

COMITATO  
ITALIANO  
CORPORATE  
GOVERNANCE

## RELAZIONE 2020

*sull'evoluzione  
della corporate governance delle società quotate*

8° RAPPORTO

SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

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

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

La versione del [Codice di autodisciplina](#) attualmente in vigore è stata approvata dal Comitato nel luglio 2018.

A gennaio 2020, il Comitato ha approvato la nuova edizione del [Codice di Corporate Governance](#), destinato a trovare applicazione nel corso dell'esercizio 2021.

**INDICE**

<b>I. Relazione Annuale 2020 .....</b>	<b>2</b>
<b>1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance .....</b>	<b>2</b>
1.1. Il nuovo Codice di Corporate Governance .....	2
1.2. Le Q&A funzionali all'applicazione del Codice.....	7
1.3. Il monitoraggio del Comitato.....	8
1.4. La partecipazione del Comitato alle iniziative in ambito internazionale .....	9
1.5. Gli eventi organizzati dal Comitato .....	9
<b>2. L'evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di governance .....</b>	<b>9</b>
2.1. Il recepimento della revisione della direttiva sui diritti degli azionisti .....	10
2.2. La nuova disciplina assembleare legata all'emergenza da Covid-19.....	14
2.3. L'evoluzione normativa e autoregolamentare in materia di sostenibilità .....	19
<b>II. Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina .....</b>	<b>29</b>
<b>1. Descrizione del campione di riferimento .....</b>	<b>29</b>
<b>2. Valutazione sintetica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice</b>	<b>31</b>
<b>3. Valutazione analitica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice</b>	<b>38</b>
3.1. Composizione dell'organo amministrativo .....	38
3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo .....	42
3.3. Le valutazioni e gli orientamenti strategici del consiglio su competenza e professionalità degli amministratori.....	45
3.4. Amministratori indipendenti .....	52
3.5. Comitati consiliari.....	56
3.6. Politica sulla remunerazione .....	58
3.7. Il rapporto sulla remunerazione .....	67
<b>III. Iniziative del Comitato per una migliore adesione al Codice .....</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. Gli effetti delle raccomandazioni inviate nel 2019 .....	75
2.2. Le raccomandazioni per il 2021.....	78

## I. RELAZIONE ANNUALE 2020

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

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

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

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

Nel corso del 2020 il Comitato ha completato un ambizioso progetto di riforma dell’autodisciplina sulla *corporate governance* che si è tradotto nell’approvazione, a gennaio u.s., della nuova edizione del Codice di Corporate Governance e, nel novembre u.s., della prima raccolta di Q&A funzionali alla sua applicazione.

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

La revisione del Codice ha visto per la prima volta un’ampia consultazione con il mercato svoltasi con numerose occasioni di incontro, tra le quali, l’*open hearing* con i rappresentanti di tutte le società quotate sul mercato regolamentato, tenutosi il 9 ottobre 2019.

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

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

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

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

Un ampliamento che trae spunto dal dibattito europeo e internazionale sull'evoluzione dello scopo dell'impresa<sup>3</sup> che non si contrappone alla funzionalizzazione dell'impresa al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci, quale scopo e mezzo del contratto di società derivante dall'art. 2247 cc<sup>4</sup>, ma che arricchisce la platea di degli interessi che gli amministratori dovrebbero considerare nella definizione delle strategie dell'impresa, nell'attività di esame e approvazione esame del piano industriale<sup>5</sup>, nella definizione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione. Un'innovazione che intende stimolare le imprese a sviluppare anche una maggiore sensibilità ai temi ambientali e sociali che possono avere un impatto sulla sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, suggellando “*l'entrata della (...) cultura imprenditoriale*”

---

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

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

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

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

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

italiana nella prospettiva dell'impresa sostenibile"<sup>6</sup>. A tal fine, il Codice raccomanda all'organo di amministrazione di "promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società"<sup>7</sup>. L'individuazione dell'obiettivo del 'successo sostenibile' poggia, dunque, sul rapporto che la società instaura con i propri *stakeholder*: categoria ampia di portatori di interesse che il Codice non definisce, lasciando alle società l'opportuna flessibilità nell'individuazione di coloro che intende rilevanti per il perseguimento del successo sostenibile dell'impresa.

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

La revisione del Codice è stata profondamente innovativa anche sotto il profilo della sua **proporzionalità**, affinché siano adeguatamente considerate anche le esigenze e le peculiarità delle società con un forte azionista di controllo (tra cui, molte sono imprese familiari) e delle imprese di minori dimensioni. Il nuovo Codice amplia, infatti, la proporzionalità delle proprie raccomandazioni, individuando nuove categorie di società sulla base del rispettivo dato dimensionale e modello di controllo: le 'società grandi', intese quali società la cui capitalizzazione è stata superiore a 1 miliardo di euro l'ultimo giorno di mercato aperto dei tre anni solari precedenti<sup>8</sup>, e le 'società concentrate', intese quali società in cui uno o più soci che partecipano a un patto parasociale di voto dispongono, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria<sup>9</sup>. Queste due categorie hanno consentito al Comitato di

---

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

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

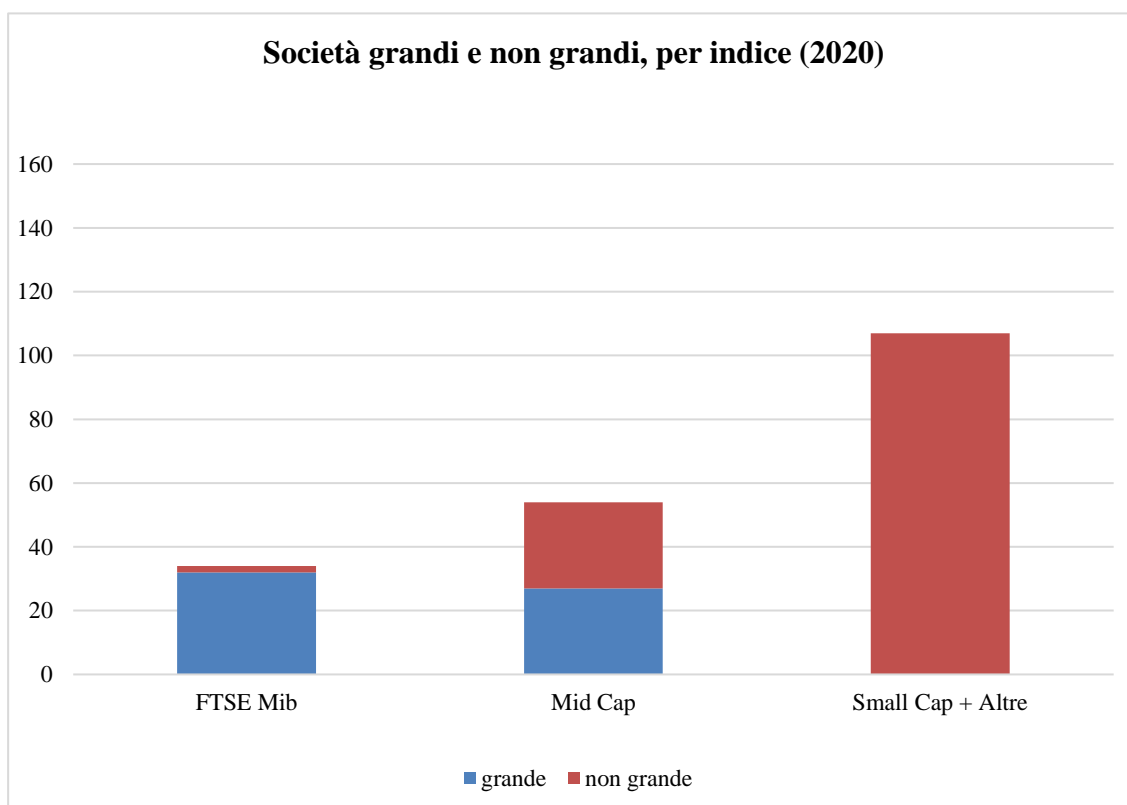
<sup>8</sup> Per la definizione completa si veda Codice 2020, *Definizioni*.

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

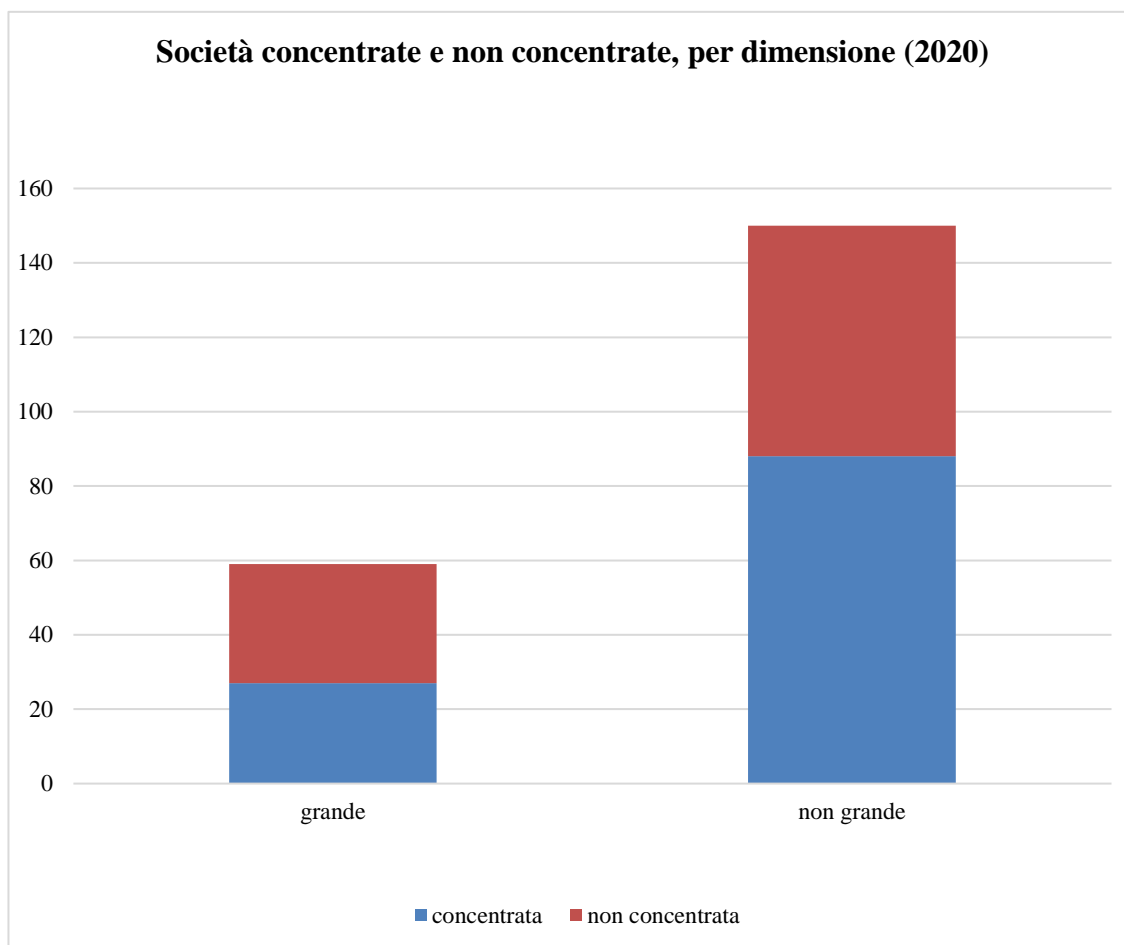
sviluppare un nuovo approccio proporzionale all'interno del Codice attraverso una maggiore graduazione delle raccomandazioni (nuove e previgenti).

La categoria dimensionale adottata estende l'ambito delle società di maggiori dimensioni per le quali il Codice raccomanda l'adozione di *best practice* più ambiziose: rispetto alla preesistente categoria delle società appartenenti all'indice FTSE Mib (34 società), il nuovo criterio estende una serie di raccomandazioni, nuove e previgenti, a una più ampia platea di società composta al momento da 59 società quotate (di cui 32 FTSE Mib e 27 Mid Cap).

