

Milano, 18 dicembre 2025

Ai Presidenti degli organi amministrativi delle società quotate

p.c. agli Amministratori delegati delle società quotate

p.c. ai Presidenti degli organi di controllo delle società quotate

Caro Presidente,

Le scrivo in qualità di Presidente del Comitato italiano per la Corporate Governance (d'ora in avanti il "Comitato") promosso da Abi, Ania, Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana e Confindustria con lo scopo di promuovere il buon governo societario attraverso l'autodisciplina. A tal fine, il Comitato ha il compito di emanare e aggiornare il codice di *best practice* (d'ora in avanti il "Codice") e di monitorare periodicamente lo stato della sua applicazione da parte delle società che dichiarano di aderirvi. I risultati del monitoraggio sull'applicazione del Codice, così come le principali attività svolte dal Comitato, vengono rappresentati nel Rapporto Annuale del Comitato, che ha raggiunto quest'anno la sua tredicesima edizione.

A partire dal 2015, il Comitato ha deciso di accompagnare la pubblicazione del Rapporto con una Lettera a tutte le società quotate per segnalare le principali evidenze emerse dall'attività di monitoraggio e, in particolare, le principali criticità riscontrate, formulando al riguardo specifiche raccomandazioni, volte a rafforzare la credibilità dell'adesione al Codice come segnale di qualità delle pratiche di *corporate governance* effettivamente seguite.

Con l'adesione al Codice, le società assumono infatti l'impegno nei confronti del mercato ad assicurare l'adozione delle *best practice* di *governance* definite dai *principi* e dalle *raccomandazioni* del Codice e a dare adeguata informativa sulle modalità con cui vengono applicate, in base al principio del *comply or explain*; un impegno che trova un riconoscimento anche normativo nel Testo Unico della Finanza, che impone alle società puntuali obblighi informativi in materia e attribuisce al loro organo di controllo uno specifico dovere di vigilanza sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento cui la società dichiara di aderire¹.

L'importanza del Codice come strumento efficace di *policy* per assicurare un livello elevato di qualità delle prassi di *corporate governance* da parte delle società quotate italiane ha, da ultimo, ricevuto un

¹ Art. 149, comma 1, lett. c-bis) TUF.

ulteriore riconoscimento da parte del legislatore che – nel definire i criteri di delega per la realizzazione della riforma organica delle disposizioni in materia di mercati contenute nel TUF e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti – ha indicato l’obiettivo di “*semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina*”².

* * *

Il monitoraggio realizzato quest’anno riguarda le relazioni sul governo societario riferite al 2024 e pubblicate nel 2025 e costituisce la quarta analisi dell’applicazione del Codice di Corporate Governance approvato il 31 gennaio 2020 ed entrato in vigore nel 2021.

Con la presente Lettera, il Comitato intende comunicare alle società le principali indicazioni generali sull’applicazione del Codice emerse dall’attività di monitoraggio, con una particolare attenzione ai temi che erano stati oggetto di specifiche raccomandazioni nella Lettera dell’anno scorso e, più in generale, nelle Lettere inviate negli anni successivi all’entrata in vigore del Codice 2020.

Gli esiti del monitoraggio mostrano che il livello di applicazione del Codice è elevato e in progressivo miglioramento, in particolare con riguardo alla maggior parte delle aree critiche che sono state oggetto di specifiche raccomandazioni del Comitato negli ultimi anni (*i.e.* nelle Lettere dal 2020 al 2024). Tuttavia, restano alcune aree critiche, soprattutto quella delle politiche di remunerazione, in cui nonostante le raccomandazioni già effettuate, in alcuni casi anche reiterate, non si registrano evoluzioni significative. Il Comitato ha pertanto deciso di richiamare nuovamente l’attenzione delle società su questa materia formulando una specifica raccomandazione per le politiche per la remunerazione che saranno sottoposte al voto assembleare a partire dal 2026.

