incarichi nei consigli di amministrazione di altre società quotate, italiane o estere, con poco più del 60% dei consiglieri che ricoprono non più di cariche.

quarto del *board*, di amministratori con più di un incarico (43%), mentre le società di maggiori dimensioni hanno nella maggior parte dei casi (74%) un consiglio composto da più di un quarto di (59%) o più della metà dei consiglieri con più di un incarico (15%).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2017

Si rileva inoltre che il cumulo delle cariche in altre società quotate è più frequente nelle società che hanno espresso un orientamento sul numero massimo degli incarichi.<sup>86</sup>

**Il Comitato osserva che soltanto la metà dei consigli ha individuato un limite massimo agli incarichi degli amministratori, funzionale a garantirne un impegno adeguato agli adempimenti richiesti dalla loro carica. Al contempo il Comitato rileva che il numero degli incarichi in altre società quotate è comunque limitato e, in presenza di più incarichi, i consigli già esprimono un orientamento sul loro numero massimo.**

#### 1.4.3. 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,

<sup>86</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit.

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 soltanto in un terzo delle società che hanno operato il rinnovo nel 2017 e nella seconda metà del 2016.<sup>87</sup> Il livello di adesione in merito agli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale risulta ancora molto basso, seppur in significativo miglioramento rispetto all'anno precedente, quando era espresso soltanto da un quarto delle società che avevano rinnovato il consiglio nel 2016 e nel secondo semestre del 2015.

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 (60%) rispetto a quella delle medie (33%) e soprattutto alle società di piccole dimensioni (17%), le quali registrano un livello scarsissimo di adesione alla raccomandazione in commento.

Il basso livello di *compliance* delle società è stato già evidenziato nei Rapporti precedenti, nei quali il Comitato ha invitato i consigli di amministrazione uscenti a esprimere, ad esito del processo di autovalutazione, gli opportuni orientamenti sulle figure manageriali e professionali e a valutarne l'adesione in consiglio.

**Pur considerando positivamente il miglioramento dell'adesione delle società quotate alla raccomandazione sugli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale, il Comitato esorta i consigli uscenti a valutare adeguatamente la loro futura composizione ottimale. L'individuazione delle professionalità e delle competenze necessarie in seno al consiglio di amministrazione, con l'auspicato coinvolgimento del comitato per le nomine, costituisce, infatti, un presupposto importante per l'efficace funzionamento del consiglio.**

#### *1.4.4. I 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.

---

<sup>87</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 6.

Dalle relazioni sul governo societario risulta che 183 società<sup>88</sup> hanno valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, mentre soltanto 35 dichiarano l'esistenza di uno o più piani.<sup>89</sup>

Il basso livello di adozione di piani di successione segna comunque un aumento rispetto agli anni precedenti (29 nel 2016, 20 sia nel 2015 che nel 2014), riconducibile prevalentemente al settore finanziario, nel quale il numero dei piani è continua ad aumentare, arrivando quest'anno al 73%.<sup>90</sup> Tra le società di maggiori dimensioni, la ragione addotta per la mancata istituzione di un piano è quasi sempre legata agli assetti proprietari della società.<sup>91</sup>

In due terzi dei casi, i piani contemplano i meccanismi di sostituzione in caso di necessaria successione anticipata degli amministratori esecutivi; in metà dei casi, i piani che prevedono meccanismi di sostituzione anticipata dispongono anche le procedure da seguire in caso di scadenza naturale dalla carica.

**Benché non espressamente raccomandate dal Codice, il Comitato ricorda agli emittenti l'importanza di adeguate e formalizzate procedure per la successione degli amministratori esecutivi.**

**L'adozione di piani che consentano una gestione tempestiva e ordinata delle successioni degli esecutivi, soprattutto con riferimento ai casi di sostituzione anticipata, rappresentano un importante elemento di stabilità della gestione che valorizza anche gli esiti delle autovalutazioni e gli orientamenti del consiglio in merito alle professionalità e alle competenze necessarie per un'efficace conduzione dell'impresa.**

---

<sup>88</sup> Se si considerano tutte le società del campione di Assonime-Emittenti titoli, comprese quelle non aderenti al Codice, l'informazione è fornita da 194 società. La valutazione è stata effettuata, dunque, anche da alcune società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice; in tutti questi casi non è stato comunque adottato un piano. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 7.

<sup>89</sup> I piani sono più frequenti nelle società appartenenti all'indice FTSE Mib (27%), mentre il 33% delle società del FTSE Mib dichiara che un piano è allo studio. I piani risultano poco frequenti nelle Mid Cap (11%) e nel segmento STAR (6%). Cfr. TEH-Ambrosetti, cit., p. 68

<sup>90</sup> Nel 2016 erano 62%, già in forte aumento rispetto agli anni precedenti. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 7.

<sup>91</sup> Spencer Stuart, cit., pp. 6 e 44, che si riferisce a tutte le società quotate sull'indice FTSE Mib.

### 1.5. Gli amministratori indipendenti

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

Al fine di agevolare gli emittenti nella definizione del numero di indipendenti da considerarsi adeguato, il Codice esplicita per quelli appartenenti all’indice FTSE Mib<sup>92</sup> 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 2016 quasi tutte le società FTSE Mib avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti<sup>93</sup>; il 96% delle società che aderiscono al Codice è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti<sup>94</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 applicare 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*”.

---

<sup>92</sup> Si ricorda che il regime transitorio fissato dal *principio guida* IX del Codice differiva l’operatività della raccomandazione rivolta alle FTSE Mib a decorrere dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione successivo alla fine dell’esercizio che inizia nel 2012; il regime transitorio si è dunque esaurito soltanto con i rinnovi degli organi amministrativi avvenuti nel 2015, le cui informazioni sono state fornite nelle relazioni pubblicate nel 2016.

<sup>93</sup> Tra le FTSE Mib che aderiscono al Codice, 32 società su 33, pari al 97% del totale (cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 51) che rispettano il requisito di composizione. 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.

<sup>94</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 51.

### 1.5.1. Applicazione dei criteri di indipendenza

Sul punto, il Comitato rileva che la disapplicazione di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è piuttosto rara (circa il 7% delle società).<sup>95</sup> Il criterio disapplicato più 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 ragioni della disapplicazione sono generalmente ricondotte all'opportunità di privilegiare le competenze acquisite nel tempo o 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 37 società (il 18,6% del totale), di cui quasi tutte<sup>96</sup> forniscono una giustificazione elaborata con riferimento al caso concreto, riportando informazioni specifiche in relazione a singoli amministratori (e/o sindaci) interessati.<sup>97</sup>

Complessivamente quindi circa 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.

Più elevato è però il numero di società con amministratori indipendenti che appaiono ricadere in una o più situazioni che potrebbero pregiudicarla (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 della la remunerazione particolarmente elevata<sup>98</sup>.

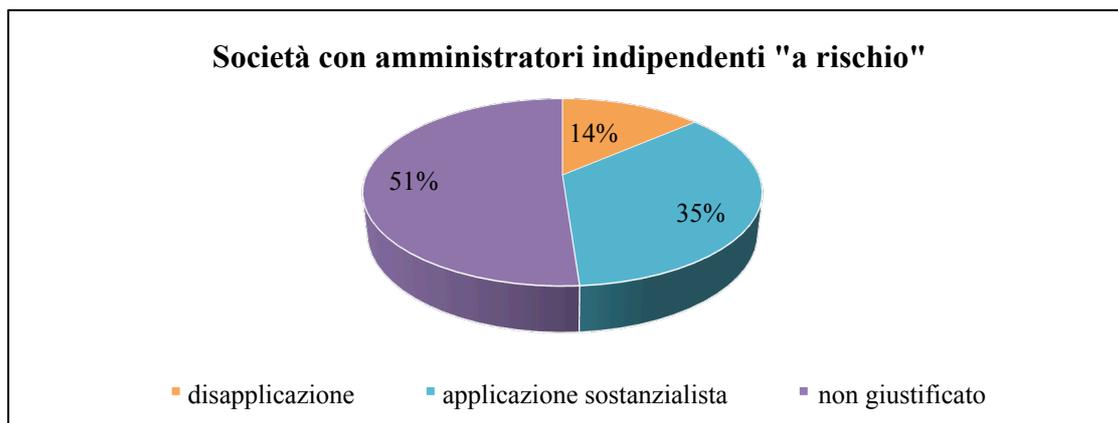
---

<sup>95</sup> Si tratta di 13 società che hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice (pari al 6% del totale delle società che aderiscono al Codice; cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 51).

<sup>96</sup> Si tratta di 36 società su 37, pari al 97% delle società che aderiscono al Codice (rispetto al 100% nel 2016, 97% nel 2015 e l'85% nel 2014).

<sup>97</sup> I dati si riferiscono alle sole società che hanno aderito al Codice di autodisciplina. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 52.

<sup>98</sup> Con riferimento a quest'ultima, il Comitato segue il criterio quantitativo adottato da Assonime-Emittenti Titoli che considera elevata la remunerazione dell'indipendente che supera il doppio della remunerazione complessiva percepita dagli altri non esecutivi della società di riferimento.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2017

Tali situazioni a rischio sono state riscontrate con riferimento a 133 consiglieri indipendenti che siedono in 85 società quotate che aderiscono al Codice (pari al 43% del totale). Analizzando le informazioni fornite sul punto nelle relazioni sul governo societario, si osserva che in metà dei casi (51%) le società non forniscono alcuna spiegazione per la sussistenza delle situazioni di “rischio”, mentre soltanto il 14% e il 35% ne dichiarano rispettivamente la disapplicazione o l’applicazione sostanzialista (i.e. applicazione del criterio “con prevalenza della sostanza sulla forma”).