La seconda categoria di differenziazione distingue le società in funzione del modello di controllo: un approccio fortemente innovativo del Codice che gradua dunque le proprie raccomandazioni distinguendo tra società concentrate e non concentrate, rappresentante rispettivamente da 124 società concentrate e 96 società non concentrate che appartengono a tutte le classi dimensionali. Più in dettaglio, al momento le società grandi sono quasi equamente ripartite tra società concentrate e società non concentrate, mentre due terzi delle società non grandi presenta un modello di controllo concentrato.



Fonte: Assonime 2020



Fonte: Assonime 2020

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

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

In generale, il modello di controllo influisce, invece, sulle raccomandazioni che interessano il ruolo del board circa la cura della sua composizione (comitato nomine, orientamenti *board* uscente), dove il Codice considera, seppur implicitamente, il ruolo che potrebbe essere svolto in tali società dall'azionista di riferimento.



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

Fonte: Assonime 2020

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

Le società quotate che aderiscono al Codice sono chiamate ad applicarne *principi e raccomandazioni* a decorrere dal primo esercizio che inizia successivamente al 31 dicembre 2020 e a dare informazione al mercato sulle relative modalità applicative nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2022. La raccolta di Q&A persegue l'obiettivo di rispondere alle questioni interpretative poste dal nuovo Codice di Corporate Governance, individuando alcuni criteri generali per la sua applicazione.

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

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

Accanto ai lavori preparatori per la sua futura revisione, il Comitato ha proseguito l'attività di monitoraggio sulla corretta applicazione del Codice, approvando nel corso della riunione di dicembre 2020 la presente Relazione Annuale, che comprende l'Ottavo Rapporto sull'applicazione del Codice (in seguito anche solo "Rapporto").

Il Rapporto, contenuto nella Parte II della presente relazione, si compone di una prima parte, dedicata a una analisi aggregata, che ha l'obiettivo di valutare il grado complessivo di applicazione delle raccomandazioni del Codice (cd. valutazione sintetica), e di una seconda parte, che esamina la concreta applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice e la concreta adesione delle società ai principi che regolano i singoli istituti (cd. valutazione analitica)<sup>10</sup>. Entrambe le analisi tengono conto delle caratteristiche, non soltanto dimensionali e settoriali, delle società quotate: quest'anno il Rapporto offre, infatti, anche un quadro dell'applicazione delle *best practice* per diversità di assetti proprietari.

Anche quest'anno il Rapporto sarà accompagnato dall'invio di una lettera formale a tutte le società quotate italiane, riprodotta nella Parte III della presente relazione, nella quale si darà evidenza degli effetti della lettera trasmessa a dicembre 2019 e delle principali raccomandazioni per il 2021.

---

<sup>10</sup> Le relazioni precedenti (disponibili nell'apposita [sezione](#) del sito internet del Comitato) erano dedicate rispettivamente all'istituto dell'autovalutazione, alla qualità del *comply or explain*, all'effettività del consiglio di amministrazione e alla politica sulle remunerazioni, alla prima applicazione delle raccomandazioni sulla sostenibilità.

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

È proseguito anche nel 2020 il dialogo tra i presidenti delle entità competenti alla redazione dei codici di *corporate governance* dei principali paesi europei: oltre ai rappresentanti dei comitati di Francia, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito e Svezia, la riunione del 2020 è stata estesa anche al Belgio. Durante l'incontro, i presidenti hanno esaminato le evoluzioni dei relativi codici verso una sempre maggiore attenzione al principio della creazione di valore nel lungo termine e all'integrazione della sostenibilità nella strategia e nella *governance* delle imprese che vi aderiscono. In questa prospettiva, i presidenti hanno ribadito il ruolo fondamentale che i codici di *corporate governance* rivestono nello sviluppo delle *best practice* in materia di sostenibilità dell'impresa e la necessità di mantenere, anche in questo ambito, un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, a livello sia nazionale che europeo. In continuità con gli incontri precedenti, i presidenti hanno infine esaminato l'opportunità di accrescere la visibilità dell'impegno profuso dai codici su questo tema, valutando anche l'opportunità di definire un quadro comune delle *best practice* in materia di sostenibilità.

Rappresentanti della Segreteria tecnica del Comitato hanno inoltre proseguito la partecipazione al *network* europeo dei comitati della *corporate governance*<sup>11</sup> che rappresenta una stabile sede di incontro e dialogo sull'evoluzione dei codici e delle *best practice* sviluppate nei rispettivi ordinamenti, con un approfondimento anche sul contesto normativo in materia di governo societario.

#### **1.5. Gli eventi organizzati dal Comitato**

Al fine di promuovere il dialogo sulla *corporate governance* in Italia, il Comitato organizza annualmente la *Italy Corporate Governance Conference*, che rappresenta per la comunità finanziaria europea e internazionale un'importante occasione di incontro sia per gli investitori istituzionali che per le società quotate. A causa delle restrizioni sanitarie, il Comitato ha deciso di sospendere temporaneamente l'organizzazione della conferenza che sarà riprogrammata nel 2021.

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

---

<sup>11</sup> Maggiori informazioni sul network sono disponibili al seguente [link](#).

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

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

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

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

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

Anche prima dell’attuazione del d.lgs. n. 49/2019, il quadro legislativo nazionale aveva già anticipato per molti aspetti le scelte adottate dal legislatore europeo. Ciò è particolarmente evidente nella disciplina delle remunerazioni e delle operazioni con parti

---

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

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

correlate, la cui disciplina nazionale – introdotta e sviluppata a livello legislativo, regolamentare e autodisciplinare – si ispira ai medesimi principi di trasparenza che permeano la Direttiva europea.

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

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

In Italia, il Decreto ha avviato l'attuazione della Direttiva apportando alcune modifiche al codice civile, con riferimento alla disciplina delle operazioni con parti correlate, e al Tuf, in materia di identificazione degli azionisti, remunerazione degli amministratori e diritto di porre domande, una nuova sezione sugli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors*.

L'intervento normativo è stato accompagnato anche da una rigida disciplina sanzionatoria che in linea di principio risponde alla richiesta del legislatore europeo<sup>14</sup>, ma, soprattutto in un'ottica comparata, introduce un forte irrigidimento dell'ordinamento, prevedendo fattispecie sanzionatorie molto ampie, accompagnate, da pene edittali molto elevate<sup>15</sup>. I

---

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

<sup>15</sup> I massimi edittali sono stati da ultimo emendati con l'art. 2 del d.lgs n. 84/2020, con il quale si è concluso l'iter legislativo volto all'attuazione dell'art. 7 della legge di delegazione europea (legge n. 117/2019), con l'introduzione di nuovi ed elevate sanzioni amministrative pecuniarie per la violazione della disciplina in materia di remunerazioni e operazioni con parti correlate, introdotta per effetto del recepimento della Direttiva 2017/828/UE. Ad esito delle modifiche introdotte con il d.lgs n. 84/2020, l'art. 192-bis TUF prevede per la violazione della disciplina sulle remunerazioni (art. 123-ter TUF e relative attuazioni nel Regolamento Emittenti) una sanzione amministrativa pecuniaria: i) da 10 mila a 10 milioni di euro in capo alle società; ii) da 10 mila a 2 milioni di euro in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo; mentre l'art. 192-quinquies TUF prevede per la violazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c. e relativa attuazione nel Regolamento OPC) una sanzione

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

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

L'*iter* di implementazione della Direttiva deve essere ancora completato con l'adeguamento del quadro regolamentare. A tal fine, la Consob ha avviato una consultazione pubblica<sup>16</sup> per la revisione, tra l'altro, anche della disciplina delle operazioni con parti correlate e delle remunerazioni.

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

---

amministrativa pecuniaria: i) da 10 mila a 10 milioni di euro in capo alle società; ii) da 5 mila a 1,5 milioni di euro in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

<sup>16</sup> La [consultazione](#) si è conclusa il 2 dicembre 2019. Al momento della redazione della presente Relazione non sono dunque ancora noti gli esiti.

ambito autodisciplina e di quelle in corso di attuazione con la nuova edizione del Codice di autodisciplina.

Una particolare cautela che si impone anche per tener conto del processo di trasposizione della Direttiva europea negli altri ordinamenti europei, tesi principalmente a implementarne il regime minimo, optando sovente per le soluzioni meno stringenti offerte dalla Direttiva, al fine di salvaguardare l'affidabilità del quadro nazionale e la competitività delle nostre imprese. Al contempo, la costruzione di un ordinamento nazionale efficace, efficiente e competitivo necessita di una adeguata valutazione e, ove opportuno, eliminazione delle misure che si pongono al di là della disciplina armonizzata.

In attesa del completamento dell'ordinamento nazionale si osserva tuttavia ancora una fase evolutiva della disciplina delle remunerazioni anche a livello europeo.

Se da un lato, la Commissione europea non ha al momento ancora pubblicato orientamenti per la redazione del rapporto sulla remunerazione<sup>17</sup>, dall'altro tutte le iniziative della Commissione sui temi della *governance* sostenibile (v. *infra*) sottopongono alla consultazione pubblica anche possibili interventi correttivi della Direttiva 2017/828UE (SHRD II), avendo particolare attenzione per la definizione e i limiti della remunerazione variabile degli amministratori. Con riferimento alle remunerazioni variabili in generale, la più recente consultazione<sup>18</sup> pone domande circa l'opportunità di: i) obbligare le società a includere tra i parametri anche quelli legati a specifici obiettivi di sostenibilità; ii) rendere obbligatorio un peso minimo delle remunerazioni variabili legate a obiettivi di performance non finanziaria; iii) obbligare le società a prevedere, ove applicabili, parametri legati alla riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>; iv) definire le politiche di remunerazione degli amministratori tenendo conto della remunerazione dei lavoratori. Con riferimento ai piani di remunerazione *stock-based* la consultazione pone domande circa l'opportunità di prevedere: i) un periodo obbligatorio di mantenimento delle azioni attribuite; ii) un limite massimo delle remunerazioni basate su azioni rispetto al totale del compenso attribuito; iii) regolamentare o limitare la tipologia delle remunerazioni basate su azioni. Molti di questi aspetti sono trattati nel Codice di autodisciplina vigente e sono stati oggetto di specifiche modifiche anche nel nuovo Codice di Corporate Governance, e sono pertanto oggetto di monitoraggio da parte del Comitato (v. *infra*, la II e III parte della presente Relazione).

---

<sup>17</sup> Orientamenti previsti dall'art. 9-ter, comma 6, Direttiva 2017/828/UE, funzionali a favorire la presentazione standardizzata di tali informazioni.

<sup>18</sup> Si tratta del [documento di consultazione](#) sulle iniziative proposte in materia di *sustainable corporate governance*, posto in consultazione il 26 ottobre 2020 fino all'8 febbraio 2021.

## ***2.2. La nuova disciplina assembleare legata all'emergenza da Covid-19***

L'art. 106 del decreto-legge n. 18 del 17 marzo 2020, c.d. decreto Cura Italia (in seguito anche solo "decreto"), ha ampliato i termini ordinari per lo svolgimento annuale dell'assemblea e ha consentito, in particolare, il ricorso generalizzato a quegli strumenti – quali il voto per corrispondenza, il voto elettronico, la partecipazione in assemblea con mezzi di telecomunicazione, il rappresentante designato – che permettono l'intervento in assemblea e l'espressione del diritto di voto senza la necessaria presenza fisica dei soci in un unico luogo.

L'intervento legislativo era volto a rendere possibile lo svolgimento "a porte chiuse" delle assemblee delle società, in presenza dei rischi sanitari legati al fenomeno della pandemia da virus Covid-19, derogando alle norme di legge e dello statuto. Esso si inserisce dunque nel più ampio spettro dei provvedimenti adottati dal Governo per limitare le possibilità di spostamento delle persone fisiche all'interno di tutto il territorio nazionale<sup>19</sup>. In questo senso, il decreto ha autorizzato le società a compiere le scelte ritenute più opportune – anche in deroga a diverse disposizioni statutarie e alla legge – per consentire il regolare svolgimento delle assemblee e assicurare al contempo la necessaria tutela della salute pubblica.