Inoltre, il Comitato ha ritenuto di formulare una nuova raccomandazione sul tema del dialogo con gli *stakeholder*, la cui importanza è divenuta ancora più rilevante a seguito della implementazione della Direttiva 2022/2464/UE (cd. *Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD) e la prima pubblicazione delle rendicontazioni di sostenibilità. Rilevato positivamente che le informazioni in merito all’adesione al successo sostenibile e allo sviluppo di una *governance* della sostenibilità sono migliorate, il Comitato ravvisa comunque l’opportunità di una ulteriore maturazione delle prassi relative al dialogo con gli *stakeholder* rilevanti (diversi dagli azionisti), che rappresenta un elemento

² Art. 19, comma 2, lettera e), della Legge 5 marzo 2024, n. 21, recante “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti*”.

fondamentale per la concreta attuazione del successo sostenibile. In particolare, il Comitato ha fornito alcune indicazioni volte a favorire l'adozione di una politica di dialogo con altri *stakeholder* (diversi dagli azionisti). Si intende così promuovere una chiara e trasparente definizione di procedure per la gestione proattiva del dialogo. Considerata la novità della raccomandazione, che può comportare la ridefinizione di processi e procedure complessi, il Comitato raccomanda alle società "grandi" di adottare una politica nel corso dell'esercizio 2026.

Più in generale, il Comitato ribadisce l'invito ad assicurare una sempre più efficace applicazione del principio "*comply or explain*", rilevando l'opportunità di una migliore trasparenza sia delle prassi adottate nell'applicazione di alcune raccomandazioni del Codice sia nella chiara identificazione di eventuali scostamenti e nella spiegazione dei relativi motivi³.

L'obiettivo è quello di migliorare la trasparenza delle prassi di *governance* rispetto alle indicazioni del Codice, di incentivarne un'applicazione sempre più consapevole da parte delle società che vi aderiscono e, più in generale, di promuovere l'evoluzione della *corporate governance* da parte di tutte le società quotate sul mercato regolamentato italiano secondo i *principi* del Codice, a prescindere dalla loro adesione formale allo stesso. A tal fine, la presente Lettera è inviata anche alle società quotate italiane che alla data del 31 dicembre 2024 non aderivano al Codice e alle società di diritto estero che hanno la principale sede di negoziazione in Italia.

La invito pertanto a voler sottoporre il "**Rapporto 2025**" e le "**Raccomandazioni per il 2026**", riportati in calce alla presente Lettera, all'esame del consiglio e dei comitati competenti per analizzare l'allineamento delle prassi della società con quanto raccomandato e individuare eventuali lacune nell'applicazione o nelle spiegazioni fornite. La invito anche ad assicurare che questi documenti siano adeguatamente considerati nell'attività di autovalutazione del consiglio e dei comitati. La presente Lettera è inviata per conoscenza al Presidente dell'organo di controllo per le opportune valutazioni, in considerazione della responsabilità in capo a tale organo di vigilare sulle modalità di concreta attuazione del Codice.

Il Comitato raccomanda che gli esiti delle analisi e degli approfondimenti realizzati siano oggetto di uno specifico dibattito consiliare, con l'eventuale supporto dell'attività istruttoria dei comitati competenti, nel quale venga valutata la posizione della società rispetto alle raccomandazioni per il 2026 del Comitato e vengano definite eventuali iniziative di evoluzione della *governance*. Il Comitato raccomanda anche che le considerazioni svolte in merito alle raccomandazioni per il 2026 e le eventuali iniziative intraprese o programmate siano riportate, con adeguata evidenza e descrizione

³ Codice di Corporate Governance, *Introduzione*.

Comitato per la Corporate Governance

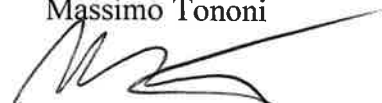
Il Presidente

analitica, nella prossima relazione sul governo societario, per consentire al mercato di valutare l'evoluzione della qualità dei sistemi di *governance* e alle società di segnalare il loro impegno a tale riguardo. Il Comitato ha dato incarico alla Segreteria Tecnica, che è a disposizione per ogni chiarimento o approfondimento (segretario@comitato-cg.org), di esaminare le considerazioni rese note dalle società, al fine di assicurare un monitoraggio tempestivo e completo circa l'evoluzione delle prassi applicative del Codice, con particolare riguardo ai temi oggetto delle specifiche raccomandazioni contenute in questa Lettera.

Con i migliori saluti,

All.: c.s.

Massimo Tononi



LE RACCOMANDAZIONI DEL COMITATO PER IL 2026

1. L'adesione al Codice

A fine 2024, il 97% delle società italiane con azioni quotate sul mercato Euronext Milan (di seguito, "EXM") ha dichiarato formalmente di aderire al Codice di Corporate Governance. La scelta di non aderire è limitata a pochi casi (6 società) ed è generalmente motivata dalle ridotte dimensioni della società (5 società sono "non grandi")⁴.