**Considerato il rilievo degli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare, il Comitato sottolinea l’opportunità di adeguate ed esaustive valutazioni circa la sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai singoli componenti del consiglio, soprattutto in caso di disapplicazione o di applicazione sostanzialista, che dovrebbero rappresentare limitate eccezioni ed essere chiaramente indicate e adeguatamente motivate.**

#### *1.5.2. Le 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 2017, risulta che il 68% delle società che hanno almeno due amministratori indipendenti riferisce l’avvenuta riunione di soli amministratori indipendenti; il dato appare in deciso aumento rispetto al 59% del 2016.<sup>99</sup> Il livello di

<sup>99</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

*compliance* varia con riferimento alla dimensione degli emittenti: la percentuale sale al 78% delle società di maggiori dimensioni (in leggero aumento rispetto al 75% circa del 2016) rispetto al 67% delle medie e al 69% delle piccole. L'applicazione della raccomandazione del Codice risulta inoltre più frequente nelle società che hanno designato un LID, nelle quali gli amministratori indipendenti si sono riuniti in separata sede nel 76% dei casi (rispetto al 62% delle società in cui non è stato nominato un LID).<sup>100</sup>

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>101</sup>

**Il Comitato osserva il positivo aumento delle società che dichiarano l'avvenuta riunione dei soli amministratori indipendenti, mentre riscontra la stabilità del livello di spiegazione delle società che non hanno applicato la raccomandazione in commento. Sia la disapplicazione che la mancata spiegazione delle *non-compliance* potrebbero meritare una più attenta riflessione in sede di autovalutazione del consiglio di amministrazione.**

### **1.6. I 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

---

<sup>100</sup> I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

<sup>101</sup> La spiegazione è fornita dal 56% di tutte le società che aderiscono al Codice e non hanno avuto riunioni di indipendenti. Quanto all'effetto dimensione, la percentuale varia dal 71% delle società più grandi (FTSE Mib) al 50 delle società più piccole (Small Cap). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

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.

#### 1.6.1. Il comitato per le nomine

Il comitato per le nomine è stato costituito da poco più della metà delle società che aderiscono al Codice (118 su 199) ed è frequentemente (in 77 casi) unificato con il comitato per le remunerazioni.<sup>102</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 (85%) rispetto alle medie (69%) e alle piccole (49%); al contempo, le società di maggiori dimensioni attribuiscono maggiore autonomia e poteri al comitato per le nomine: esso appare unificato con il comitato per le remunerazioni soltanto in un terzo dei casi delle società grandi, mentre ciò avviene in tre quarti dei casi nelle società di dimensioni medie e piccole.<sup>103</sup>

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 (97%)<sup>104</sup>.

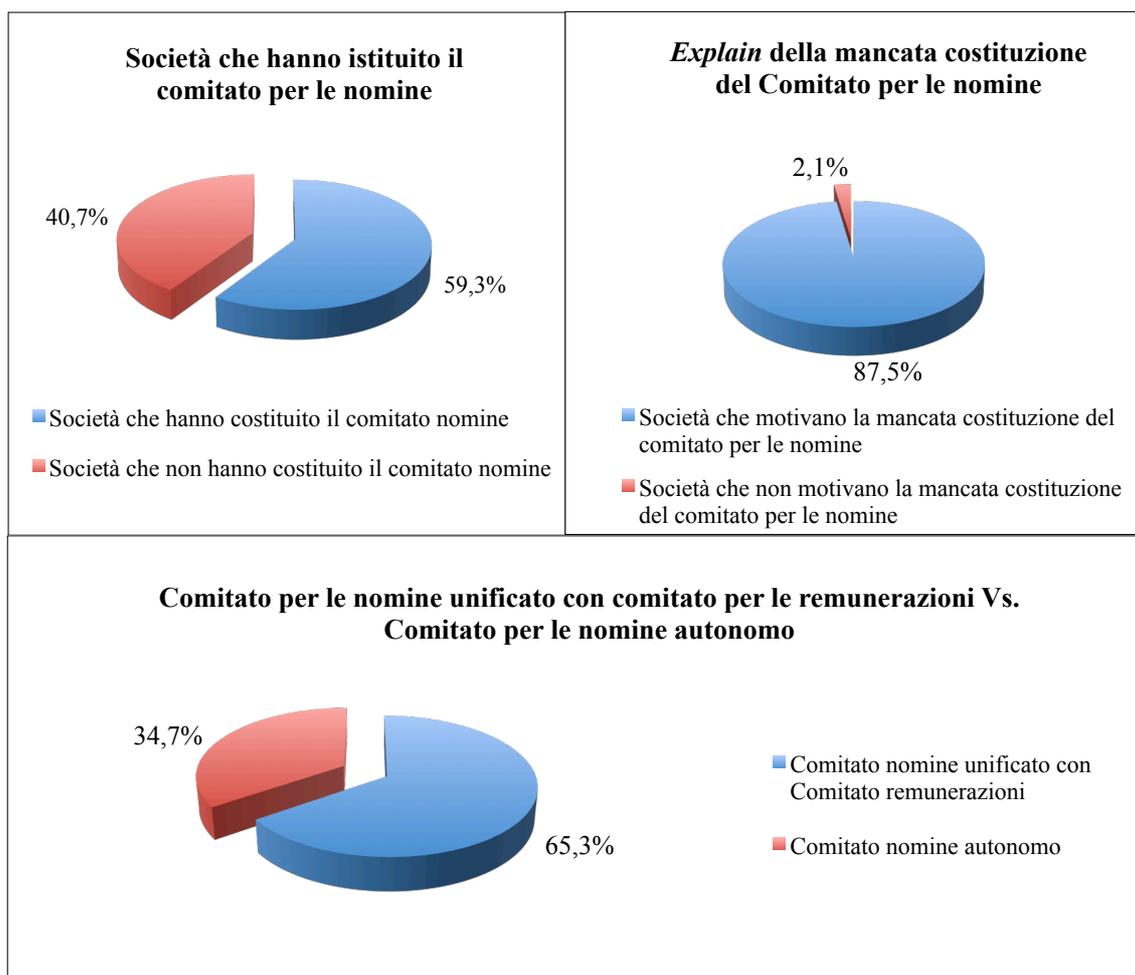
La giustificazione fornita fa frequentemente riferimento alle disposizioni di legge e, in particolare, al sistema di “voto di lista”; in alcuni casi è stato fatto riferimento al ruolo propositivo svolto dall'azionista di riferimento o più genericamente alla struttura dell'azionariato. Altre società hanno 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.

---

<sup>102</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 17.

<sup>103</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 17.

<sup>104</sup> In lieve aumento rispetto al 95% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 17.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

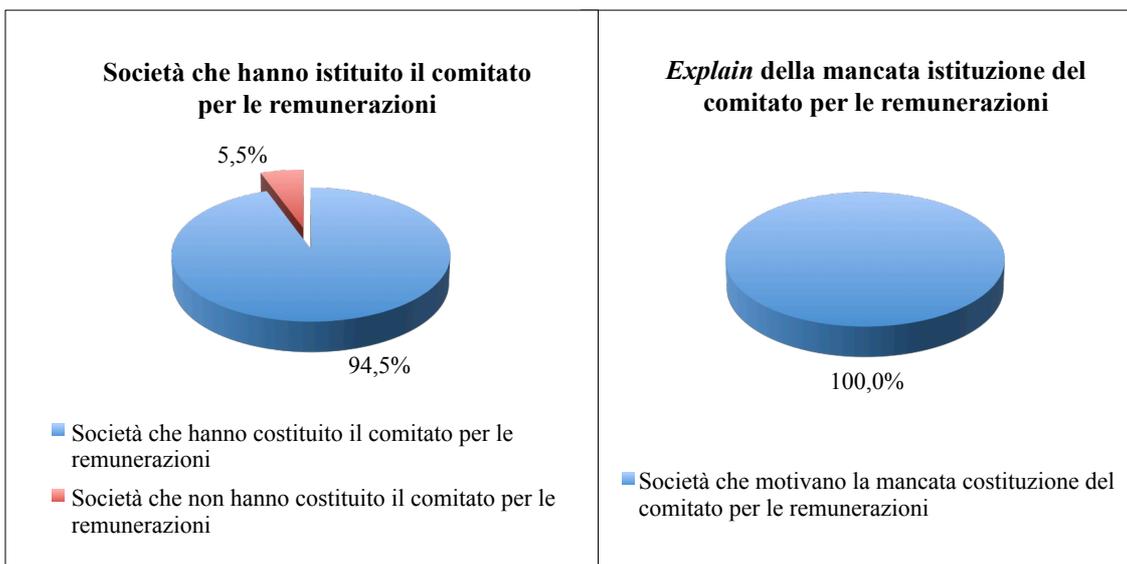
Nei 41 casi in cui è stato istituito un comitato per le nomine autonomo (i.e. non unificato con altri comitati), la sua composizione è quasi sempre (95% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti).<sup>105</sup>

**Il Comitato osserva il costante e basso livello di adesione alla raccomandazione sull'istituzione di un comitato per le nomine, chiamato a svolgere un'importante funzione consultiva e di supporto al consiglio di amministrazione, anche a prescindere dalle caratteristiche dell'impresa e della sua struttura proprietaria. Nei frequenti casi di unificazione del comitato per le nomine con altro comitato consiliare, il Comitato evidenzia l'opportunità di rendere conto separatamente delle attività svolte.**

#### 1.6.2. Il comitato per le remunerazioni

<sup>105</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 52.

Il comitato per le remunerazioni è stato costituito da quasi 95% delle società che aderiscono al Codice (188 su 199)<sup>106</sup>.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

Tutte le 11 società che non l'hanno istituito e che aderiscono al Codice hanno fornito una giustificazione della mancata costituzione (l'adesione totale è stata raggiunta già nel 2016, mentre nel 2015 era circa dell'87%).<sup>107</sup> La spiegazione fornita fa spesso riferimento alle dimensioni della società e alle esigenze di semplificazione degli assetti organizzativi.