Simili misure sono state adottate nei principali paesi europei, con orizzonti temporali talvolta più lunghi, volti a ricomprendere almeno i primi mesi del 2021 (es. in Belgio, Spagna, Polonia e Svezia) o il cui prolungamento esplicito alla prossima stagione assembleare 2021 è attualmente al vaglio del legislatore (Francia, Germania).

### *2.2.1. I termini di svolgimento delle assemblee di bilancio*

Il decreto è intervenuto sui termini di svolgimento delle assemblee di approvazione dei bilanci (art. 106, comma 1, decreto Cura Italia), attribuendo alle società la facoltà di convocare, previa adeguata motivazione, l'assemblea ordinaria di bilancio entro il termine più ampio di 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. Questa disposizione

---

<sup>19</sup> Si vedano i DPCM 8 marzo 2020 e 11 marzo 2020, le ulteriori restrizioni previste dal DPCM del 22 marzo e il decreto-legge 25 marzo 2020, convertito in legge 22 maggio 2020, n. 35. I termini relativi alla disciplina emergenziale delle assemblee sono stati dapprima prorogati fino al 15 ottobre 2020, con il decreto-legge 14 agosto 2020, n. 104 (cd. Decreto agosto), convertito in legge 13 ottobre 2020, n. 126, e successivamente sino al 31 gennaio 2021, con il decreto-legge 7 ottobre 2020, n. 125 (cd. Decreto emergenza), convertito con modifiche in legge 27 novembre 2020, n. 159 (pubblicata in G.U. n. 300 del 3 dicembre 2020).



ha introdotto, dunque, una deroga tanto agli artt. 2364, secondo comma, e 2478-*bis*, c.c. (che invece prevedono il termine di 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio per l'assemblea annuale di bilancio, consentendo la proroga fino ai 180 giorni solo in presenza di previsione statutaria e al ricorrere di determinate circostanze) quanto ad eventuali diverse previsioni statutarie.

### 2.2.2. Le assemblee "a porte chiuse"

Il decreto è intervenuto inoltre sulle modalità di intervento e di esercizio del voto "a distanza" (art. 106, commi 2, 3, 4, 5, 6, decreto Cura Italia), autorizzando lo svolgimento "a porte chiuse" delle assemblee ordinarie e straordinarie e consentendo pertanto alle società di prevedere, negli avvisi di convocazione, anche in deroga alle disposizioni statutarie, il ricorso a quegli strumenti - quali il voto per corrispondenza, il voto elettronico, la partecipazione in assemblea con mezzi di telecomunicazione, il rappresentante designato - che consentono l'intervento in assemblea e l'espressione del diritto di voto senza la necessaria presenza fisica dei soci in un unico luogo. Al riguardo, il decreto ha fissato alcune regole generali (commi 2) e altre regole specifiche per le singole tipologie della società interessate (commi 3, 4, 5, 6).

In generale, l'art. 106, comma 2 del decreto ha offerto a tutte le società di capitali (società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata – con i relativi distinguo, mutue assicuratrici) la possibilità di prevedere nei propri avvisi di convocazione una modalità di voto a distanza (voto per corrispondenza e voto elettronico) e di organizzare la partecipazione in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, anche quando tale modalità non sia stata necessariamente prevista nello statuto o in deroga a diverse disposizioni statutarie. Il medesimo decreto ha consentito a tali società di utilizzare tali strumenti anche esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2370, quarto comma, 2479-*bis*, quarto comma, e 2538, sesto comma, c.c.<sup>20</sup>

Per le società con azioni quotate, le società ammesse a negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione, le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, il decreto ha inoltre previsto la possibilità di utilizzare – anche quando tale modalità non sia stata necessariamente prevista nello statuto o in deroga a diverse disposizioni statutarie – le modalità di partecipazione all'assemblea mediante mezzi di

---

<sup>20</sup> In linea con la massima del Consiglio Notarile di Milano (n. 187 dell'11 marzo 2020).

telecomunicazione e l'istituto del "rappresentante designato", anche in via esclusiva. Per facilitare il ricorso al rappresentante designato in via esclusiva, il decreto ha previsto che a quest'ultimo possano essere conferite – in deroga all'art. 135-*undecies* TUF comma 4 – anche deleghe e sub-deleghe ai sensi dell'art. 135-*novies* TUF, derogando dunque al divieto contenuto in tal senso al citato art. 135-*undecies* TUF e quindi anche all'obbligo di utilizzare il modulo di cui all'Allegato 5 al Regolamento Emittenti. Il risultato di questa scelta, ampiamente utilizzata dalle quotate, consiste nell'abilitazione del rappresentante designato dalla società a raccogliere le deleghe pervenutegli, nei termini previsti dall'art. 135-*undecies*, comma 1, TUF, sia tramite il modulo di delega contenuto nell'Allegato 5A del Regolamento Emittenti sia tramite delega e sub-delega "ordinaria". Questa maggiore flessibilità è funzionale, in particolare, a consentire la partecipazione al voto da parte degli investitori istituzionali esteri che normalmente delegano un rappresentante che a sua volta potrà delegare il rappresentante designato. Restano ferme le altre disposizioni dell'art. 135-*undecies* TUF per il rappresentante designato, in particolare quelle relative al conferimento delle deleghe con istruzioni di voto (compresa la possibilità del voto difforme), all'obbligo di dichiarare gli eventuali interessi che il rappresentante designato abbia per conto proprio o di terzi rispetto alle proposte di delibera, al dovere di riservatezza del rappresentante designato (e dei suoi dipendenti e ausiliari) e alle modalità di computo dei quorum in relazione alle deleghe conferite.

Simili misure sono state introdotte anche per le banche popolari, le banche di credito cooperativo, le società cooperative e le società mutue assicuratrici. Anche queste società hanno potuto avvalersi, infatti, della possibilità di prevedere nell'avviso di convocazione il ricorso al rappresentante designato dalla società disciplinato dall'art. 135-*undecies* del TUF, anche in deroga ai limiti di legge e di statuto sul numero massimo di deleghe che possono essere conferite ad un solo soggetto. In questo caso, non hanno trovato applicazione, invece, le previsioni del TUF relative alla possibilità per il rappresentante designato di esercitare il voto difforme rispetto a quello indicato nelle istruzioni.

Per completezza si ricorda che il decreto è intervenuto anche sulle decisioni dei soci di srl adottate tramite consultazione scritta o consenso scritto (art. 106, comma 3) attribuendo alle srl la possibilità, in alternativa alla riunione assembleare, di utilizzare gli istituti della consultazione scritta e del consenso espresso per iscritto, per l'adozione delle decisioni dei soci, in deroga alle limitazioni previste per questi strumenti dall'art. 2479 c.c. o alle eventuali limitazioni statutarie.

### *2.2.3. L'accoglimento delle novità legislative*

Le società italiane che hanno chiuso l'esercizio al 31 dicembre 2019 e hanno tenuto la propria assemblea ordinaria nel 2020 hanno fornito tempestivamente aggiornamenti sulla data dell'assemblea, tenendo conto delle novità introdotte dal decreto, mediante comunicato stampa, nell'avviso di convocazione (nei casi in cui lo hanno pubblicato dopo l'approvazione del decreto) o con una integrazione dell'avviso già pubblicato prima di quella data<sup>21</sup>.

Circa la metà delle società quotate ha tenuto l'assemblea nella data originariamente prevista: una scelta che appare prevalente tra le società di grandi dimensioni (oltre due terzi), mentre è equamente risparita nelle società medie e piccole (dove circa la metà delle società ha usufruito della possibilità di spostare la data dell'assemblea di bilancio). Un elemento che sembra aver inciso sulla scelta di non posticipare la data dell'assemblea riguarda, in particolare, le società ad azionariato diffuso, dove l'83% ha mantenuto la data assembleare inizialmente annunciata: una scelta che appare legata, dunque, dall'opportunità di mantenere, per quanto possibile, stabile e standardizzato il rapporto con una platea ampia e diversificata di investitori e, dall'altro, di rispettare tempi di approvazione del bilancio e, ove possibile, di distribuzione degli utili, precedentemente annunciati<sup>22</sup>.

Quasi tutte le società hanno utilizzato le modalità di svolgimento dell'assemblea offerte dal decreto, prediligendo quasi sempre il ricorso esclusivo al rappresentante designato; una società ha previsto l'uso esclusivo di mezzi di telecomunicazione. Nei restanti casi, le società hanno tenuto le assemblee prima o nelle more dell'adozione del decreto, utilizzando pertanto le forme ordinarie di partecipazione e intervento<sup>23</sup>.

La gestione delle assemblee a porte chiuse ha evidenziato alcuni temi di *governance*, quali, ad esempio, il diritto di porre domande e la presentazione delle proposte di delibera. Sul diritto di porre domande, circa la metà delle società si è impegnata a fornire le risposte prima dell'assemblea (in genere due giorni lavorativi), mentre nei restanti casi (circa la metà delle società analizzate) le società si sono impegnate a rispondere 'al più tardi' durante l'assemblea. Sulle proposte di deliberazione individuali dei soci, stante l'inapplicabilità della disciplina che prevede la possibilità di presentarle direttamente in assemblea, un terzo delle società che ha previsto l'uso esclusivo del rappresentante designato ha deciso di consentire anche ai soci che detengono una partecipazione inferiore

---

<sup>21</sup> Cfr. Assonime, Monitoraggio delle assemblee 2020.

<sup>22</sup> Cfr. Assonime, Monitoraggio delle assemblee 2020.

<sup>23</sup> Cfr. Assonime, Monitoraggio delle assemblee 2020.

al 2,5% di presentare proposte prima dell'adunanza (in media 15 gg prima dell'adunanza)<sup>24</sup>.

Tra gli aspetti di *governance* di particolare interesse per il Comitato, rileva, in particolare, il tema della completezza e della trasparenza delle proposte di delibera funzionali al rinnovo degli organi sociali nel caso dell'utilizzo del rappresentante designato (art. 135-*undecies* TUF) quale unico strumento per l'esercizio dei diritti di voto. Esempio di queste deliberazioni sono quelle preliminari alla nomina degli organi sociali, come: la determinazione del numero dei componenti del consiglio di amministrazione (se non previsto specificatamente dallo statuto; v. art. 2380-*bis*, comma 4, c.c.), la durata in carica degli amministratori (art. 2383, comma 2, c.c.), la nomina del presidente del consiglio di amministrazione (se riservata all'assemblea; v. art. 2380-*bis*, comma 5, c.c.) e dell'organo di controllo (artt. 2398 c.c. e 148, comma 2-*bis*, TUF), la determinazione del compenso degli amministratori (art. 2389, commi 1 e 3, c.c.) e dei componenti dell'organo di controllo (art. 2402 c.c.).

In questi casi, la raccomandazione del Codice sull'orientamento del consiglio uscente (1.C.1. lett. h) ha svolto un importante ruolo orientativo nel responsabilizzare il consiglio uscente circa l'opportunità di formulare o assicurare che siano formulate dai soci le proposte di delibera riguardanti la sua composizione, quali il numero dei componenti da eleggere (scelta necessaria in presenza di statuti che ne definiscono soltanto il numero minimo e massimo dei suoi componenti) e la determinazione della durata del mandato consiliare, così come nel richiedere a chi presenta le liste dei candidati di indicare tutte le informazioni necessarie per la nomina degli organi sociali. Un tema di buona *governance* che trascende anche le dinamiche della passata stagione assembleare e che è stato ribadito dal Comitato nell'ambito delle Q&A funzionali all'applicazione del nuovo Codice di Corporate Governance<sup>25</sup>.

#### 2.2.4. Quali prospettive per le assemblee virtuali?

Dall'analisi degli avvisi di convocazione è emerso l'interesse delle società verso l'adozione delle misure previste dal decreto Cura Italia, al fine di conciliare l'esigenza di continuità della vita societaria con l'intento di evitare rischi per la salute pubblica, salvaguardando al contempo i diritti fondamentali degli azionisti.