Un segnale positivo della funzione strutturale che l'adesione al Codice svolge nel processo di accesso al mercato è costituito dal fatto che tutte le società italiane che si sono quotate sull'EXM negli ultimi dieci anni abbiano aderito al Codice⁵, mostrando peraltro un livello di applicazione delle raccomandazioni superiore a quello delle società quotate da più tempo.

L'adesione al Codice è complessivamente da valutare positivamente; si osserva infatti un progressivo miglioramento dell'applicazione delle raccomandazioni, anche con riguardo alle novità tematiche del Codice, quali l'adesione al successo sostenibile e il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti, pur persistendo margini di ulteriore miglioramento nella evoluzione delle prassi.

Un elemento di particolare rilievo che emerge dal monitoraggio è rappresentato dal crescente utilizzo delle misure di flessibilità e proporzionalità offerte dal Codice (in particolare, l'autovalutazione su base triennale e, seppur in maniera meno marcata, la maggiore possibilità di non istituire uno o più comitati endoconsiliari attribuendo le relative funzioni al *plenum* consiliare).

Il Codice del 2020 ha infatti ampliato le possibili modalità attuative di alcune *raccomandazioni* in funzione delle caratteristiche dimensionali e degli assetti proprietari delle società, consentendo in particolare alle società "non grandi" e a quelle a "proprietà concentrata" di adottare soluzioni organizzative e procedurali semplificate rispetto a quelle previste per le altre società. Questa scelta non rappresenta una diminuzione delle ambizioni del Codice rispetto alle *best practices* attese, come definite nei *principi*, ma intende offrire una maggiore flessibilità nella definizione delle specifiche modalità attuative per le società che presentano una minore complessità organizzativa, anche allo scopo di evitare che, in un'ottica comparata, queste società vengano sistematicamente

⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

considerate meno in linea con il Codice rispetto a quelle più grandi e dotate di modelli organizzativi più complessi.

La valorizzazione del principio di proporzionalità è in realtà volta a rafforzare l'applicazione del Codice e, in particolare, a ottimizzare uno dei suoi fondamentali principi ispiratori, quello della “*prevalenza della sostanza sulla forma*”⁶ che, con il progressivo accumularsi di nuovi strati di regolazione e di *best practices*, rischia di essere sacrificato dal prevalere di una *compliance* formale che penalizza soprattutto le realtà imprenditoriali meno consolidate e può scoraggiare l'accesso al mercato dei capitali.

A fronte di un'amplissima e crescente adozione del Codice da parte delle società italiane quotate, si conferma invece come l'adesione appaia sostanzialmente poco considerata dalle società di diritto estero che hanno nel mercato italiano il principale mercato di quotazione. Ciò si osserva nonostante il fatto che il nuovo Codice abbia superato l'impostazione precedente che limitava il suo ambito di applicazione alle sole società nazionali e si rivolga ora a tutte le società, italiane ed estere, quotate sul mercato regolamentato italiano⁷ e abbia adottato un approccio di neutralità rispetto ai diversi modelli societari, consentendo un'agevole applicazione anche per le società che adottano i modelli societari monistico o dualistico, prevalenti a livello internazionale.

Delle 12 società di diritto estero che hanno la principale quotazione in Italia, ad oggi solo una società ha adottato il Codice italiano⁸.

2. Le informazioni sull'applicazione del Codice

L'analisi contenuta nel Rapporto mostra che la quantità e la qualità delle informazioni fornite dalle società nelle relazioni sul governo societario hanno raggiunto e, in molti casi, superato gli standard prevalenti a livello internazionale. Le informazioni fornite sono molto articolate e dettagliate e, generalmente, consentono di comprendere adeguatamente le caratteristiche essenziali del modello di *governance* adottato e di poter valutare l'applicazione delle *raccomandazioni* del Codice e le spiegazioni fornite nei casi di una loro totale o parziale disapplicazione, in base al principio del *comply or explain*.

⁶ Espressamente riconosciuto quale principio generale del Codice. V. Codice di Corporate Governance, *Introduzione*.

⁷ Tema che è stato sottolineato già nelle precedenti Relazioni del Comitato e che ha formato l'oggetto di una raccomandazione più ampia nella Lettera del Presidente del 25 gennaio 2023, dove si invitavano tutte le società quotate sull'EXM, ivi incluse quelle di diritto estero, a considerare l'adesione al Codice italiano.

⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

Purtuttavia, il Comitato evidenzia l'opportunità di un ulteriore sforzo da parte delle società nel rappresentare con maggiore chiarezza ed evidenza gli eventuali casi di disapplicazione delle raccomandazioni del Codice, che costituiscono una componente fisiologica del principio *comply or explain* che contraddistingue l'autodisciplina del Codice rispetto all'etero-regolamentazione normativa, a condizione che ne sia assicurata adeguata trasparenza.

Sul piano dei contenuti, l'analisi di quest'anno conferma un impegno diffuso delle imprese nell'adesione alle principali novità del Codice, tra cui in particolare l'adesione al successo sostenibile e lo sviluppo del dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti. Al contempo, considerando che proprio l'applicazione di queste novità è ancora soggetta a una fisiologica e naturale evoluzione delle prassi, il monitoraggio del Comitato evidenzia alcune aree di miglioramento su cui sarà necessario porre attenzione.

3. Gli effetti delle raccomandazioni per il 2025

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2025 emerge che la quasi totalità delle società che aderiscono al Codice (95%) ha considerato le raccomandazioni contenute nella Lettera del Presidente del 17 dicembre 2024 per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice (in seguito anche solo "Lettera 2024").

In rari casi (circa il 3%) le società indicano le specifiche aree di miglioramento individuate a valle della valutazione di ciascuna sollecitazione presente nella Lettera 2024. Le aree di potenziale evoluzione fanno riferimento soprattutto alla definizione, nei regolamenti del consiglio, delle tempistiche di condivisione della documentazione pre-consiliare.

Le indicazioni della Lettera 2024 sono state considerate anche da 4 delle 6 società italiane esaminate che non aderiscono al Codice, confermandosi il valore orientativo delle attività di monitoraggio del Comitato per tutte le società quotate, anche al di là della loro adesione al Codice.

L'esame approfondito delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2025 evidenzia il miglioramento graduale in alcune aree che sono state attenzionate nella Lettera 2024 e il persistere di alcune criticità, che sono state già segnalate nei monitoraggi precedenti e che sono pertanto affrontate nuovamente nella Lettera di quest'anno.

Nell'area della **informativa pre-consiliare** si osserva un elevato livello di *disclosure* delle regole generali sulla circolazione della documentazione al consiglio e sul loro effettivo rispetto: i termini per l'invio della documentazione preventiva al consiglio sono indicati quasi sempre (96% dei casi,

dato elevato anche negli anni passati ma che ha visto una crescita costante negli ultimi 5 anni)⁹, così come è frequente anche l'informazione sul loro effettivo rispetto (85% dei casi, in aumento rispetto al passato)¹⁰; meno diffusa invece, seppur in lieve aumento, la *disclosure* sui termini di preavviso stabiliti per l'invio della documentazione ai comitati endoconsiliari, anch'essa raccomandata dal Codice (fornita dal 59% delle società). Resta invece sostanzialmente invariata la diffusione della prassi, evidenziata nella seconda raccomandazione della Lettera 2024 e più volte segnalata negli anni precedenti, di prevedere deroghe alla tempestività dell'informativa pre-consiliare per ragioni di riservatezza. Questa casistica continua a riscontrarsi nel 25% delle società che aderiscono al Codice¹¹. Nella maggior parte dei casi si tratta di previsioni generali che consentono alla società di derogare al rispetto dei termini di preavviso in presenza di ragioni di riservatezza o segretezza delle informazioni, talvolta anche con formule ampie che comprendono le informazioni sui dati previsionali o su operazioni strategiche; mentre in rari casi l'esimente si palesa nella informativa *ex post*, ossia riconoscendo che – per ragioni di riservatezza – non è stato possibile rispettare il termine di preavviso preventivamente identificato nelle regole di funzionamento del consiglio e sono state fornite informazioni soltanto durante la riunione consiliare.

Un miglioramento è rilevabile anche nell'area delle informazioni fornite sul ***ruolo esecutivo del Presidente*** dell'organo di amministrazione. Rispetto alla prassi di attribuire al Presidente la carica di CEO o rilevanti deleghe gestionali, che riguarda una quota significativa e sostanzialmente stabile delle società quotate che aderiscono al Codice (51%)¹², si osserva un significativo aumento delle società che forniscono una spiegazione di tale scelta (77%, in aumento rispetto agli anni passati)¹³.