Il comitato per le remunerazioni è quasi sempre un comitato autonomo, quindi non unificato con altri comitati; la sua composizione è in linea con le raccomandazioni del Codice nell'89% dei casi (rispetto al 90% del 2016 e all'87% del 2015). Nelle 13 società che aderiscono al Codice e che presentano un comitato con composizione *non-compliant* con quella raccomandata, tutte hanno fornito una spiegazione.<sup>108</sup>

### 1.6.3. Il comitato controllo e rischi

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla maggior parte delle società quotate italiane (il 98% di tutte le società che aderiscono al Codice; i.e. 196 su 199).<sup>109</sup>

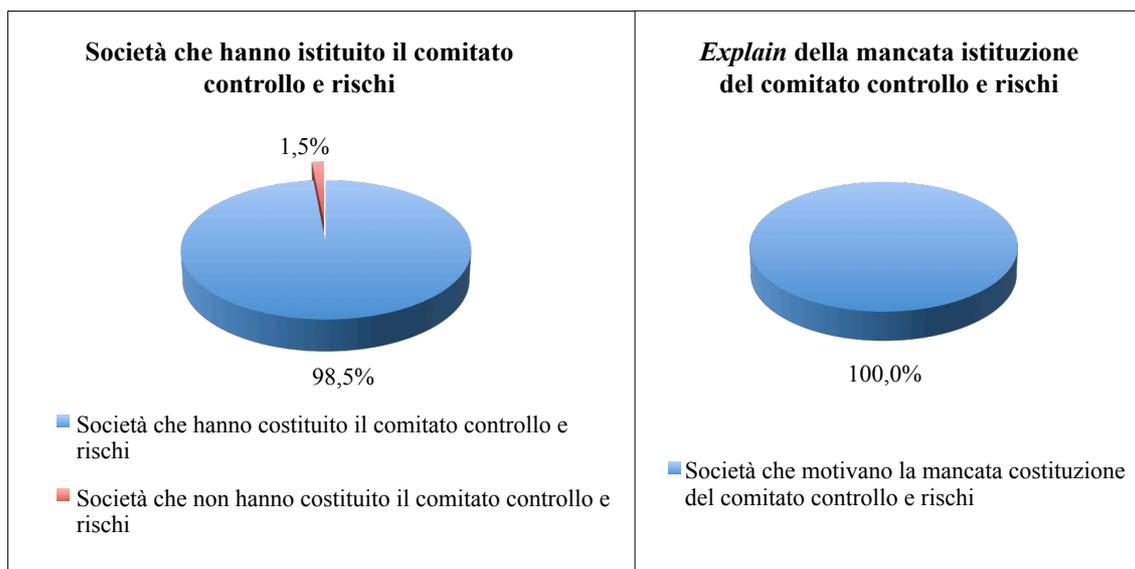
<sup>106</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 19.

<sup>107</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 53.

<sup>108</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 53.

<sup>109</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 22.

Le poche società che non hanno istituito il comitato e che aderiscono al Codice hanno fornito una spiegazione della disapplicazione (così come nel 2016 e nel 2015). Anche in questo caso la spiegazione fornita fa spesso riferimento alle limitate dimensioni della società o esigenze di semplificazione dell'assetto organizzativo dell'emittente e/o si afferma che le sue funzioni sono state assunte dagli organi delegati o dall'organo di controllo.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

La composizione del comitato controllo e rischi risulta nel 93% dei casi<sup>110</sup> in linea con le raccomandazioni del Codice, in aumento rispetto al 2016 (92%) e al 2015 (90%). Tutte le 13 società che aderiscono al Codice e non hanno un comitato *compliant* nei termini raccomandati, forniscono una spiegazione della disapplicazione.

### 1.7. La politica sulla remunerazione

Il sesto articolo del Codice di autodisciplina è dedicato alla raccolta di *best practice* in materia di remunerazione degli amministratori. In particolare, 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 che sia sufficiente da attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per un'efficiente gestione dell'impresa (cfr. *principio 6.P.1.*).

<sup>110</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 54.

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 che caratterizzano l'emittente.

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 ma essere al contempo 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 in alternativa 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 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 (principio 6.P.5. e criterio applicativo 6.C.8.).*

Le informazioni sull'applicazione dell'art. 6 possono risultare sia dalle relazioni sul governo societario<sup>111</sup> che dalle relazioni sulla remunerazione, redatte dalle società quotate italiane in conformità all'art. 123-ter Tuf e le relative disposizioni attuative<sup>112</sup>, nonché dagli appositi comunicati stampa sulle indennità di fine carica eventualmente erogate.

#### *1.7.1. La remunerazione variabile*

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

Nelle società che aderiscono al Codice, il 90% delle politiche prevede la corresponsione di una componente variabile per gli amministratori esecutivi: tale prassi è quasi sempre presente tra le società di grandi (97%) o medie dimensioni (98%), mentre risulta un po' meno frequente tra le piccole (81%).

#### *1.7.2. Il 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

---

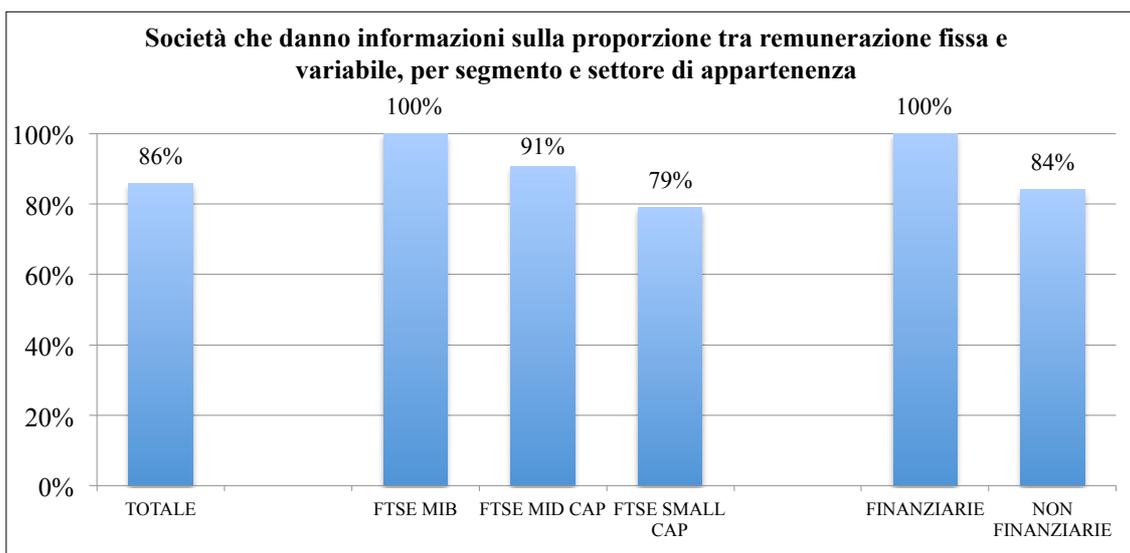
<sup>111</sup> Nelle relazioni di *governance* sono generalmente riportate le informazioni su istituzione, composizione e funzionamento del comitato per la remunerazione e alcune precisazioni relative alla politica, come, ad esempio, la previsione di un accordo per la corresponsione di indennità di fine carica, l'esclusione di tale corresponsione o la previsione di limite massimo alle indennità eventualmente erogate.

<sup>112</sup> La relazione del consiglio di amministrazione redatta ai sensi dell'art. 123-ter Tuf deve contenere almeno le informazioni indicate nello Schema 7-bis dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti. La relazione si compone a tal fine 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.

di tale indicazione per un'adeguata informativa sulla struttura delle componenti variabili.

Dalle relazione pubblicate nel 2017 risulta che l'86% 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 dimostra un divario notevole tra le società di maggiori dimensioni, dove l'informazione è fornita sempre, rispetto a quelle di minori dimensioni, nelle quali tale informazione è comunicata soltanto dal 79% delle società. La compliance aumenta nel settore finanziario, dove è fornita da tutte le società che operano nel settore bancario e assicurativo, rispetto all'84% delle industriali.

Il livello di adesione è aumentato rispetto al 2016, quando l'informazione era fornita dall'80% delle società ed era fornita soltanto dal 72% delle società di minori dimensioni e dal 78% delle società industriali.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

**Il Comitato osserva il miglioramento delle informazioni in merito alla componente fissa e variabile delle remunerazioni, ribadendo l'importanza di tale indicazione per un'adeguata informativa sulla struttura delle componenti variabili.**

### *1.7.3. I parametri di riferimento della remunerazione variabile*

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

La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 93% delle società che aderiscono al Codice e che prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi; un dato sostanzialmente stabile nel tempo.<sup>113</sup>

I parametri scelti possono essere diversi: molto frequente è il riferimento a indicatori di matrice contabile (98% dei casi), mentre è meno diffuso è il riferimento a obiettivi “di *business*” (61% dei casi). Nel 52% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al valore di mercato delle azioni (piani *stock-based* o piani *phantom-stock*), che risulta più frequente tra le società maggiori (76%) rispetto alle medie (59%) e alle piccole (39%), e nel settore finanziario (77% dei casi), in particolare nelle banche (81%).<sup>114</sup>

Nelle società che aderiscono al Codice e prevedono la corresponsione di una componente variabile non si registrano particolari variazioni rispetto agli anni precedenti. La componente variabile è legata sia a obiettivi sia di breve che di medio-lungo termine nel 74% dei casi; nei restanti casi, il 20% delle *policy* prevede soltanto obiettivi di breve termine, mentre il restante il 6% è limitato a soli obiettivi di lungo termine.<sup>115</sup> Con riferimento al peso del compenso variabile parametrato a risultati di breve termine (maturati negli anni 2015-2016) è stato osservato che essi presentano una scarsa correlazione con la *performance* dell’utile netto (2014-2015).<sup>116</sup>

Complessivamente la presenza di componenti variabili legate a obiettivi di medio-lungo termine è riscontrabile in circa il 70% delle società quotate, con un grado di *compliance* molto elevato per le società grandi (circa il 90%) e medie (circa l’80%) e molto più basso per le società piccole (inferiore al 60%).