---

<sup>24</sup> Cfr. Assonime, Monitoraggio delle assemblee 2020.

<sup>25</sup> Cfr. [Q&A 2020](#), Q. Racc. 19.

Nella situazione di emergenza, l'introduzione di regole innovative alla gestione assembleare ha costituito una sfida per le imprese e per gli investitori, sia per i profili organizzativi e sia per quelli interpretativi<sup>26</sup>. Al contempo, la necessità di far fronte alle esigenze sanitarie ha rappresentato anche un momento di riflessione sulle modalità di gestione del dialogo tra società e mercato e sulle prospettive della sua evoluzione in futuro.

Questa riflessione potrebbe valere sia nell'ottica di breve termine, considerato il protrarsi dell'emergenza sanitaria<sup>27</sup>, sia nell'ottica di più lungo termine, nella prospettiva di un sempre maggiore ricorso agli strumenti di partecipazione virtuale. Ciò pone i legislatori e le entità competenti per la redazione delle *best practice*<sup>28</sup>, alle quali appartiene anche il presente Comitato, nella necessaria prospettiva di esaminare lo sviluppo delle prassi e individuare la loro possibile evoluzione al fine di salvaguardare l'efficace funzionamento dei lavori assembleari e il rispetto dei diritti fondamentali di partecipazione e voto dei soci, così come l'estensione analogica di tali strumenti anche alle riunioni degli altri organi sociali.

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

Negli ultimi dieci anni le agende politiche internazionali<sup>29</sup> ed europee hanno dedicato particolare attenzione ai profili dello sviluppo sostenibile e alla responsabilità ambientale e sociale delle imprese, sviluppando una crescente attenzione al legame tra la *governance* delle imprese e gli obiettivi di sostenibilità, anche ambientale e sociale, della loro attività.

Nel 2015, in particolare, le iniziative internazionali sono divenute progressivamente più ambiziose, sia nella definizione degli obiettivi sia nella identificazione di una platea più ampia di destinatari nel mondo delle imprese, attribuendo a queste ultime un ruolo attivo

---

<sup>26</sup> Il primo esame delle questioni interpretative è stato condotto da Assonime che ha fornito sul punto tempestive [Q&A sulla stagione assembleare](#) 2020. Nella stessa direzione si è in seguito mossa anche la Consob con [Comunicazione 10 aprile 2020, n. 3](#), con un aggiornamento del 29 aprile delle relative [FAQ](#). Per una illustrazione dei profili interpretativi più rilevanti e la rassegna degli orientamenti notarili si veda C. Marchetti, M. Notari, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti sulle norme di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 428 ss..

<sup>27</sup> Come precedentemente indicato, alcuni ordinamenti stanno già predisponendo le misure per l'estensione delle misure speciali anche al 2021. Cfr. supra, par. 3.2..

<sup>28</sup> In tal senso si veda il rapporto elaborato nel Regno Unito dal *Financial Reporting Council*, [AGMs: An Opportunity for Change](#), ottobre 2020.

<sup>29</sup> Si vedano, in particolare: i Principi Guida su Impresa e Diritti Umani, adottati nel 2011 dal Consiglio dei Diritti Umani delle Nazioni Unite; l'aggiornamento, nel medesimo anno, delle Linee Guida dell'OCSE per le imprese multinazionali; la pubblicazione, nel 2018, della Guida dell'OCSE sui doveri di diligenza delle imprese multinazionali, volte a supportare tali imprese nell'attuazione delle rispettive Linee guida.

nella promozione dello sviluppo sostenibile. Nel medesimo anno, infatti, è stata definita l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile che identifica diciassette *Sustainable Development Goals*<sup>30</sup>, che sono stati già integrati negli obiettivi strategici di alcune grandi imprese<sup>31</sup>, ed è stato firmato l'Accordo di Parigi<sup>32</sup> con il quale gli Stati si impegnano al raggiungimento di specifici obiettivi nella lotta al cambiamento climatico, sia in termini di mitigazione che di adattamento al rischio climatico. Nello stesso anno sono state inoltre aggiornate le linee guida dell'OCSE sul dovere di diligenza delle imprese multinazionali, che declinano alcune *best practice* generali ma al contempo evidenziano la necessaria proporzionalità nella loro concreta applicazione<sup>33</sup>.

In seguito alla firma degli Accordi di Parigi e all'agenda fissata dalle Nazioni Unite per uno sviluppo sostenibile, la Commissione europea ha istituito nel 2016 un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile. Il 31 gennaio 2018 il gruppo di esperti ha pubblicato la sua relazione finale<sup>34</sup> che presenta una visione globale sui modi per elaborare una strategia finanziaria sostenibile per l'UE. Dalla relazione emerge che la finanza sostenibile consta di due imperativi: i) migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; ii) consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti. La relazione propone otto raccomandazioni chiave, diverse raccomandazioni trasversali e azioni mirate a specifici settori del sistema finanziario.

Alla luce delle raccomandazioni espresse dal gruppo di esperti, la Commissione europea ha pubblicato un Piano di azione<sup>35</sup> che si prefigge l'obiettivo di riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi e promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle imprese. Tra le azioni che risultano di maggiore interesse ai fini della presente rassegna, si osservano in particolare le ultime tre azioni del Piano, volte rispettivamente a integrare alcuni aspetti

---

<sup>30</sup> Cfr. Nazioni Unite, [The 2030 Agenda for Sustainable Development](#), 2015.

<sup>31</sup> Da un approfondimento di Assonime risulta che le grandi imprese quotate prevedono tra i propri obiettivi strategici il raggiungimento di alcuni degli obiettivi definiti dall'ONU: tra gli obiettivi più frequentemente citati emerge, in particolare, la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>.

<sup>32</sup> L'accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi, costituisce il primo accordo universale sul clima mondiale per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C.

<sup>33</sup> Cfr. Guida dell'OCSE sui doveri di diligenza delle imprese multinazionali.

<sup>34</sup> Cfr. [Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#), 2018.

<sup>35</sup> Cfr. Commissione europea, [Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile](#), 2018.

di sostenibilità nei requisiti prudenziali degli enti creditizi (azione 8), rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile su tali aspetti (azione 9) e, soprattutto, l'intenzione della Commissione di promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati di capitali (azione 10).

Il 24 maggio 2018, la Commissione europea ha presentato il primo pacchetto di misure per dare attuazione ad alcune delle azioni proposte. Le proposte legislative attengono principalmente agli obblighi di trasparenza e di gestione degli investitori istituzionali<sup>36</sup>, alla definizione di una tassonomia<sup>37</sup> delle attività eco-sostenibili e all'introduzione di due nuovi indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale<sup>38</sup>. Contestualmente erano state avviate anche due consultazioni pubbliche<sup>39</sup>, entrambe concluse a giugno 2018, sulle modifiche apportate agli atti delegati che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG (*environmental, social and governance*).

Nel corso del 2019 e del 2020, si è concluso, in particolare, l'iter legislativo per l'adozione di due importanti misure proposte nel 2018 relative, da un lato, agli obblighi degli investitori istituzionali e, dall'altro, della prima tassonomia europea delle attività eco-sostenibili. Nel 2019 è stato infatti adottato il Regolamento (UE) 2019/2088 che introduce norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari. Nel 2020 si è concluso il primo passo verso la tassonomia europea delle attività sostenibili, con l'adozione del Regolamento (UE) 2020/852 che fissa i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento. Quest'ultimo è un regolamento quadro, la cui completa attuazione è rimessa all'adozione di atti delegati, volti a stabilire quali attività economiche possano considerarsi attività recanti un sostanziale contributo

---

<sup>36</sup> Cfr. [proposta di Regolamento](#).

<sup>37</sup> Cfr. [proposta di Regolamento](#).

<sup>38</sup> Si tratta di una [proposta di modifica del Regolamento UE n. 1011/2016](#).

<sup>39</sup> Si tratta di una consultazione pubblica sulle modifiche apportate agli atti delegati, adottati per l'attuazione della MiFID II (v. [consultazione](#)) e della IDD (v. [consultazione](#)), che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG (*environmental, social and governance*), entrambe chiuse il 21 giugno 2018.

al raggiungimento di un obiettivo ambientale, che sono al momento in corso di elaborazione. Tra le parti particolarmente rilevanti della nuova tassonomia si evidenzia, in particolare, l'impatto dell'art. 8 del Regolamento sui contenuti delle dichiarazioni sulle informazioni non finanziarie pubblicate dalle grandi imprese in forza della Direttiva 2015/95/UE, anch'essa in procinto di revisione<sup>40</sup>. In base all'art. 8 del Regolamento sulla tassonomia, infatti, le imprese che rientrano nel campo di applicazione della direttiva sulle informazioni non finanziarie sono tenute a dichiarare la quota del loro fatturato derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale, nonché la quota dei loro investimenti totali e delle loro spese relativa ad attività o processi associati ad attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale.

Nel contesto delle iniziative generali della Commissione europea si inserisce da ultimo anche il *Green Deal* europeo<sup>41</sup>, e il Piano di Investimenti per una Europa sostenibile<sup>42</sup>, che esprimono un rinnovato impegno dell'Unione europea a favore della transizione verde e definiscono una nuova tabella di marci con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica nel 2050. Gli obiettivi del *Green Deal* e del Piano di Investimenti hanno influenzato l'accelerazione delle iniziative in materia di sostenibilità, ambientale e sociale. In seguito al primo impatto della pandemia da Covid-19 sull'economia europea, le istituzioni europee hanno risposto con un pacchetto ingente di misure, composto dal bilancio a lungo termine dell'UE e dall'iniziativa NextGenerationEU, per rilanciare la ripresa europea e realizzare un'Europa più ecologia, digitale e resiliente<sup>43</sup>.

### 2.3.1. Le iniziative mirate sulla governance sostenibile

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

---

<sup>40</sup> Iniziativa che è stata oggetto di [pubblica consultazione](#), avviata il 20 febbraio 2020 e chiusasi l'11 giugno 2020.

<sup>41</sup> Commissione europea, *Il Green Deal europeo*, [COM\(2019\) 640 final](#), 11 dicembre 2019.

<sup>42</sup> Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di investimenti per un'Europa sostenibile; Piano di investimenti del Green Deal europeo, [COM\(2020\) 21 final](#), 14 gennaio 2020.

<sup>43</sup> Cfr. [Piano per la ripresa dell'Europa](#).



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

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

In seguito alla pubblicazione delle ESAs sull'esame dello short-termism del mercato europeo<sup>44</sup> e dei due studi commissionati a consulenti esterni<sup>45</sup>, il 30 luglio 2020 la Commissione europea ha pubblicato in consultazione<sup>46</sup> un documento recante una possibile *road map* per le future iniziative legislative in questo ambito che potrebbero includere anche la modifica della Direttiva su alcuni aspetti di diritto societario<sup>47</sup> e della Direttiva sui diritti degli azionisti<sup>48</sup> volta all'integrazione degli obiettivi di sostenibilità nel quadro normativo della *corporate governance* delle società al fine di meglio allineare gli interessi a lungo termine del *management*, degli azionisti, degli *stakeholder* e della società nel suo complesso. Gli obiettivi specifici sono quelli di aiutare gli amministratori a prendere decisioni aziendali in un'ottica a lungo termine e a rafforzare la resilienza e le prestazioni a lungo termine delle società attraverso modelli di *business* sostenibili.

Ad esito di questo complesso processo di consultazione, la Commissione europea ha da ultimo posto in consultazione a fine ottobre 2020 una "Proposta di iniziativa sulla *governance societaria sostenibile*"<sup>49</sup>.

L'iniziativa è complementare alla revisione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (direttiva 2014/95/UE, anche solo "Direttiva

---

<sup>44</sup> Sulla base della [richiesta della Commissione europea di un parere delle ESAs](#), l'EBA, l'ESMA e l'EIOPA hanno pubblicato le rispettive relazioni: EIOPA, [Potential undue short-term pressure from financial markets on corporates: Investigation on European insurance and occupational pension sectors](#), 18 dicembre 2019; ESMA, [Report. Undue short-term pressure on corporations](#), 18 dicembre 2019; EBA, [Report on undue short-term pressure from the financial sector on corporations](#), 19 dicembre 2019.