Quanto all'area delle ***remunerazioni*** su cui si è concentrata la Lettera del 2024, si riscontrano soltanto parziali segnali di miglioramento. La Lettera aveva individuato, in particolare, due criticità emerse dall'analisi delle politiche di remunerazioni, ossia la previsione di componenti variabili legate a generici obiettivi di sostenibilità e/o di erogazioni straordinarie *una tantum* di cui non sono identificati natura e obiettivi, e non sono definite adeguate procedure deliberative. Se sulla prima si riscontra un miglioramento graduale, considerando che la previsione di componenti variabili legate a obiettivi di

⁹ Era il 75% nel 2020, 80% nel 2021, 87% nel 2022, 90% nel 2023, 93% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁰ Era il 60% nel 2020, 68% nel 2021, 67% nel 2022, 73% nel 2023, 80% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹¹ Erano il 37% nel 2022, il 26% nel 2023 e il 24% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹² Dato stabile nel tempo: erano il 48% nel 2023 e il 52% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹³ Era il 43% nel 2022, il 59% del 2023 e il 60% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

sostenibilità definiti soltanto in maniera generica è gradualmente diminuita (22% rispetto al 31% del 2024)¹⁴, nessun progresso si osserva invece con riferimento alla possibilità di erogare compensi variabili straordinari che non appaiono legati a chiari obiettivi di *performance*. Quest'ultima prassi appare infatti ancora molto diffusa, riguardando poco meno della metà delle società che aderiscono al Codice (44%), e sostanzialmente stabile nel tempo¹⁵.

4. Le raccomandazioni per il 2026

L'esame approfondito¹⁶ delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2025 così come l'esame puntuale dell'evoluzione delle prassi su cui sono state rilevate le principali criticità negli ultimi cinque anni mostra segnali di miglioramento in diverse aree, evidenziando sia l'efficacia a lungo termine delle raccomandazioni contenute nelle Lettere del Presidente, sia i progressi nella graduale adesione delle società al Codice.

Per l'identificazione delle principali aree di criticità, quest'anno si è svolta un'analisi sistematica degli effetti delle "Raccomandazioni" contenute nelle Lettere del Presidente del Comitato per la Corporate Governance sull'applicazione della edizione 2020 del Codice, come sintetizzate anche nel Format per la redazione della relazione sul governo societario, considerando dunque tutte le comunicazioni inviate dal Presidente dal 2020 al 2024.

Il quadro che emerge da questa analisi conferma una valutazione positiva sull'attenzione posta dalle società quotate ai contenuti delle Lettere. Un progressivo miglioramento si osserva nella maggior parte dei casi (successo sostenibile, dialogo con gli azionisti, introduzione del voto maggiorato, valutazione di indipendenza, funzionamento del consiglio e cura del processo di nomina), mentre criticità più persistenti emergono nell'area delle politiche di remunerazione e, in particolare, nella definizione delle componenti variabili in due ambiti circoscritti ma rilevanti: la presenza dei cd. bonus *ad hoc*, come già evidenziato anche nell'esame degli effetti della Lettera 2024, e la previsione di regole per l'erogazione delle indennità di fine carica, citata nelle precedenti comunicazioni del Presidente.

¹⁴ Per completezza si rileva che nel 45% delle politiche che prevedono almeno un criterio ESG sono presenti sia obiettivi specifici ambientali e/o sociali sia obiettivi generici (era oltre il 50% nel 2024). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2025. V. anche Lettera 2024, p. 13.

¹⁵ Era il 41% delle società quotate nel 2020. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁶ Si rinvia alla parte II del Rapporto.

A) Misurabilità delle componenti della politica per la remunerazione

Nel primo caso, si ricorda che il Presidente ha più volte posto l'attenzione sulla previsione di compensi straordinari e non misurabili, invitando le società a *“limitare a singoli casi eccezionali, previa adeguata spiegazione, la possibilità di erogare somme non legate a parametri predeterminati”*¹⁷, ritornando anche più recentemente su questa area di criticità, con l'invito ai consigli delle società quotate a *“fornire tutte le informazioni utili sulle modalità di applicazione della Raccomandazione 27, tenendo conto che la previsione nella politica di remunerazione [...] di erogazioni straordinarie una tantum di cui non sono identificati natura e obiettivi e non sono definite adeguate procedure deliberative può configurare la disapplicazione della Raccomandazione 27 del Codice”*¹⁸.