**Il Comitato osserva l’opportunità di rafforzare le componenti remunerative legate a risultati di lungo termine che assicurino un maggiore allineamento degli interessi degli esecutivi con la sostenibilità dell’impresa nell’orizzonte temporale medio-lungo. A tal fine, il Comitato raccomanda alle società di valutare il proprio grado di adesione alle *best practice* contenute nel Codice.**

---

<sup>113</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 24.

<sup>114</sup> I dati appaiono tutti in lieve aumento rispetto agli anni precedenti. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 24.

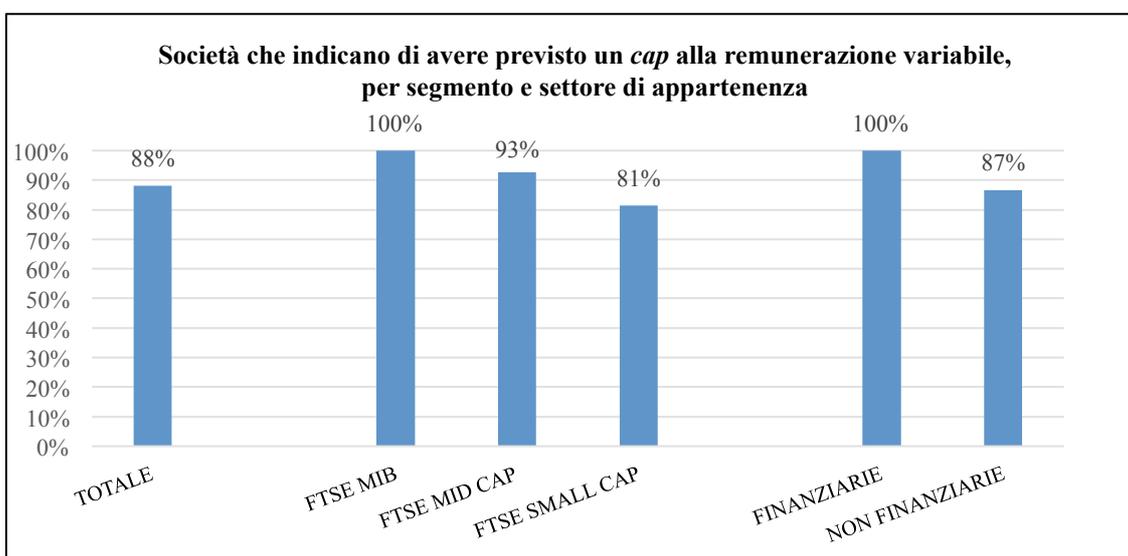
<sup>115</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 24.

<sup>116</sup> Cfr. TEH-Ambrosetti, cit., p. 55.

#### 1.7.4. Il limite massimo al compenso variabile

Dall'analisi delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2017 risulta che l'88% delle società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile applica la raccomandazione contenuta nel *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b), prevedendo limiti massimi alla remunerazione variabile.

Il livello di adesione risulta in aumento rispetto all'84% del 2016 e varia notevolmente secondo la dimensione dell'impresa: nelle società appartenenti di maggiori dimensioni la previsione di un *cap* riguarda quasi tutte le società (100%), mentre tale raccomandazione risulta un po' meno frequente tra le società di medie (91%) e soprattutto tra quelle di piccole dimensioni (81%).<sup>117</sup>



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

Il livello di adesione alla raccomandazione relativa alla definizione di un *cap* alla componente variabile registra un lieve aumento nel 2017 rispetto agli anni precedenti. Anche questa raccomandazione, al pari di quella relativa alla definizione del peso della componente fissa e di quella variabile sono state oggetto di esplicite raccomandazioni del Comitato nel suo precedente Rapporto sull'applicazione del Codice.

**Il Comitato rileva l'elevata percentuale di società che prevedono un limite alla remunerazione variabile ma ricorda altresì la necessità di motivare adeguatamente la sua mancata previsione.**

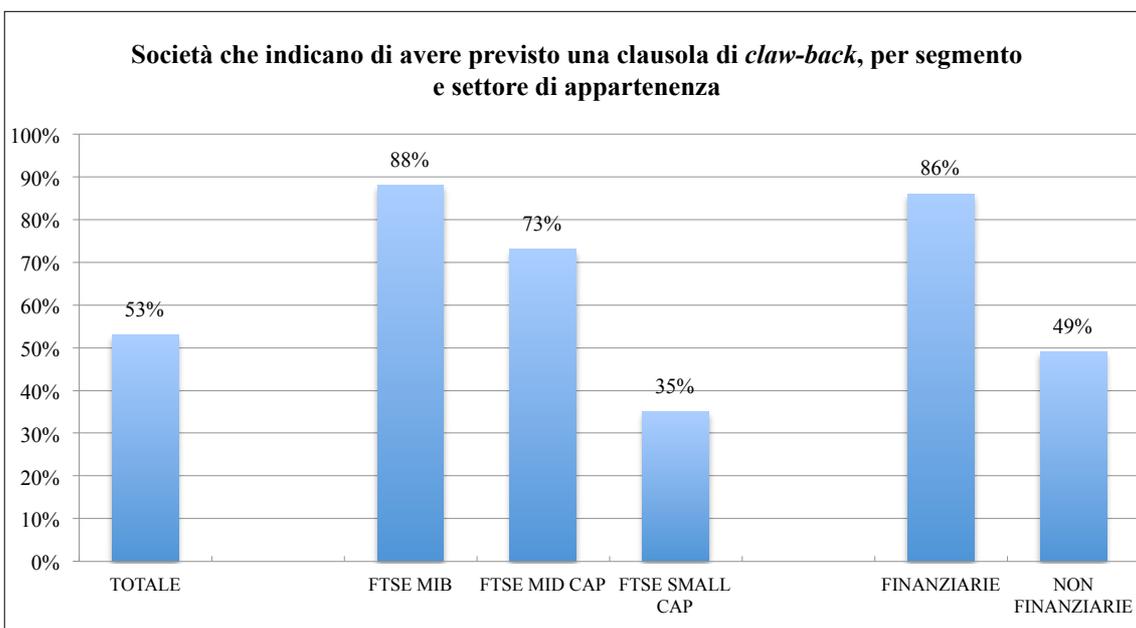
<sup>117</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 24.

### 1.7.5. Le clausole di claw-back

Come già ricordato, l'edizione 2014 del Codice raccomanda la previsione di intese contrattuali che consentono di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate o di trattenere somme oggetto di differimento, determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

Tali clausole sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione di 106 società che aderiscono al Codice, pari al 53% del totale delle aderenti, in aumento rispetto al 48% del 2016 e del 34 del 2015.<sup>118</sup> Si registrano notevoli differenze secondo la dimensione aziendale (simili clausole sono individuabili nell'88% delle società di maggiori dimensioni, rispetto al 73% delle medie e al 35% delle piccole) e il livello settoriale (nel settore finanziario tali clausole sono previste nell'86% dei casi, contro il 49% nel settore non finanziario).

Le società che aderiscono al Codice e prevedono una clausola *claw-back* indica quasi sempre gli eventi che innescano l'operatività delle clausole (c.d. *trigger events*).<sup>119</sup>



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

<sup>118</sup> I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice; con riferimento all'intero campione analizzato da Assonime-Emittenti Titoli, comprese le società che non aderiscono al Codice, risultano 105 società che hanno previsto una clausola *claw-back*. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 26.

<sup>119</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 26.

**La mancata adozione di clausole di *claw-back* in quasi la metà delle società indica una applicazione ancora molto parziale, benché in miglioramento rispetto all'anno passato, della nuova raccomandazione del Codice. A tal riguardo, il Comitato raccomanda alle società che aderiscono al Codice di inserire tali clausole nelle rispettive politiche per la remunerazione.**

#### *1.7.6. La politica sulle indennità di fine carica*

Il Codice raccomanda agli emittenti di individuare per l'eventuale corresponsione di indennità un limite massimo dell'importo che potrà essere erogato: il limite potrebbe essere sia identificato da un *cap* fisso sia da un parametro legato al compenso ricevuto dall'amministratore in un determinato numero di anni.<sup>120</sup>

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita: nel 16% dei casi gli emittenti paiono escludere future erogazioni a favore degli amministratori in caso di dimissioni o licenziamento; nel restante 84% dei casi la *policy* contempla la possibilità di future erogazioni: in metà dei casi è previsto un limite massimo a tale futura erogazione<sup>121</sup>, mentre nella restante metà degli altri casi le società comunicano semplicemente che erogazioni sono possibili o non escludono tale possibilità a priori né prevedono pattuizioni in merito.<sup>122</sup>

Sulla base di tali dati è possibile osservare che soltanto il 62% delle società che aderiscono al Codice risultano in linea con le raccomandazioni del Codice, escludendo *tout court* l'erogazione di indennità, dichiarando l'esistenza di espliciti accordi o prevedendo comunque un *cap* alla loro eventuale erogazione. Il livello di adesione sale al 78% nelle società di maggiori dimensioni per scendere al 62% tra le medie e, soprattutto, al 54% nelle società di più minori dimensioni.

I dati appaiono sostanzialmente in linea con quelli degli anni precedenti e non dimostrano alcun miglioramento delle società quotate in merito al livello di adesione alla raccomandazione in commento, evidenziando piuttosto un basso livello di *compliance* soprattutto tra le società di minori dimensioni.

---

<sup>120</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.

<sup>121</sup> Metà dei quali coincide anche con la presenza di pattuizioni con i singoli interessati in merito all'erogazione di future indennità.