<sup>45</sup> [Study on due diligence requirements through the supply chain](#), 20 febbraio 2020; [Study on directors' duties and sustainable corporate governance](#), 29 luglio 2020.

<sup>46</sup> Consultazione che scade l'8 ottobre 2020.

<sup>47</sup> Direttiva 2017/1132.

<sup>48</sup> Direttiva 2007/36.

<sup>49</sup> Commissione europea, [Documento di consultazione](#) sulle iniziative proposte in materia di *sustainable corporate governance*, posto in consultazione il 26 ottobre 2020 fino all'8 febbraio 2021.

NFRD”)<sup>50</sup> che attualmente impone alle imprese di interesse pubblico di grandi dimensioni di comunicare al pubblico determinate informazioni in merito all'incidenza di eventuali questioni non finanziarie e all'impatto dell'impresa sulla società e sull'ambiente. La Direttiva NFRD impone inoltre alle imprese di riferire in merito alle loro politiche sociali e ambientali e alle procedure di dovuta diligenza, se ne dispongono, o altrimenti di spiegare perché non ne dispongono (approccio “rispetta o spiega”).

Mentre la Direttiva NFRD si basa su incentivi a ‘comunicare’, l’iniziativa sulla *governance* societaria sostenibile intende introdurre obblighi di ‘fare’. Tali azioni concrete contribuirebbero pertanto a evitare il ‘*greenwashing*’ e, in particolare a migliorare l’affidabilità delle informazioni comunicate a norma della Direttiva NFRD, garantendo che l’obbligo di comunicazione sia accompagnato da adeguate procedure di dovuta diligenza per l’impresa e gli amministratori.

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

Secondo la Commissione europea, l’eccessivo orientamento delle imprese europee verso gli interessi a breve termine degli azionisti sarebbe dimostrato dallo studio sugli obblighi degli amministratori e sulla *governance* societaria sostenibile realizzato da Ernst & Young (in seguito anche solo “E&Y”). Secondo questo studio, negli ultimi trent’anni le società quotate in borsa nell’UE hanno privilegiato la creazione di valore a breve termine per gli azionisti tramite la distribuzione di dividendi e le operazioni di *buy back*, complessivamente aumentati dal 20% al 60% degli utili, a scapito degli investimenti in conto capitale e in ricerca e sviluppo, il cui peso rispetto agli utili è diminuito, rispettivamente, del 45% e del 38%. A fronte di questi risultati, lo studio sostiene la necessità di un intervento politico dell’UE per estendere l’orizzonte temporale del processo decisionale delle imprese e promuovere una *governance* societaria più

---

<sup>50</sup> Iniziativa che è stata oggetto di [pubblica consultazione](#), avviata il 20 febbraio 2020 e chiusasi l’11 giugno 2020.

favorevole alla sostenibilità, definendo tre obiettivi specifici: rafforzare il ruolo degli amministratori nel perseguire l'interesse a lungo termine dell'impresa; integrare la sostenibilità nella strategia e nel processo decisionale dell'impresa; promuovere pratiche di *governance* societaria che contribuiscano alla sostenibilità dell'impresa, con interventi sulle politiche di remunerazione, sulla composizione del consiglio di amministrazione e sul coinvolgimento dei portatori di interessi.

In linea con le conclusioni dello studio, la Proposta della Commissione prospetta la possibilità di ridefinire i doveri fiduciari degli amministratori, imponendo loro di bilanciare gli interessi di tutti i portatori di interessi, anziché concentrarsi su quelli finanziari a breve termine degli azionisti. In tale quadro, gli amministratori sarebbero inoltre obbligati a stabilire procedure adeguate e, se del caso, obiettivi misurabili (basati su dati scientifici) per garantire di poter individuare, prevenire e affrontare i possibili rischi e impatti negativi della loro attività per il contesto sociale, sanitario ambientale e dei diritti umani. Per favorire un efficace *enforcement* di questa estensione dei doveri fiduciari degli amministratori, la Proposta prevede la possibilità che i portatori di interessi, come ad esempio i dipendenti, l'ambiente o le persone interessate dalle attività dell'impresa rappresentate da organizzazioni della società civile, abbiano il potere di promuovere azioni di responsabilità nei confronti della società e degli amministratori.

Le proposte della Commissione Europea e soprattutto le premesse teoriche ed empiriche poste a loro fondamento sono state sottoposte a severe critiche da parte della maggior parte dei rappresentanti del mondo accademico<sup>51</sup> e degli operatori del mercato<sup>52</sup> che hanno partecipato alle varie fasi, finora svolte, della consultazione pubblica. In questo senso si sono orientate anche le risposte di Assonime e di EuropeanIssuers, l'associazione delle società quotate europee cui Assonime aderisce, e quelle di alcune entità competenti per l'autoregolamentazione delle *best practice* di *corporate governance*, come il comitato

---

<sup>51</sup> Si vedano, in particolare, la [risposta](#) dei professori dell'Harvard Law School e dell'Harvard Business School (Roe, Spamann, Fried, Wang, Ramseyer, Ferrell, Kraakman, Bebchuk, Clark); la [risposta](#) dei professori dell'Università di Amburgo (Bassen, Lopatta, Ringe); la [risposta](#) Copenhagen Business School (Hansen, Lilja), l'ulteriore [risposta](#) della Copenhagen Business School (Rose) e la [risposta](#) del Center for Corporate Governance della Copenhagen Business School (Ohnemus, Richter, Thomsen); la [risposta](#) dei Nordic Company Law Scholars (Andersen, Bergþórsson, Bråthen, Hansen, Hansen, Johansson, Kinander, Knuts, Lidman, Lilja, Rasmussen, Rose, Samuelsson, Sillanpää, Sjöberg, Skog, Stattin, Strand, Vahtera, Villa, Werlauff); la [risposta](#) dalla London Business School (Edmans), la [risposta](#) degli European Company Law Experts.

<sup>52</sup> Si vedano, in particolare, la [risposta](#) di Assonime; la [risposta](#) di EuropeanIssuers; la [risposta](#) di Medef; la [risposta](#) della Federation of Finnish Enterprises; la [risposta](#) dell'Efama; la [risposta](#) di Better Finance; la [risposta](#) della Confederation of Swedish Enterprise; la [risposta](#) della Finnish Securities Market Association; la [risposta](#) della Association of Chartered Certified Accountants; la [risposta](#) di Ecoda; la [risposta](#) della German Insurance Association.

olandese<sup>53</sup> e il comitato danese<sup>54</sup>, alle quali si aggiunge anche la riposta congiunta<sup>55</sup> delle entità svedesi per l'autoregolamentazione insieme ai rappresentanti delle imprese e degli investitori danesi, svedesi e tedeschi.

È stato in particolare evidenziato come lo studio di E&Y sia viziato su una ricognizione parziale (se non tendenziosa) del quadro di riferimento e su uno studio empirico limitato e opinabile nella metodologia adottata e nell'analisi dei suoi risultati.

È stata rilevata preliminarmente la scarsa trasparenza e coerenza del campione di imprese considerate, che non appare nel complesso rappresentativo dell'insieme delle imprese dell'Unione Europea, rendendo lo studio non in linea con le prassi internazionali nelle analisi di impatto della regolamentazione. Non motivata appare, al riguardo, l'inclusione delle imprese del Regno Unito, che pesano per oltre un quarto sul campione e più in generale la selezione dei paesi considerati

Sul piano metodologico, la stima della distribuzione di valore agli azionisti (somma dividendi e acquisto azioni proprie in rapporto agli utili) appare sovrastimata, in quanto lo studio non considera gli aumenti di capitale né gli altri finanziamenti che rappresentano il contributo finanziario che le imprese ricevono dagli azionisti e dagli altri finanziatori. Al contrario gli investimenti in conto capitale e in R&S appaiono sottostimati, in quanto lo studio non considera gli investimenti realizzati tramite attività di M&A.

Sul piano dell'analisi dei risultati, lo studio ipotizza un nesso causale tra aumento della distribuzione di valore agli azionisti e riduzione degli investimenti, quando invece i due fenomeni, pur con i limiti di misurazione sopra indicati, appaiono temporalmente disgiunti (concentrati prima del 2002 il primo e dopo il 2008 il secondo) e spiegabili da fattori esterni (in particolare la riduzione degli investimenti appare dovuto principalmente alla recessione economica successiva alla crisi finanziaria del 2008 e alla conseguente caduta del tasso di utilizzazione degli impianti che ha rallentato i nuovi investimenti).

---

<sup>53</sup> La [riposta](#) del Dutch Corporate Governance Code Monitoring Committee.

<sup>54</sup> La [risposta](#) del Danish Committee on Corporate Governance.

<sup>55</sup> La [risposta congiunta](#) di entità di autoregolamentazione (Swedish Corporate Governance Board, Swedish Association for Generally Accepted Principles in the Securities Market, Swedish Association of Listed Companies), le associazioni di impresa e di categorie di professionisti (Confederation of Swedish Enterprise, Confederation of Danish Industry, Federation of German Industries, Swedish Federation of Business Owners, Institute for the Accountancy Profession in Sweden, Danish Shipping, Swedish Institutional Owners Association for Regulatory Issues in the Stock Market, Swedish Investment Fund Association) e degli investitori istituzionali (AFA Insurance, Alecta, AMF, Folksam Group, Länsförsäkringar Fonder, Skandia Mutual Life Insurance Company, Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden, Sjunde AP-fonden, Handelsbanken Fonder, Nordea Fonder, SEB Fonder, Swedbank Robur Fonder, Didner & Gerge Fonder, Lannebo Fonder).

Infine, numerose critiche sono state sollevate anche sulla ricognizione teorica dello studio, soprattutto in relazione alla discutibile equiparazione degli interessi degli azionisti con la creazione di valore a breve termine, alla ricostruzione parziale e incompleta delle discipline nazionali e all'inadeguatezza delle proposte sui sistemi di *enforcement* rispetto alla consolidata impostazione delle azioni di responsabilità e, in particolare, della giurisprudenza sulla *business judgement rule*. Le critiche hanno inoltre evidenziato una sovrastima degli effetti negativi che lo *short-termism* di una parte degli investitori può avere sulla *governance* delle imprese, così come l'inadeguata considerazione degli effetti positivi che l'attivismo dei fondi può avere sulla *governance* e sulla *performance* di lungo termine della società in cui investono. Sono state inoltre evidenziate le incoerenze delle conclusioni dello studio rispetto all'evidenza empirica raccolta sulla propensione delle imprese a definire piani strategici di lungo termine (85,7% delle imprese rispondenti al questionario E&Y).

Considerate le numerose criticità dello studio, molte risposte alla consultazione hanno sottolineato come qualsiasi considerazione circa l'opportunità di agire a livello europeo, tanto più la formulazione di vere e proprie proposte normative, la Commissione dovrebbe:

- condurre una nuova analisi sull'evoluzione del mercato europeo e delle società europee a perseguire risultati di breve/lungo termine, prendendo in considerazione tutti i fattori che possono incidere sul loro comportamento;
- completare tale analisi con una propria analisi di impatto della regolamentazione, prevedendo un adeguato coinvolgimento degli stakeholder;
- evitare la formulazione di specifiche e premature proposte legislative su temi delicati del diritto societario (quali lo scopo dell'impresa e i doveri fiduciari degli amministratori) sulla base di analisi di impatto incomplete e distorsive, come quella presentata da EY.

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

### 2.3.2. Le prospettive

Le misure proposte dalla Commissione europea segnalano l'intenzione di privilegiare l'approccio normativo al tema della sostenibilità, prefigurando ulteriori cambiamenti a un quadro normativo già recentemente mutato in profondità a seguito dei nuovi obblighi informativi introdotti con la Direttiva sulle informazioni non finanziarie e dalla revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti.