La previsione di erogazioni straordinarie è rimasta sostanzialmente invariata negli anni: erano previste nel 41% delle politiche per la remunerazione pubblicate nel 2020 e continuano ad essere presenti nel 44% di quelle pubblicate nel 2025. Se, da un lato, alcune delle modalità di erogazione prevedono alcune misure di *governance*, quale il coinvolgimento del comitato remunerazioni, dall'altro lato, il grado di discrezionalità delle componenti così individuate non sembra essere significativamente diminuito¹⁹.

Anche la seconda prassi relativa alla mancata o poco chiara definizione delle regole per l'eventuale erogazione delle indennità di fine carica è stata più volte oggetto di attenzione del Presidente del Comitato. Nel tempo, le Lettere hanno invitato più volte gli emittenti a definire adeguati *“criteri e procedure per la erogazione di eventuali indennità di fine carica”*²⁰, ribadendo, da ultimo nella Lettera 2021, *“l'opportunità di un miglioramento delle politiche nella definizione di regole chiare e misurabili per l'erogazione della componente variabile e delle eventuali indennità di fine carica”*²¹.

¹⁷ Seppur l'analisi parta dagli effetti della Lettera del 2020, si ricorda che le stesse considerazioni sono state svolte anche nel 2018 e che restano tutt'ora valide, considerato che l'edizione 2020 del Codice di Corporate Governance non ha intaccato le raccomandazioni in materia di misurabilità delle componenti variabili. Cfr. Lettera 2018 e Lettera 2020.

¹⁸ Lettera 2024.

¹⁹ Analisi che si fonda sulle componenti straordinarie diverse dalle componenti che la società indica di poter derogare nei casi eccezionali previsti dall'art. 123-ter TUF.

²⁰ Si vedano rispettivamente le Lettere del 2016, del 2018 e del 2020, tutte volte a raccomandare la previsione di adeguati *“criteri e procedure per la erogazione di eventuali indennità di fine carica”*.

²¹ Lettera 2021.

Nonostante i numerosi richiami del Comitato, la previsione di chiare regole per l'eventuale erogazione di indennità di fine carica è contenuta in poco più della metà delle politiche di remunerazione: erano il 55% nel 2020 e sono rimaste sostanzialmente invariate, attestandosi quest'anno al 57%.

Queste prassi sono frequentemente contestate anche dal mercato, come emerge dalle analisi del voto assembleare sulle politiche per la remunerazione degli amministratori: il dissenso²² è spesso motivato proprio con riferimento a possibili erogazioni straordinarie e politiche di *severance pay* giudicate eccessive²³.

Nell'area delle politiche di remunerazione emerge, dunque, la permanenza di alcune prassi, particolarmente diffuse che, pur non contraddicendo esplicitamente il contenuto letterale delle raccomandazioni del Codice, possono risultare in contrasto con le finalità sottostanti e, quindi, indicare la loro sostanziale disapplicazione. Nonostante i numerosi inviti del Comitato a fornire un'adeguata informativa e, se del caso, una rappresentazione della disapplicazione delle raccomandazioni del Codice secondo il principio *comply or explain*, la diffusione di politiche per la remunerazione che prevedono la possibilità di erogare compensi straordinari e/o definiscono regole poco chiare per la erogazione delle indennità di fine carica è ancora elevata.

Il Comitato pertanto invita le società quotate a esaminare le proprie politiche per la remunerazione che saranno sottoposte al voto assembleare a partire dal 2026 al fine di:

- **verificare l'esistenza di previsioni circa possibili erogazioni straordinarie e/o possibili indennità di fine carica per gli amministratori esecutivi;**
- **valutare l'adeguatezza di tali previsioni rispetto al principio di misurabilità raccomandato dal Codice e, in caso di valutazione negativa, integrare tali previsioni con limiti massimi e chiari parametri di riferimento;**
- **nello svolgimento di quest'analisi, tenere conto delle eventuali istanze esplicite presentate su questi temi dagli investitori rilevanti in occasione del voto assembleare sulle politiche e/o durante le occasioni di dialogo extra-assembleare.**

²² Seppur limitato allo studio delle assemblee 2025 delle società di diritto italiano appartenenti all'indice FTSE MIB, l'analisi di Georgeson, *Say on Season 2025*, rileva un dissenso medio del 12,17% sulle politiche di remunerazione (23,31% delle minoranze azionarie).