<sup>122</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 25.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

**Il Comitato osserva che in molti casi le politiche per la remunerazione presentino ancora elementi di scarsa trasparenza riguardo alle indennità di fine carica, non prevedendo pattuizioni esplicite o misure che limitino la discrezionalità al momento in cui si verifica l'evento. A tal fine, il Comitato auspica che le società quotate si dotino di un'adeguata politica sulle indennità di fine carica e forniscano con tempestività e completezza le informazioni in merito alla loro effettiva erogazione.**

### ***1.8. La governance della sostenibilità***

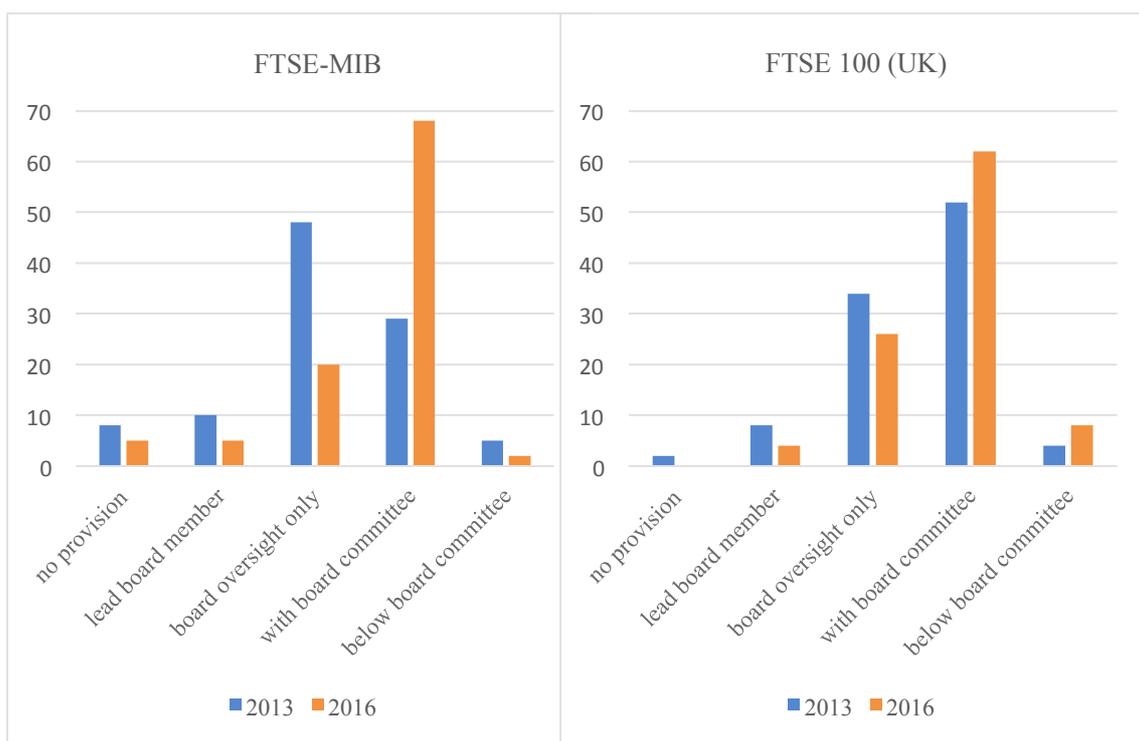
Nel 2015 il Comitato ha introdotto alcune modifiche volte a rafforzare la sensibilità delle imprese italiane quotate ai temi della sostenibilità dell'impresa nel medio-lungo termine, rafforzando e dando maggiori contenuti ai principi che già raccomandavano al consiglio di perseguire l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. art. 1) e la definizione di una remunerazione variabile legata a obiettivi *long term* (cfr. art. 6). Le principali novità introdotte nel 2015 sono la raccomandazione di considerare, nella definizione della natura e del livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, anche quei rischi che potrebbero assumere rilevanza nell'ottica del medio-lungo termine (cfr. *criterio applicativo* 1.C.1., lett. b)) e l'auspicio di attribuire specifici compiti di sostenibilità a un comitato *ad hoc* o ad altro comitato "da Codice" già esistente (cfr. *commento* art. 4).

Nel periodo 2013-2016 più della metà delle aziende quotate sul FTSE Mib ha modificato la propria struttura di *governance* per includere alcuni temi di sostenibilità, con un'evoluzione molto più marcata rispetto alle società appartenenti all'indice FTSE

100 del *London Stock Exchange*. L'evoluzione, seppur monitorata su arco triennale, è occorsa principalmente dopo il 2015, anno della revisione del Codice su tali temi.<sup>123</sup>

Le principali modifiche apportate dalle società quotate di maggiori dimensioni attengono all'istituzione di un comitato specifico o all'attribuzione di funzioni specifiche in materia di sostenibilità ad altro comitato consiliare esistente, con funzioni consultive e propositive rispetto alla competenza del consiglio.

Infatti, nel 2016 l'attribuzione di compiti di sostenibilità a un comitato interno al consiglio è stata comunicata dal 68% delle FTSE-Mib, rispetto al 29% del 2013. L'incremento notevole, che è stato registrato nel triennio 2013-2016, vede quasi equamente distribuite l'istituzione di un comitato sostenibilità (dal 12,5% al 32,5%) o l'attribuzione di competenze specifiche in materia di sostenibilità ad altro comitato interno, la cui istituzione è raccomandata dal Codice (dal 12,5% al 25%) o, seppur in casi più limitati, a comitati consiliari che prevedono nella propria composizione anche *manager* esterni (dal 5% al 10%).



Fonte: Assonime, CSR Manager Network e ALTIS 2017

<sup>123</sup> I dati sono tratti dall'analisi di Assonime, CSR Manager Network e ALTIS, cit..

L'aumento dell'attenzione ai temi di sostenibilità si registra anche nella crescente attenzione delle società di maggiori dimensioni nella definizione delle competenze in materia di piano e obiettivi di sostenibilità, riscontrabile nei due terzi dei casi. Al contempo appaiono poco chiare le definizioni di altre funzioni in materia di sostenibilità, come, ad esempio, per l'individuazione delle principali regole e procedure interne in tale ambito.

<b>Definizione delle competenze in materia di sostenibilità<sup>124</sup></b>	<b>Solo CdA</b>	<b>Anche Comitato</b>	<b>Non Attribuito esplicitamente</b>
<b>Piano/obiettivi di sostenibilità</b>	11,54%	53,85%	34,62%
<b>Individuazione principali regole e procedure aziendali in tema sociale e ambientale</b>	12,00%	36,00%	52,00%
<b>Individuazione dei rischi connessi con i temi di sostenibilità/ambientali, sociali</b>	20,00%	36,00%	44,00%
<b>Monitoraggio del posizionamento della Società rispetto ai mercati finanziari sui temi di sostenibilità</b>	8,00%	40,00%	52,00%
<b>Monitoraggio delle relazioni con gli stakeholders</b>	0,00%	44,00%	56,00%

Fonte: Assonime, CSR Manager Network e ALTIS 2017

---

<sup>124</sup> I dati sono tratti dall'analisi di Assonime, CSR Manager Network e ALTIS, cit..

## 2. Una valutazione di sintesi

Nel complesso l'analisi mostra che quantità e qualità delle informazioni fornite sono in progressivo miglioramento.<sup>125</sup> Le società descrivono generalmente in modo adeguato il proprio modello di *governance*, sia in caso di applicazione delle raccomandazioni del Codice, sia nei casi di una loro totale o parziale disapplicazione.

In caso di scelte che si discostano dalle raccomandazioni del Codice, le società forniscono, in genere, argomentate spiegazioni che risultano chiaramente evidenziate agli investitori, consentendo loro di valutarne le conseguenze e trarne le deduzioni più opportune, in termini sia di *trading* sia di *engagement* con gli emittenti interessati.

### 2.1. Il grado di adesione al Codice

Al fine di verificare l'effettivo grado di adesione al sistema delineato dal Codice di autodisciplina, il Comitato ha svolto un supplemento di analisi dei dati commentati nel Rapporto, selezionando le principali raccomandazioni che attengono all'efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e alla remunerazione dei suoi componenti esecutivi.<sup>126</sup>

La valutazione mira a verificare l'effettivo grado di recepimento delle *best practice* raccomandate dal Codice, e non la mera *compliance* con le singole raccomandazioni ivi contenute: sono state pertanto considerate soltanto le società che concretamente adottano la raccomandazione del Codice per distinguerle da quelle che non le applicano integralmente o parzialmente, a prescindere dalla presenza di una spiegazione.

Utilizzando questi parametri, il Comitato osserva che le società raggiungono una applicazione soddisfacente di oltre tre quarti delle raccomandazioni esaminate, con