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

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

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

L'ottavo Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Codice") è redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato sulla base dei dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli<sup>56</sup>.

Il Rapporto si articola in tre parti:

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

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

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

### 1. Descrizione del campione di riferimento

Il Rapporto del Comitato esamina l'applicazione delle raccomandazioni del Codice di autodisciplina da parte di tutte le società italiane quotate sul mercato principale (MTA gestito da Borsa Italiana) che dichiarano di aderirvi: esse rappresentano il 95% del totale

---

<sup>56</sup> La principale fonte del presente Rapporto è costituita dal *Rapporto Assonime-Emittenti sulla Corporate Governance in Italia* (in corso di pubblicazione, in seguito anche solo "Assonime-Emittenti Titoli 2020"), integrata con ulteriori elaborazioni dei dati contenuti nel database Assonime.

delle società italiane con azioni quotate sull'MTA, con un peso pari al 99% della capitalizzazione del mercato<sup>57</sup>.

Sono state considerate come aderenti al Codice le società che hanno dichiarato nella loro relazione sul governo societario l'adesione all'edizione del Codice in vigore a fine 2019<sup>58</sup>. Pertanto, ai fini della presente analisi sono state considerate, come negli anni precedenti, come “non aderenti” al Codice anche le (poche) società che dichiarano di aderire a edizioni precedenti del Codice<sup>59</sup>.

L'analisi è condotta sulle informazioni pubblicate dalle società nelle relazioni sul governo societario e sulle remunerazioni pubblicate nel corso del 2019 e intende fornire un quadro generale sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice di autodisciplina.

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

Le principali caratteristiche strutturali delle società che sono state utilizzate nell'analisi sono la dimensione (medio-grandi e piccole)<sup>60</sup>, il settore di appartenenza (finanziario e non-finanziario)<sup>61</sup> e gli assetti proprietari<sup>62</sup>.

---

<sup>57</sup> Nei restanti casi si tratta di società quotate che non aderiscono all'ultima edizione del Codice e che non sono state considerate ai fini della presente analisi. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>58</sup> Si tratta dell'interpretazione espressa nel 2015 e ribadita nel 2016 dal Comitato per la Corporate Governance sulla base dei principi guida del Codice. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Rapporto 2015*, p. 11.

<sup>59</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 (6% nel 2019; 10% nel 2018; 7% nel 2015; 5% nel 2010, con variazione dovuta principalmente alla interpretazione più rigoroso dell'adesione all'“ultima” edizione del Codice). Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017.

<sup>60</sup> Le categorie dimensionali delle società sono state definite seguendo la classificazione degli indici FTSE del mercato principale gestito da Borsa Italiana: le società medio-grandi sono le società appartenenti agli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap, le società piccole comprendono invece tutte le altre società quotate sull'MTA.

<sup>61</sup> La distinzione tra società finanziarie e non finanziarie ripercorre le categorie utilizzate da Borsa Italiana Spa: sono considerate finanziarie le sole società qualificate come “banche” o “assicurazioni” secondo la classificazione di Borsa Italiana, mentre tutte le altre società sono considerate non finanziarie. La qualificazione ripercorre quella utilizzata dal Note e Studi di Assonime-Emittenti Titoli che rappresenta la base della presente analisi.

<sup>62</sup> Le elaborazioni che si fondano sugli assetti proprietari sono state condotte sulla base dei dati forniti dalla Consob che ringraziamo per la disponibilità e la collaborazione.



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

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

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

Ciascun indicatore fornisce una valutazione dell'applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice rispetto ad alcuni criteri definiti *ex-ante*, volti a verificare l'effettiva 'solidità' della loro applicazione al di là della *compliance* formale<sup>63</sup>.

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

In generale, nel 2020 il grado di applicazione medio delle principali raccomandazioni del Codice, rispetto ai rigorosi criteri di valutazione adottati, è elevato, pari a oltre il 60%, con un lieve incremento rispetto al 2019 (63% vs. 61,2%).

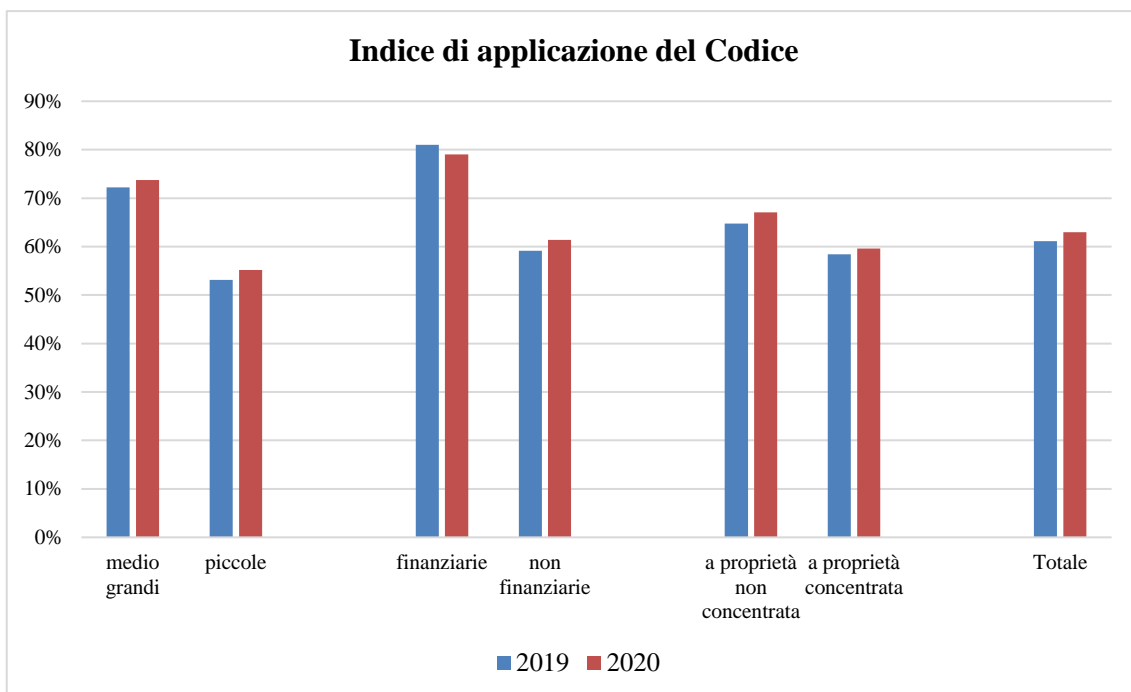
Confermando un risultato consolidato delle attività di monitoraggio realizzate negli anni scorsi, l'applicazione appare più efficace nelle società più grandi (73,7%, mentre è pari al 55,2% nelle società piccole) e nelle società finanziarie del settore bancario e assicurativo (79%, mentre è pari al 61,4% nelle società non finanziarie).

Minore, ma comunque significativa, è la differenza tra società a proprietà non concentrata e quelle a proprietà concentrata (67,1% e 59,6% rispettivamente).

Il lieve incremento del grado di adesione registrato nel 2020 rispetto al 2019 coinvolge in misura pressoché omogenea le diverse categorie di società.

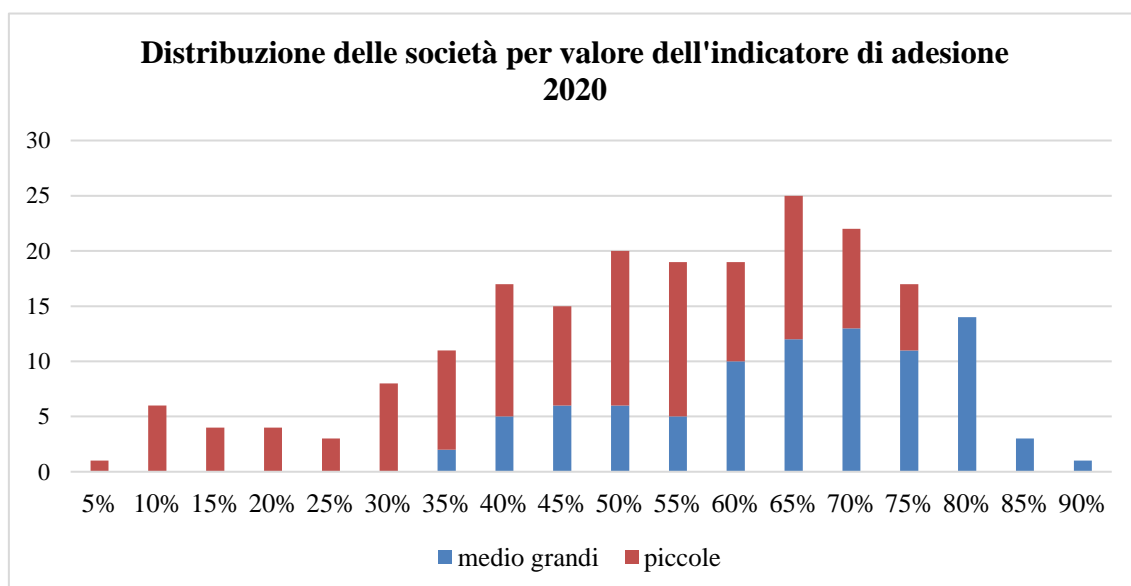
---

<sup>63</sup> Per la descrizione della metodologia adottata per la costruzione dell'indice e dei criteri impiegati per la valutazione dei singoli indicatori si veda Assonime- Emittenti Titoli "Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)".



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

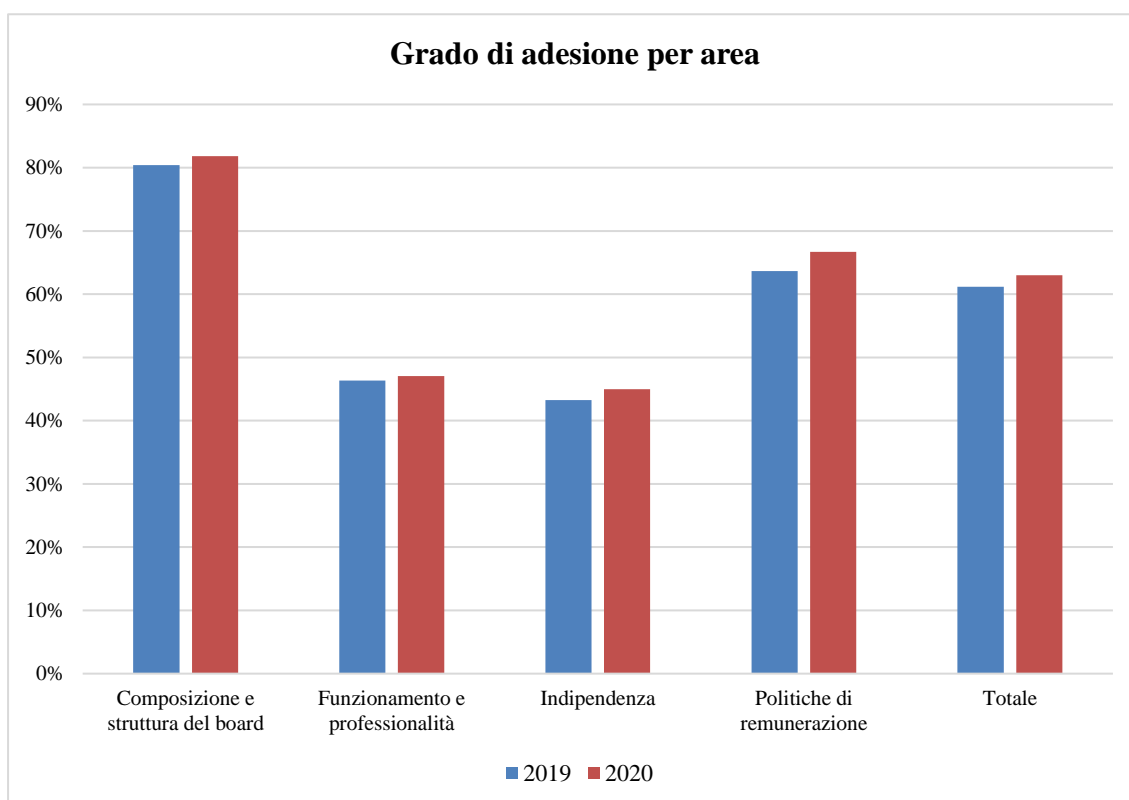
Un'analisi più dettagliata evidenzia comunque come l'effetto dimensionale dell'adesione al Codice riguardi soltanto una parte delle società di minori dimensioni: dal grafico che segue è interessante notare, infatti, che circa un quarto delle società piccole ha un grado di adesione al Codice superiore al 60% (che è il grado di adesione medio). Le società di dimensioni grandi e medie hanno in generale una più alta concentrazione su valori elevati di adesione al Codice: in due terzi dei casi tali società hanno un grado di adesione al Codice superiore alla media del 60%.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