²³ Così Georgeson 2025 che ha rilevato la criticità di tali voci anche nelle stagioni assembleari precedenti.

Il Comitato invita gli organi di amministrazione a dare conto di tale verifica e delle eventuali iniziative intraprese per la modifica della politica per la remunerazione nella prossima relazione sul governo societario.

B) Lo sviluppo del dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti

L'analisi degli assetti di *governance* funzionali al perseguimento del successo sostenibile dimostra l'attenzione posta dalle società ai temi della sostenibilità sin dal primo anno di applicazione del Codice 2020 e una sempre più matura evoluzione della *governance* negli ultimi cinque anni. Nell'ultimo triennio, è molto diffusa l'informazione sulle modalità di perseguimento del successo sostenibile, ad esempio con la definizione di obiettivi di sostenibilità e la loro integrazione nelle strategie, ed è significativamente migliorato il coinvolgimento del *board* nella valutazione dei fattori di sostenibilità, ad esempio nell'esame e nell'approvazione dei piani industriali, nella predisposizione di un comitato avente funzioni in materia di sostenibilità, nelle remunerazioni degli amministratori. Un'area che dimostra ancora margini di miglioramento è invece quella del dialogo con gli *stakeholder* rilevanti per l'impresa (diversi dagli azionisti), che rappresenta un elemento essenziale per l'efficace perseguimento del successo sostenibile. Se, da un lato, sono notevolmente aumentate le informazioni che le società quotate forniscono sul tema del dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti, dall'altro, esse sono spesso fornite in maniera poco organica e i loro contenuti sono spesso generici. Benché gli elementi essenziali, quali l'identificazione delle categorie di *stakeholder* rilevanti e l'intenzione di promuovere un dialogo con gli stessi, siano molto diffusi (87% delle società che aderiscono al Codice)²⁴, manca una più incisiva informazione sulla proceduralizzazione del dialogo, ossia sulle modalità di ingaggio con le singole categorie di *stakeholder* e sulle modalità attraverso le quali gli esiti di tale dialogo vengono portati al (e considerati dal) consiglio di amministrazione.

Nello specifico, se concentriamo la nostra attenzione su questi aspetti osserviamo: da un lato, che il 62% delle società aderenti ha fornito informazioni relative al coinvolgimento del consiglio di amministrazione sulle risultanze del dialogo con gli altri *stakeholder*, con un aumento significativo rispetto al 26% dell'anno scorso²⁵ che è ragionevolmente anche il frutto della prima applicazione della CSRD e dei relativi standard di rendicontazione²⁶; dall'altro lato, l'informazione fornita a

²⁴ Di seguito si fa sintetico riferimento ai dati di Assonime-Emittenti Titoli, più diffusamente illustrati nella parte II, par. 3, del Rapporto.

²⁵ Dati Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁶ Si veda il contenuto della rendicontazione di sostenibilità, disciplinato con D.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, che attua la direttiva 2022/2464/UE (cd. CSRD) e, in particolare, gli standard ESRS 2 GOV-2 (*Information provided to and*

riguardo è spesso generica, considerato che meno di un quinto delle società fornisce puntuali informazioni sulle modalità di svolgimento del dialogo con gli *stakeholder* non finanziari²⁷.

L'analisi specifica di queste informazioni più puntuali evidenzia come l'informazione fornita sia spesso poco armonizzata e talvolta distribuita anche in diversi documenti informativi²⁸. Questa "disorganicità" si riflette nelle stesse regole di ingaggio che talvolta sono cristallizzate in vere e proprie politiche di dialogo, sono indicate nell'ambito del piano di sostenibilità o sono enunciate a livello di principio. Quando sono formalizzate, le politiche di dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti sono spesso unificate²⁹ con le politiche di dialogo con gli azionisti³⁰, mentre sono rare politiche di dialogo autonome³¹. Anche nelle ipotesi di politiche formalizzate, l'informazione fornita è poco omogenea e presenta diversi gradi di specificità: in particolare, nella metà dei casi, gli *stakeholder* vengono puntualmente identificati, con un minimo grado di dettaglio sui relativi canali o modalità di coinvolgimento, mentre nella restante metà delle politiche il riferimento agli altri *stakeholder* non finanziari è generico e privo di ulteriori specificazioni.