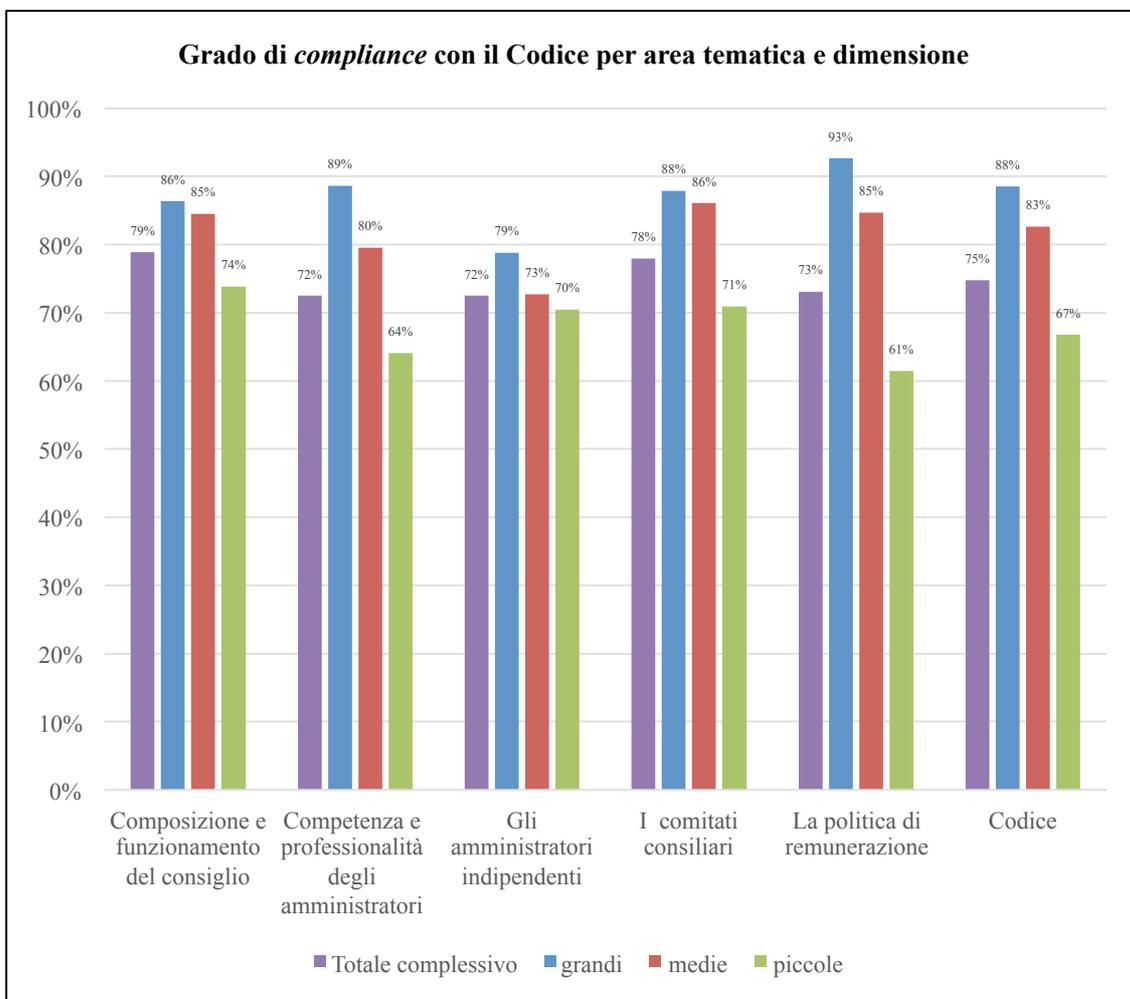
---

<sup>125</sup> Tale miglioramento si evidenzia anche con riferimento alle sole società appartenenti all'indice FTSE Mib. Secondo il punteggio assegnato da TEH-Ambrosetti, cit., p. 18, l'*EG Index* segna un costante miglioramento dal 5,8 del 2010, al 6,63 nel 2016 e al 6,76 nel 2017.

<sup>126</sup> Si tratta, in particolare, dell'effettiva adesione alle raccomandazioni relative: alla valutazione del piano di successione per gli amministratori esecutivi, la completezza e la tempestività effettiva dell'informativa pre-consiliare, la partecipazione effettiva dei dirigenti, la comunicazione delle modalità della board evaluation, orientamenti del board sul numero massimo di incarichi e sulla composizione ottimale, adeguata composizione del consiglio, riunione degli indipendenti, *lead independent director*, applicazione dei criteri di indipendenza, istituzione e adeguata 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.

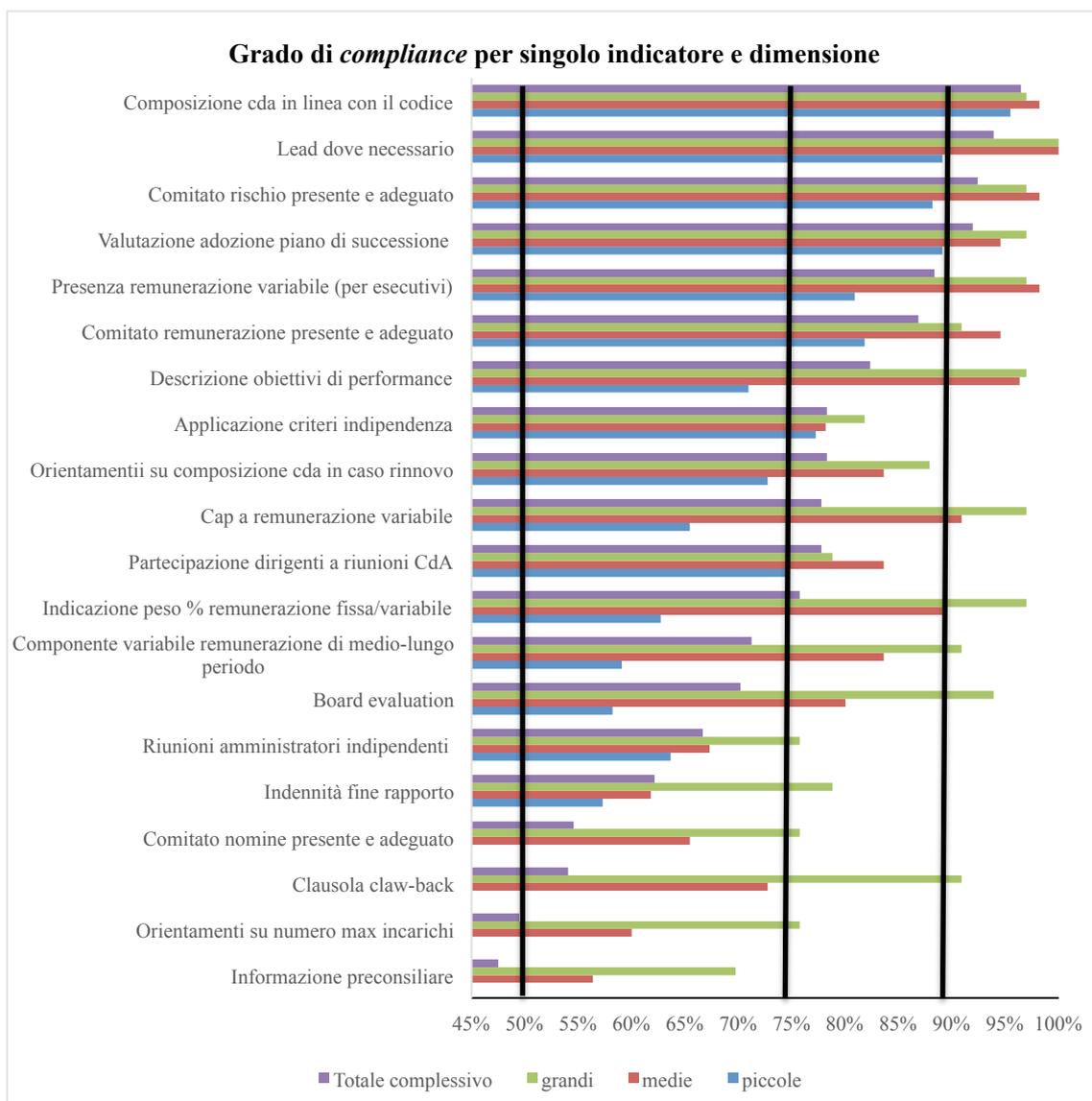
un'adesione sostanzialmente omogenea per le diverse aree di funzionamento della *corporate governance*.

In media, nelle società più grandi il grado di *compliance* è vicino al 90%, superiore all'80% nelle medie, mentre è inferiore al 70% nelle società piccole.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

Nella seguente tabella di dettaglio, si osserva che l'applicazione del Codice è ancora parziale per alcune raccomandazioni tra le quali appaiono, in particolare, quelle relative all'informativa pre-consiliare, al comitato per le nomine, alla *board evaluation* e alla remunerazione degli esecutivi.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

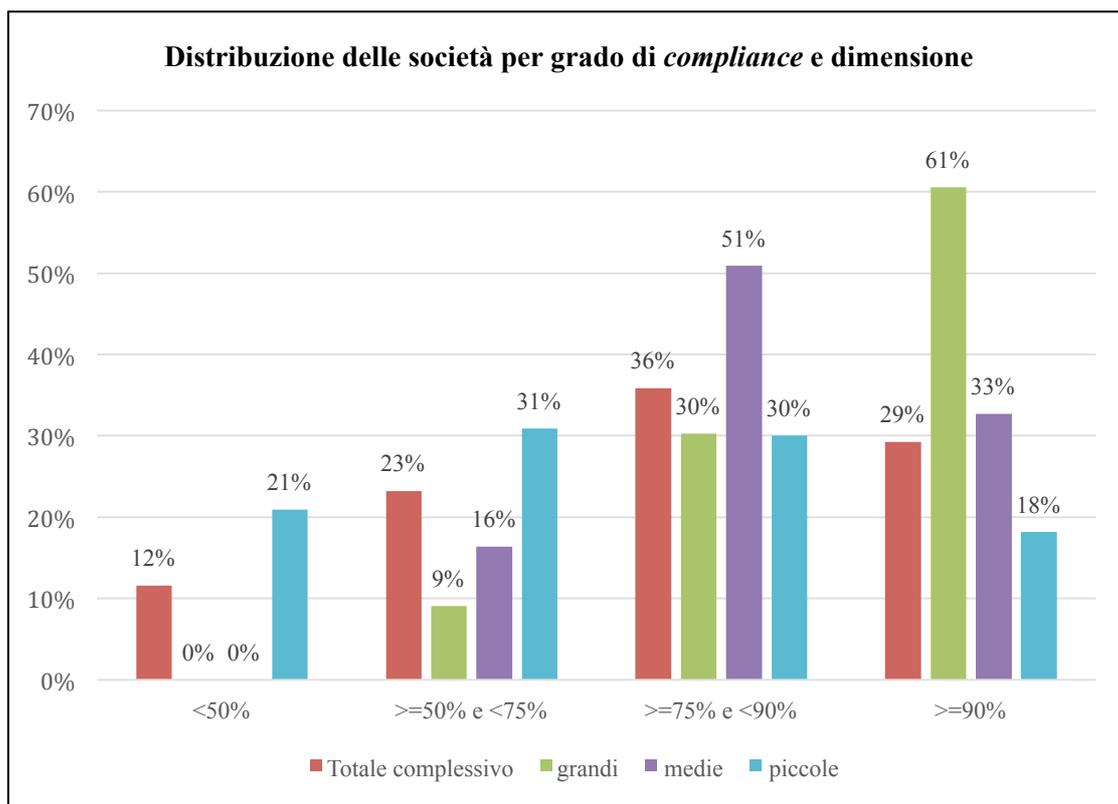
L'adeguatezza delle informazioni fornite in merito all'effettiva completezza e tempestività dell'informativa pre-consiliare riscontrate in meno della metà delle società esaminate e in meno del 75% di quelle di maggiori dimensioni.