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

Le *best practice* che trovano maggiore e più diffusa applicazione attengono alla struttura e composizione del consiglio di amministrazione (con un grado di applicazione media dell'80%), seguita dalle politiche di remunerazione (67%); maggiori debolezze si rilevano invece per quanto riguarda l'integrità del processo di valutazione dell'indipendenza degli amministratori (45%) e l'efficace funzionamento del board (47%). In tutte le aree si riscontra comunque un lieve miglioramento rispetto al 2019.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

Gli indicatori che riguardano le raccomandazioni relative alla struttura e composizione del consiglio mostrano un elevato livello di adesione con riguardo alla presenza di amministratori indipendenti, alla nomina di un *lead independent director*, qualora ci si trovi nelle condizioni che ne richiedono la nomina, e alla costituzione funzionamento del comitato remunerazione e del comitato per il controllo e i rischi. Ancora insoddisfacente, sebbene con un lieve miglioramento rispetto al 2019, risulta la valorizzazione del comitato nomine, che in oltre la metà dei casi non viene istituito o viene unificato con il comitato remunerazioni senza un'adeguata trasparenza dello svolgimento delle sue funzioni.

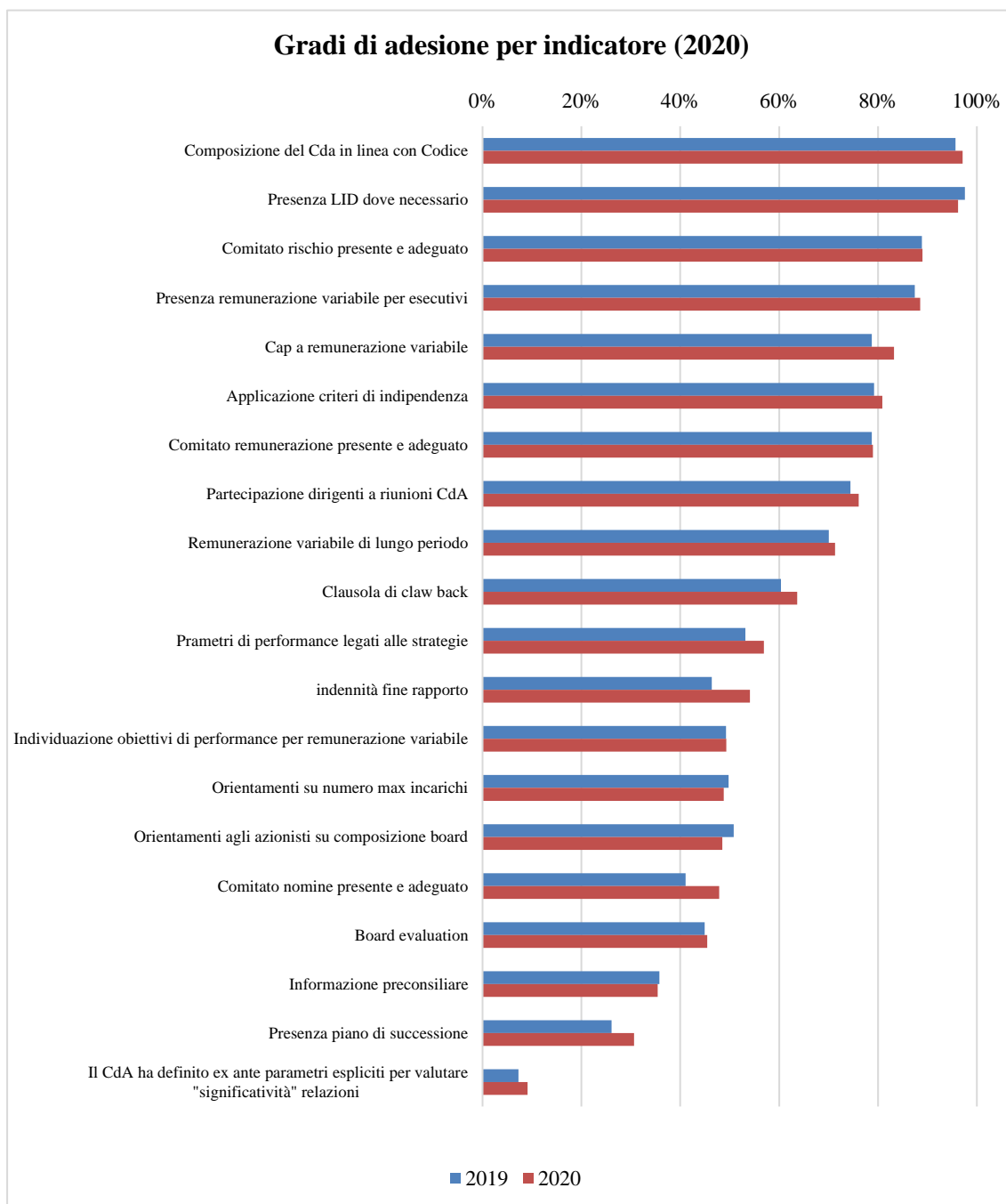
Per quanto riguarda l'area del funzionamento e della professionalità del board, debolezze applicative riguardano tutte le raccomandazioni del Codice considerate, con la sola eccezione della partecipazione dei dirigenti alle riunioni del *board* che trova piena applicazione nel 75% delle società. Le aree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

- l'assenza di piani di successione nel 70% delle società, la cui istituzione, benché non richiesta espressamente dal Codice, è stata ripetutamente raccomandata dal Comitato;
- l'efficacia e la tempestività dell'informazione fornita prima delle riunioni del *board*, che risulta insoddisfacente in quasi due terzi delle società, soprattutto per la mancata fissazione di termini precisi per l'invio della documentazione o per la loro derogabilità per motivi di riservatezza;
- l'adeguatezza del processo di autovalutazione del *board*, che in circa la metà delle società quotate non prevede adeguati meccanismi che assicurino che il *board*, o sue specifiche componenti, sovrintendano al suo svolgimento. In questa area, rispetto al 2019, si registra un lieve miglioramento solo nella previsione di piani di successione (passati dal 26% al 30% delle società).

Con riguardo all'integrità del processo di valutazione dell'indipendenza degli amministratori, è elevata e in lieve crescita la qualità dell'applicazione dei criteri di indipendenza previsti dal Codice, applicati integralmente o disapplicati con adeguata motivazione su base individuale in oltre l'80% delle società. Molto bassa (solo nel 10% circa delle società), sebbene in lieve crescita, è invece la trasparenza sui criteri qualitativi che il *board* dovrebbe adottare prima della loro concreta applicazione per valutare la significatività delle eventuali relazioni economiche, professionali o patrimoniali con la società.

Nell'area delle politiche di remunerazione un grado di applicazione molto elevato è rilevabile nella previsione di una remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi (quasi il 90%), nella previsione di un tetto a questa componente (oltre l'80%) e nel legare la remunerazione variabile a obiettivi di medi-lungo periodo (oltre il 70%). Elevata e in crescita rispetto al 2019 è anche la previsione di clausole di *claw-back* (circa il 65%) e di obiettivi di performance per la remunerazione variabile legati a obiettivi legati alle strategie delle società, ulteriori rispetto a quelli di profittabilità (quasi il 60%). Per circa la metà delle società non vi è invece una chiara indicazione degli obiettivi di *performance* cui è legata la remunerazione variabile, spesso per la presenza della possibilità di erogare bonus ad hoc senza la preventiva identificazione di chiari criteri di assegnazione. Sempre per circa la metà delle società sono poco trasparenti le procedure per la concessione di

eventuali indennità di fine carica per gli amministratori esecutivi (anche se su quest'ultimo tema si riscontra un certo miglioramento rispetto al 2019).