L'evoluzione dell'ordinamento e delle prassi porta il Comitato a considerare l'opportunità di contribuire allo sviluppo delle *best practice* delle società italiane, per favorire una migliore *governance* e una migliore trasparenza rispetto al dialogo con gli altri *stakeholder*, considerato che esso rappresenta una leva fondamentale per il perseguimento del successo sostenibile quale principio guida del Codice di Corporate Governance.

sustainability matters addressed by the undertaking's administrative, management and supervisory bodies) e ESRS 2 SBM-2 (*Interests and views of stakeholders*).

²⁷ Il 27% delle società aderenti dichiara di aver adottato una politica per il dialogo con gli *stakeholder*; tuttavia, soltanto il 12% dei casi prevede espressamente il coinvolgimento di *stakeholder* non finanziari. Questa seconda previsione è più frequente tra le società grandi (circa il 18%). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁸ Oltre alle relazioni sul governo societario e alla rendicontazione di sostenibilità, utili riferimenti si trovano talvolta anche sul sito della società o in altre pubblicazioni.

²⁹ Circa il 76% delle rare politiche di *stakeholder engagement*: complessivamente, dunque, questa prassi si riscontra nel 9% delle società aderenti al Codice. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁰ Al riguardo, si noti che in molti casi le politiche di dialogo con gli azionisti vengono nominalmente estese anche ad altre categorie di *stakeholder*. Tuttavia, al di là del nome della politica, le prassi ivi contenute sono quasi sempre riferite soltanto al dialogo con gli azionisti e sono eventualmente estese, in maniera esplicita, a una ristretta categoria di altri *stakeholder* "finanziari" quali i *proxy advisor*, gli analisti finanziari, le agenzie di rating ecc. L'esame approfondito è dunque condotto soltanto sulle politiche di dialogo che sono espressamente rivolte alle diverse categorie di *stakeholder* "non finanziari". Sul punto si veda Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³¹ In 5 società. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

Un passo importante in questa direzione potrebbe essere rappresentato dalla formalizzazione di una politica di dialogo con gli *stakeholder*, che identifichi i criteri generali per la conduzione del dialogo, definisca le procedure per la sua attuazione e assicuri una chiara informativa al consiglio sugli esiti di tale attività, al fine di consentirne la valorizzazione nella definizione delle strategie e nella rendicontazione di sostenibilità.

L'adozione di una politica di dialogo non impone alle imprese di instaurare il dialogo con ogni portatore di interessi, bensì richiede di identificare le categorie di *stakeholder* rilevanti e i criteri per la valutazione di opportunità di instaurare il dialogo; la conseguente decisione se e come avviare lo stesso verrà adottata caso per caso, secondo le procedure definite dalla politica in base all'interesse della società.

L'obiettivo dell'adozione di una politica è dunque valorizzare le prassi adottate dalle imprese che hanno maggiormente sviluppato tali canali di dialogo e incentivare le altre a farlo, nell'ambito di una cornice essenziale che identifica i criteri generali per la conduzione del dialogo, i soggetti responsabili per la sua attuazione e una chiara informativa al consiglio sugli esiti di tale attività.

In una prima fase, l'adozione di una politica per il dialogo con gli *stakeholder* dovrebbe essere effettuata soprattutto dalle società più grandi – le società di “grandi dimensioni” secondo la definizione del Codice – anche al fine di favorire un consolidamento delle migliori pratiche che potrebbero essere di ispirazione e guida, tenendo conto delle proprie specificità, per le altre società.

Il Comitato pertanto invita le società di grandi dimensioni ad adottare, nel corso dell'esercizio 2026, una politica di dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società (unita o separata dalla politica rivolta alla generalità degli azionisti).

La politica:

- **identifica i criteri per individuare le categorie di altri *stakeholder* rilevanti per la società, definendo modalità adeguate per la comunicazione con i destinatari del dialogo;**
- **individua i soggetti e le funzioni aziendali cui è delegata la gestione del dialogo;**
- **identifica specifiche aree tematiche di interesse per il dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società;**
- **attribuisce al Presidente dell'organo di amministrazione il compito di assicurare che l'organo stesso sia adeguatamente informato sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società.**

Il Comitato invita gli organi di amministrazione a fornire nella prossima relazione sul governo societario l'informazione sulle iniziative intraprese e nella relazione sul governo societario da

pubblicarsi nel 2027 una adeguata informazione sulla politica e sulla effettiva attività di dialogo svolta con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società, riportando i temi oggetto del dialogo e le eventuali iniziative intraprese dalla società a seguito del dialogo.