Persistono le criticità relative all'istituzione, alla composizione e alle funzioni del comitato per le nomine. Esso appare istituito e adeguato alle raccomandazioni del Codice soltanto in metà delle società quotate e nel 40% di quelle di piccole dimensioni. Il comitato, inoltre, ove istituito, è spesso unificato con altro comitato, quasi sempre il comitato per le remunerazioni, rendendo poco chiare le funzioni e le attività effettivamente svolte dallo stesso.

Quanto alla *governance* del consiglio appare inoltre migliorabile anche l'attività di *board evaluation* che, seppur molto frequente, appare poco strutturata, soprattutto tra le società di minori dimensioni e con un ambito piuttosto limitato; soltanto nel 20% dei casi la *board review* comprende anche le valutazioni sui singoli amministratori.

Infine, persistono alcune criticità sulla politica per la remunerazione degli amministratori che sono state già segnalate da parte del Comitato. Si tratta, in particolare, della scarsa previsione di clausole di *claw-back*, anche tra le società di maggiori dimensioni, la *non-compliance* con le raccomandazioni del Codice in materia di indennità di fine rapporto e la previsione di obiettivi di lungo termine nella definizione della componente variabile per gli esecutivi.

In generale, l'applicazione del Codice subisce una significativa diversificazione in relazione alla dimensione dell'impresa o al settore in cui opera. Circa il 15% delle società (quasi tutte di piccole dimensioni) applica meno del 50% delle raccomandazioni. Circa il 30% delle società applica una quota compresa tra il 50 e il 75% (anche qui soprattutto le piccole).



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

La valutazione di sintesi del grado di adesione al Codice evidenzia quindi una certa difficoltà delle società piccole ad adeguarsi alle raccomandazioni con il conseguente

onere di spiegare le ragioni della *non-compliance* (peraltro spesso la qualità delle informazioni fornite è poco soddisfacente). L'effetto dimensionale si manifesta non soltanto con riferimento alle società appartenenti all'indice FTSE Small Cap ma anche per le società del FTSE Mid Cap.<sup>127</sup> Questo ha portato il Comitato a considerare l'opportunità di avviare un'attività di analisi delle raccomandazioni del Codice finalizzata ad individuare possibili misure di semplificazione per le società di minori dimensioni.

## **2.2. Le ulteriori aree di miglioramento della governance**

Il Comitato segnala anche l'importanza di una maggiore attenzione ai casi di elevata *compliance* formale del Codice che però manifestano l'opportunità di un miglioramento generale della *governance* delle società quotate, a prescindere dalle formali applicazioni delle raccomandazioni che vi sono contenute. Si tratta, in particolare, dei piani di successione, dei criteri di indipendenza e della remunerazione degli amministratori indipendenti, per i quali si registra un elevato grado di adesione alle raccomandazioni circa la valutazione dell'opportunità di adottare un piano (riscontrata nel 90% dei casi), l'attuale applicazione dei criteri di indipendenza (rilevata in oltre 75% dei casi) e l'adeguatezza formale della remunerazione degli indipendenti, generalmente priva di componenti variabili come raccomandato dal Codice.

Al contempo, il Comitato ritiene che la qualità della *governance* sostanziale delle società quotate e, implicitamente alcune raccomandazioni del Codice, siano ancora "deboli" rispetto alle aspettative del mercato. In particolare, le prassi adottate dalle società quotate con riferimento ai piani di successione, all'indipendenza dei consiglieri e alla loro remunerazione, sebbene risultino ampiamente in linea con le attuali raccomandazioni del Codice, assumono un'importanza crescente nel determinare la qualità dei sistemi di *governance*.

Tali considerazioni sono legate, ad esempio, alla scarsa adozione di un piano per la successione degli esecutivi, presente soltanto nel 20% delle società (60% nelle grandi), e comunque la scarsa descrizione del suo contenuto, ove adottato.

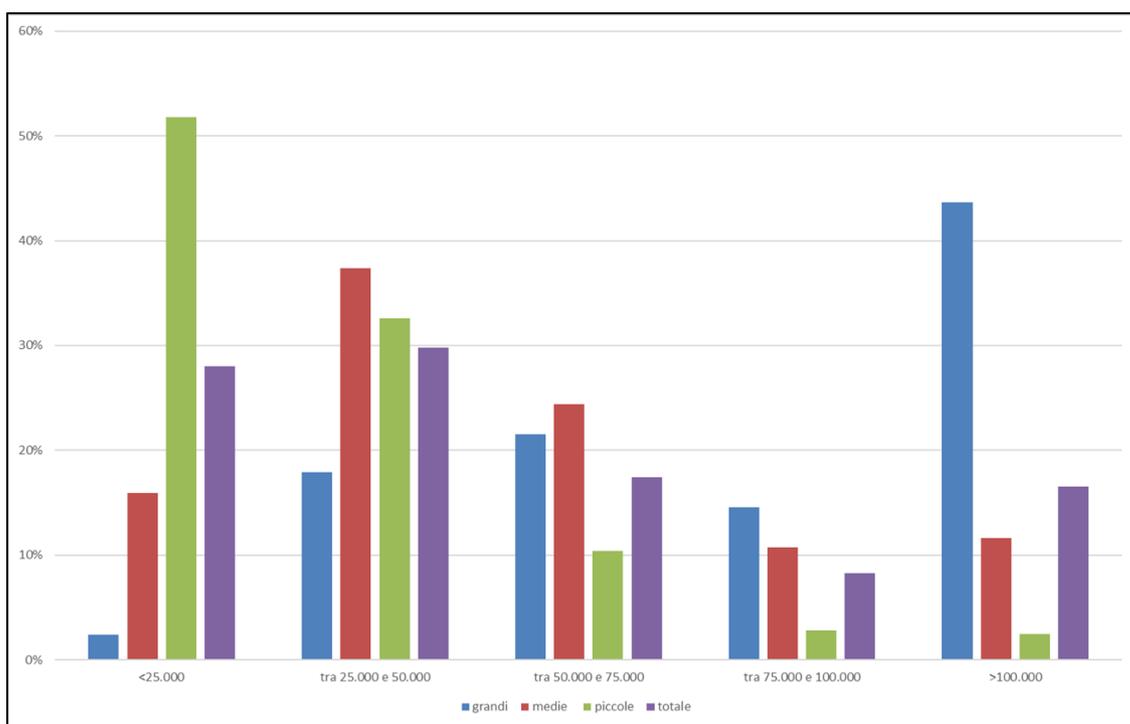
Per gli amministratori indipendenti si rilevano due aree di miglioramento.

---

<sup>127</sup> Cfr. TEH-Ambrosetti, cit., p. 21, che rileva come il grado di compliance più elevato (EG Index tra 7-10 punti) si è stato raggiunto dal 41,9% delle società del FTSE Mib, rispetto al 14,3% delle Mid Cap e dal 7,3% delle Small Cap.

In primo luogo, un esame approfondito dei consiglieri che si trovano in una situazione di rischio (carica ultra novennale, remunerazione elevata, altre cariche nella società) in circa la metà dei casi la società non giustifica adeguatamente tale *non-compliance*.<sup>128</sup>

In secondo luogo, nonostante la remunerazione degli amministratori rispetti formalmente i criteri dettati dal Codice, la media dei loro compensi appare, ad avviso del Comitato, insufficiente rispetto alle aspettative del mercato<sup>129</sup> (in oltre il 50% delle società piccole la remunerazione è inferiore a 25.000 euro, per oltre il 50% delle società medie è inferiore a 50.000 euro, mentre nel 20% delle società di maggiori dimensioni la remunerazione media degli indipendenti è inferiore a 50.000 euro).



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

<sup>128</sup> Cfr. *supra*, par. 1.5.1..

<sup>129</sup> Simili considerazioni sono state svolte anche da Spencer Stuart, cit., p. 9, con riferimento alla media dei compensi degli amministratori indipendenti nelle società del FTSE Mib, nel quale si è ribadito come “il livello degli amministratori non esecutivi in genere (sia indipendenti che non) non sia sostanzialmente adeguato all’impegno richiesto in termini di preparazione e di partecipazione ai (crescenti) impegni e responsabilità”.

### 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 al medesimo soggetto responsabile per la redazione e l'aggiornamento del codice o, come in alcuni limitati casi, a soggetti diversi dal primo. 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 *stakeholders* che comprende il mondo accademico e quello del risparmio gestito<sup>130</sup>, ma sono nominati in tutto o in parte dal governo. La nomina dell'intera commissione spetta al ministero competente sia in Olanda<sup>131</sup> che in Germania<sup>132</sup>, mentre nel Regno Unito sono di nomina governativa soltanto il presidente e il vice-presidente del comitato<sup>133</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

---

<sup>130</sup> Si veda, ad esempio, la composizione del comitato olandese e di quello tedesco.

<sup>131</sup> La *Monitoring Commissie* è nominato 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>132</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>133</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 *Department for Business, Energy and Industrial Strategy*.

comitato è espressione delle principali associazioni imprenditoriali, in altri, come quello 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 dai 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. 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. Assonime ed Emittenti Titoli, rappresentative del mondo imprenditoriale, conducono 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. Infine, il Comitato per la Corporate Governance, rappresentativo sia delle società quotate che degli investitori, conduce un'analisi critica dei dati forniti dall'analisi di 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>134</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>135</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

---

<sup>134</sup> Questa prassi è stata adottata, in particolare, nel Regno Unito, in Olanda e in Germania, ovvero nei paesi in cui il comitato o parte di esso è di nomina governativa.

<sup>135</sup> Si tratta, in particolare, del comitato francese e del comitato svedese, entrambi organismi interamente privati.

raccomandazioni risultino ancora disattese, il comitato può attivare una seconda fase di *enforcement*, rendendo pubblica l'identità di tali società.

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 nell'ambito delle future valutazioni sull'efficacia del proprio modello organizzativo e sulla concreta adesione alle raccomandazioni del Codice.

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

Al fine di rendere più efficace il sistema delineato dal Codice di autodisciplina, il Comitato invia, sin dal 2015, a tutte le società quotate italiane il Rapporto sull'applicazione del Codice, accompagnata dalla lettera formale che le principali criticità riscontrate e invita gli organi di amministrazione e di controllo delle società che aderiscono al Codice a valutare l'effettiva adesione alle raccomandazioni oggetto di approfondimento e la qualità delle informazioni fornite in merito, sia in caso di applicazione che in caso di scostamento dalle stesse. Nella presente sezione sono esaminate le raccomandazioni svolte nella lettera inviata nel 2016, lo stato dell'arte nel 2017 con riferimento alle medesime e le criticità che saranno oggetto della nuova lettera che sarà inviata contestualmente al Rapporto 2017.

### **2.1. Valutazione degli effetti delle raccomandazioni 2016**

La lettera inviata a dicembre 2016 ha richiamato l'attenzione su due principali aree di *non-compliance*, invitando le società ad analizzarle e, se del caso, migliorarne l'applicazione nell'ambito delle proprie scelte di *governance*. Sono stati evidenziati i possibili miglioramenti con riferimento al ruolo del consiglio nella definizione della sua composizione ottimale e alla chiarezza e alla completezza delle politiche sulla remunerazione degli amministratori esecutivi.

Con riferimento al ruolo del consiglio di amministrazione, il Comitato aveva sottolineato l'opportunità di una maggiore responsabilizzazione del consiglio uscente

nell'individuare, ad esito del processo di autovalutazione, le professionalità dei futuri consiglieri, sottolineando l'importante funzione consultiva che il comitato per le nomine.

L'adesione delle società quotate alle raccomandazioni relative alle decisioni strategiche del consiglio in merito alla sua composizione ottimale continua a rappresentare una criticità, pur contrassegnata, in alcuni casi, da un grado di miglioramento rispetto al 2016. In tal senso si vedano gli orientamenti del consiglio uscente sulla propria composizione ottimale che sono stati espressi da un terzo delle società che hanno rinnovato il consiglio nell'ultimo anno (erano un quarto nell'anno precedente). Al contrario, la percentuale delle società che hanno istituito un comitato per le nomine appare stabile nel tempo (50%) nonostante le numerose raccomandazioni del Comitato in merito all'importante contributo consultivo che tale comitato può fornire anche nelle società caratterizzate da una struttura proprietaria più concentrata.

Quanto al tema delle remunerazioni, la chiarezza e la completezza delle politiche di remunerazione appare in miglioramento, soprattutto con riferimento all'indicazione del peso e al limite massimo della remunerazione variabile. Persistono invece alcune criticità: soltanto metà delle società che aderiscono al Codice, seppur in aumento rispetto agli precedenti, prevedono clausole di *claw-back*, mentre appare stabile nel tempo il limitato grado di adesione alle raccomandazioni del Codice relative all'eventuale corresponsione delle indennità di fine carica.

## **2.2 Le raccomandazioni 2017**

Alla luce dei dati commentati nel Capitolo II della presente Relazione e, in particolare, dell'evoluzione nelle aree critiche evidenziate nella lettera inviata a tutte le società quotate a fine 2016, il Comitato ha deciso di inviare una nuova lettera dove sono evidenziate le principali aree su cui sollecitare miglioramenti nell'applicazione delle raccomandazioni del Codice.

Alla luce dei dati commentati nel Rapporto, il Comitato ha individuato quest'anno tre principali aree su cui sollecitare una migliore adesione delle società quotate alle raccomandazioni contenute nel Codice di autodisciplina.

La prima area critica riguarda la qualità dell'informativa pre-consiliare con riferimento alla quale, **il Comitato sottolinea l'opportunità di assicurare piena trasparenza su tempestività, completezza e fruibilità dell'informativa pre-consiliare, fornendo**

**puntuali indicazioni sull'effettivo rispetto dei termini individuati come congrui per l'invio della documentazione.**

La seconda area critica continua a riguardare taluni profili relativi alla chiarezza e alla completezza delle politiche per la remunerazione. A tal riguardo, **il Comitato raccomanda agli emittenti di assegnare nelle loro politiche un maggior peso alle componenti variabili di lungo periodo, di introdurre clausole di *claw-back* e di definire criteri e procedure per l'assegnazione di eventuali indennità di fine carica.**

La terza area di miglioramento per una migliore adesione al Codice riguarda l'istituzione e le funzioni del comitato per le nomine che sono state oggetto anche di passate raccomandazioni. **Il Comitato raccomanda a tutti gli emittenti, anche in quelli caratterizzati da assetti proprietari più concentrati, di istituire il comitato per le nomine, e di distinguere chiaramente le funzioni di tale comitato, nel caso in cui esso sia stato unificato con il comitato per le remunerazioni, rendendo conto separatamente delle attività svolte.**

Il Comitato ha inoltre individuato alcune ulteriori aree della *governance*, le quali, nonostante il buon grado di *compliance* degli emittenti con le raccomandazioni del Codice, sono suscettibili di un miglioramento qualitativo. Su tali temi il Comitato intende valutare anche un'evoluzione del Codice, considerata l'attenzione che essi riscuotono presso gli investitori istituzionali e, non da ultimo, l'opportunità di adeguarsi alle migliori pratiche a livello internazionale.

La prima area riguarda i piani di successione per gli amministratori esecutivi: pur osservando un elevato grado di compliance all'unica raccomandazione "vincolante" del Codice, che concerne la valutazione dell'opportunità di adottare un piano, **il Comitato sottolinea l'importanza di prevedere piani di successione per gli amministratori esecutivi, per assicurare la continuità e la stabilità della gestione, e di dare maggiore trasparenza ai piani adottati.**

Un miglioramento della *governance* è auspicato, inoltre, con riferimento alla qualità degli amministratori indipendenti. **Considerato il rilievo degli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare, il Comitato sottolinea l'importanza di rafforzare le valutazioni di indipendenza fornendo adeguate spiegazioni in caso di disapplicazione o di applicazione sostanzialista dei criteri, che dovrebbero rappresentare limitate eccezioni.**

Infine, un miglioramento sostanziale è auspicato con riferimento al contenuto della *board review*. **Il Comitato, pur osservando un buon grado di adesione alle raccomandazioni del Codice, sottolinea l'importanza di prevedere procedure**

**strutturate per l'attività di *board review* e raccomanda ai consigli di amministrazione di comprendere nelle loro valutazioni anche l'efficacia del proprio funzionamento, considerando, in particolare, il contributo del *board* alla definizione dei piani strategici e al monitoraggio sull'andamento della gestione e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.**

I dati esaminati dal Comitato, così come gli studi sull'applicazione del Codice utilizzati dal Comitato per la redazione del Rapporto, forniscono, a tutti gli emittenti un quadro complessivo della *compliance* della raccomandazione e costituiscono un importante parametro per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice di autodisciplina. A tal fine, il Comitato invita gli emittenti a dar corso a un'applicazione più sostanziale delle singole raccomandazioni del Codice e verificare la qualità delle informazioni fornite nella relazione sul governo societario, sia in caso di *compliance* che in caso di *non-compliance* con le stesse.

Anche in considerazione della responsabilità attribuita all'organo di controllo di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario, il Comitato invita le società quotate a esaminare attentamente anche le criticità evidenziate nel Capitolo II della presente Relazione, ponendo particolare attenzione a quelle che sono state considerate maggiormente significative e pertanto evidenziate nella lettera trasmessa a tutte le società quotate.

Il Comitato auspica che le considerazioni svolte nella lettera siano portate all'attenzione del consiglio e dei comitati competenti, e che esse siano considerate, anche in sede di autovalutazione, al fine di individuare possibili evoluzioni della *governance* o di colmare eventuali lacune nell'applicazione o nelle spiegazioni fornite. Il Comitato invita, infine, le società a riportare nella prossima relazione sul governo societario le considerazioni svolte e le eventuali iniziative intraprese sugli aspetti che sono stati oggetto della lettera.



**Comitato per la Corporate Governance:**

*Patrizia Grieco (Presidente)*

*Tommaso Corcos (Vicepresidente)*

*Carlo Acutis*

*Raffaele Jerusalemi*

*Paolo Astaldi*

*Emma Marcegaglia*

*Santo Borsellino*

*Alberto Minali*

*Innocenzo Cipolletta*

*Stefano Micossi*

*Alessandro Falciai*

*Marcella Panucci*

*Maria Bianca Farina*

*Giuseppe Recchi*

*Gabriele Galateri di Genola*

*Giovanni Sabatini*

*Fabio Galli*

*Maurizio Sella*

*Luca Garavoglia*

*Andrea Sironi*

*Andrea Ghidoni*

*Massimo Tononi*

*Gian Maria Gros-Pietro*

*Giuseppe Vita*

**Esperti:**

*Bruno Cova, Piergaetano Marchetti, Angelo Provasoli*

**Segreteria Tecnica:**

*Marcello Bianchi (Coordinatore – Assonime), Alessandro Chieffi (Segretario del Comitato), Livia Gasperi (Borsa Italiana), Antonio Matonti (Confindustria), Pietro Negri (ANIA), Francesca Palisi (ABI).*

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

© 2017 *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.