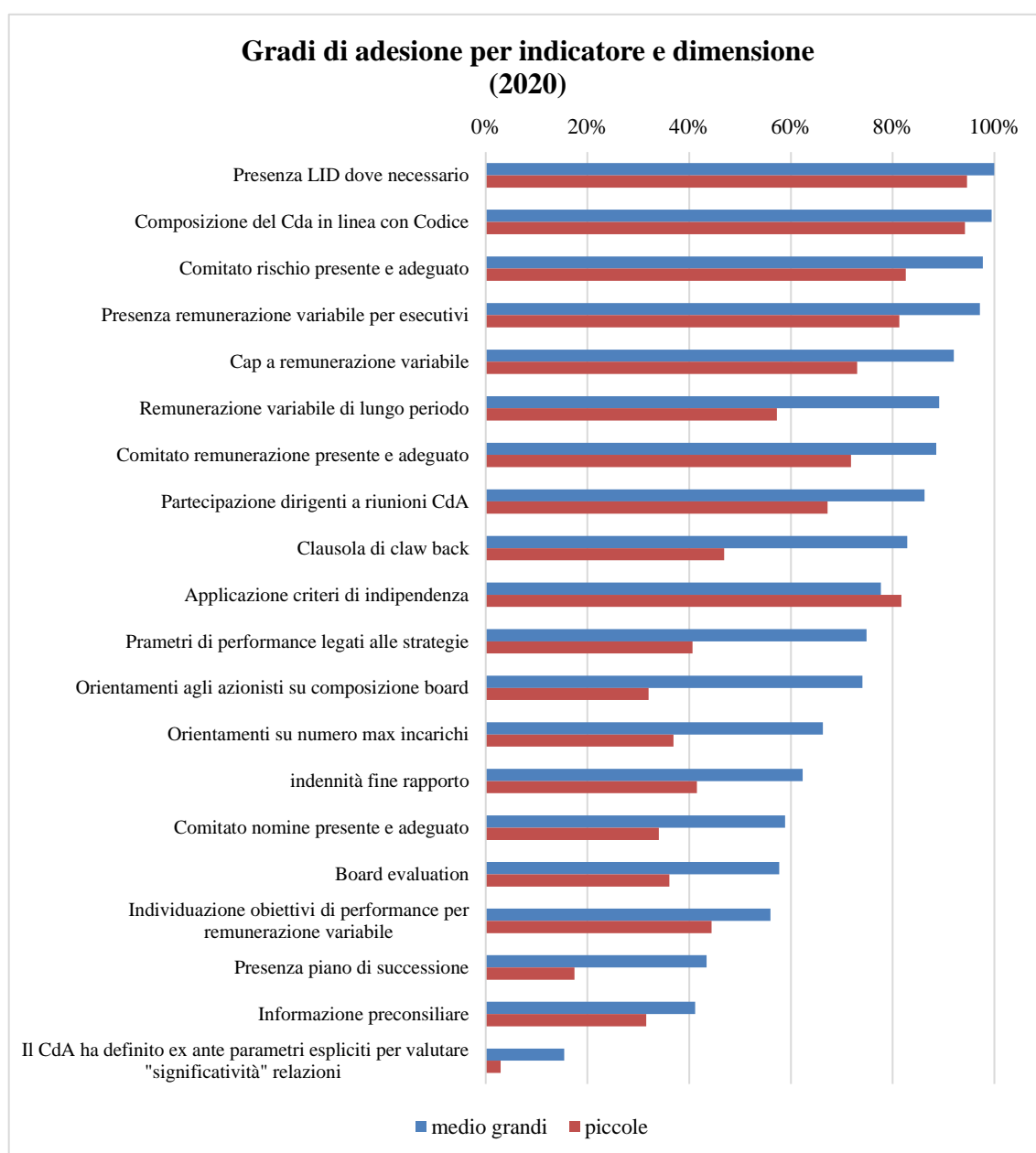


Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

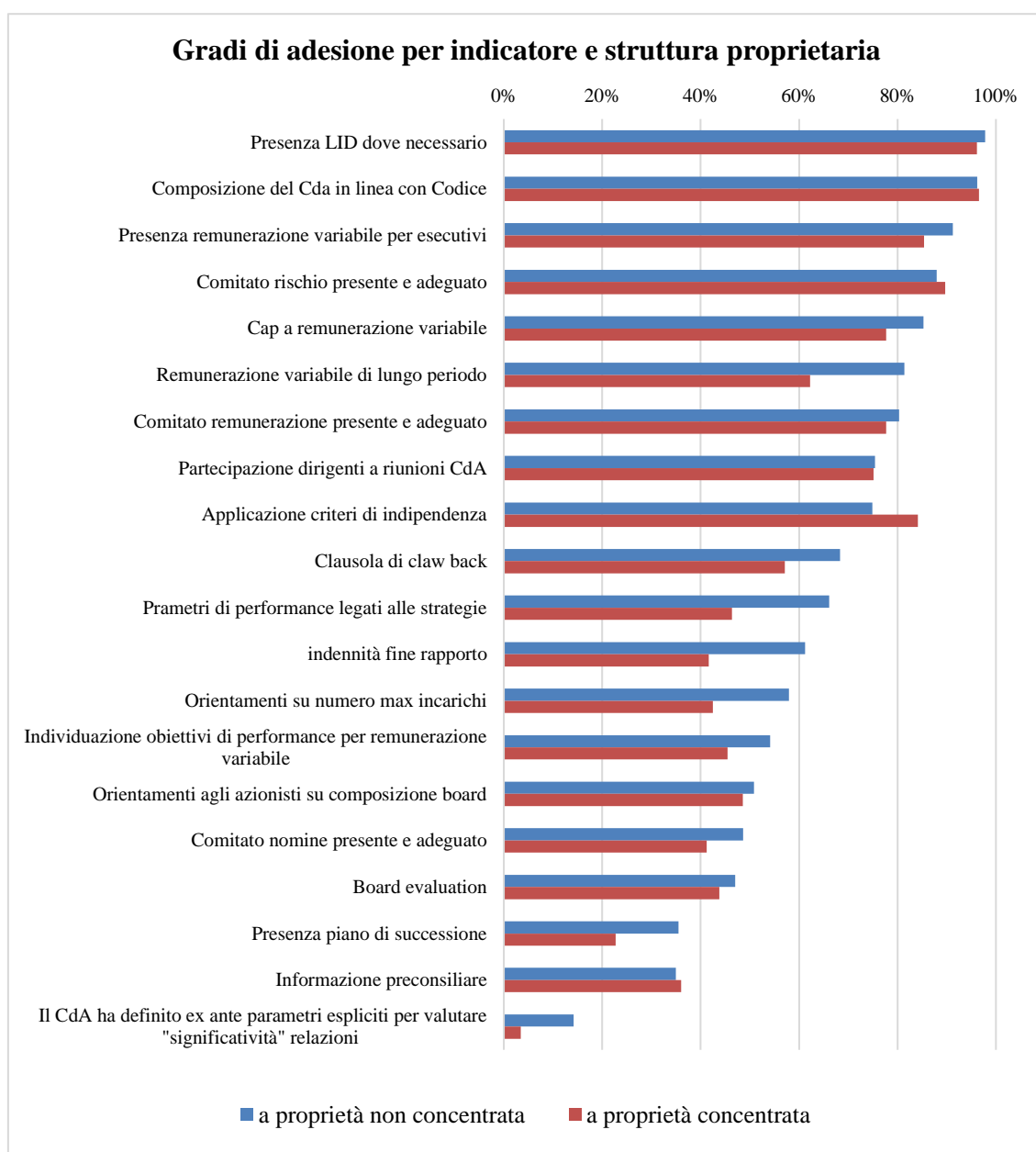
Il divario maggiore tra società medio-grandi e società piccole appare particolarmente evidente soprattutto con riferimento alle aree relative all'efficace funzionamento del board e alla politica di remunerazione.

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

Quanto alle remunerazioni, le principali criticità delle società piccole si manifestano nella previsione di obiettivi di medio-lungo periodo per la remunerazione variabile, nella previsione di clausole di *claw-back* e nella trasparenza delle procedure per le indennità di fine rapporto.



Per quanto riguarda l'influenza degli assetti proprietari sulle modalità di adesione al Codice, le maggiori difficoltà applicative per le società a proprietà concentrata si riscontrano in generale nelle politiche di remunerazione, spiegabile in parte dal fatto che spesso gli amministratori esecutivi di tali società sono anche azionisti di controllo e necessitano quindi meno di specifici meccanismi di incentivazione nella remunerazione. Più rara che nelle altre società è anche la previsione di piani di successione, anche in questo caso dovuta al maggior ruolo degli azionisti di controllo in questi processi.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

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

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

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

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

#### ***3.1. Composizione dell'organo amministrativo***

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

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

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

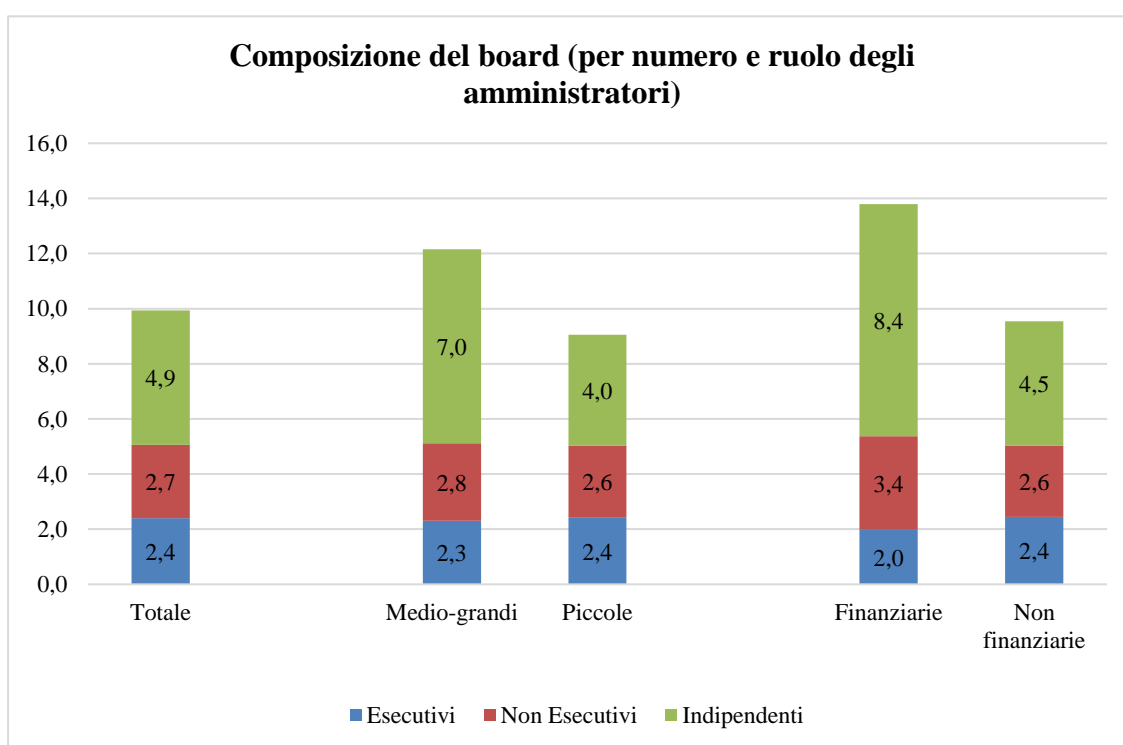
Nei Rapporti precedenti il Comitato, pur rilevando una buona *compliance* con le raccomandazioni del Codice sulla composizione del CdA, aveva raccomandato agli emittenti che vi aderiscono di verificare l'esistenza e l'adeguatezza delle spiegazioni fornite in caso di *non-compliance*. Anche alla luce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



progressivo allineamento degli emittenti alle raccomandazioni del Codice di autodisciplina in materia di composizione del consiglio di amministrazione.

È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA: nel 97% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società dualistiche) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti.

In generale, l'organo amministrativo vede un'equilibrata distribuzione di consiglieri appartenenti alle categorie previste dal Codice, con sensibili variazioni in relazione alla dimensione e al settore dell'emittente. Rispetto al 2018, i dati sono sostanzialmente stabili<sup>64</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

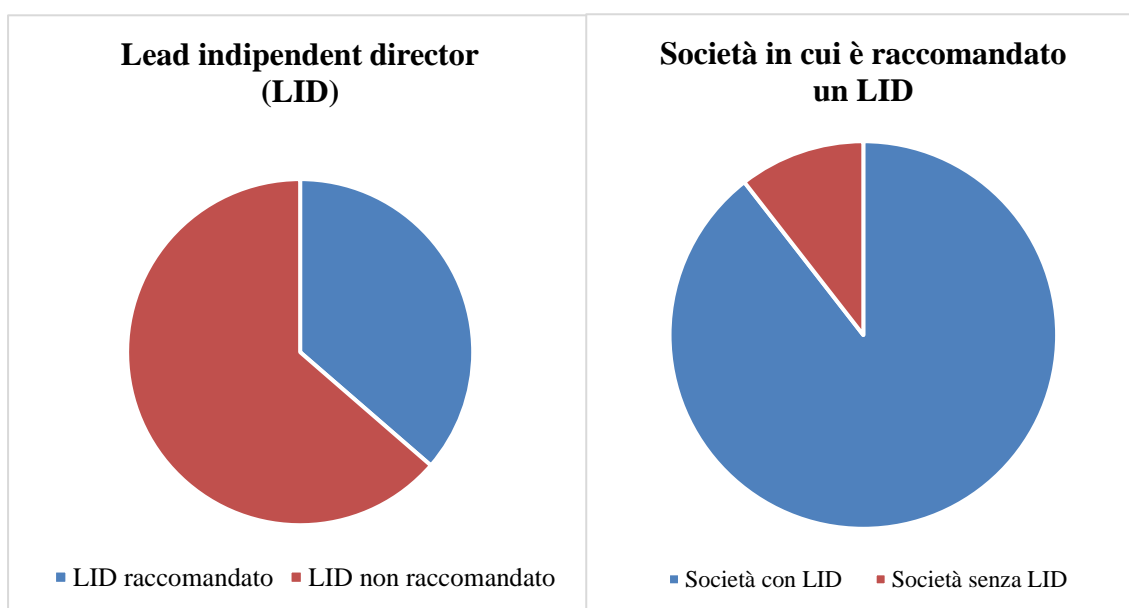
Tra le società che aderiscono al Codice, tutte dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo; nell'88% la società identifica l'amministratore che ricopre la carica di *chief executive officer* (in seguito anche solo "CEO"): il dato si riferisce all'informazione fornita dall'emittente stesso nella relazione sul governo societario, mentre in rari casi tale classificazione è stata individuata sulla base delle deleghe attribuite all'amministratore delegato; sei società identificano infine più CEO.

<sup>64</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 41.

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

La presenza del *lead independent director* è raccomandata, infatti, nei casi in cui la concentrazione di cariche crea maggiori opportunità di individuare adeguati contrappesi negli assetti di *governance*: i) il presidente del CdA è anche il principale responsabile della gestione (*Chair-CEO*); ii) il presidente del CdA è l'azionista di controllo della società.<sup>65</sup>

Il 36% delle società che aderiscono al Codice dichiara l'esistenza di una o di entrambe le situazioni sopra indicate. La maggior parte di tali società (89%, sostanzialmente stabile nel tempo)<sup>66</sup> ha proceduto all'effettiva designazione di un *lead independent director*; Circa metà delle società *non-compliant* ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura<sup>67</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

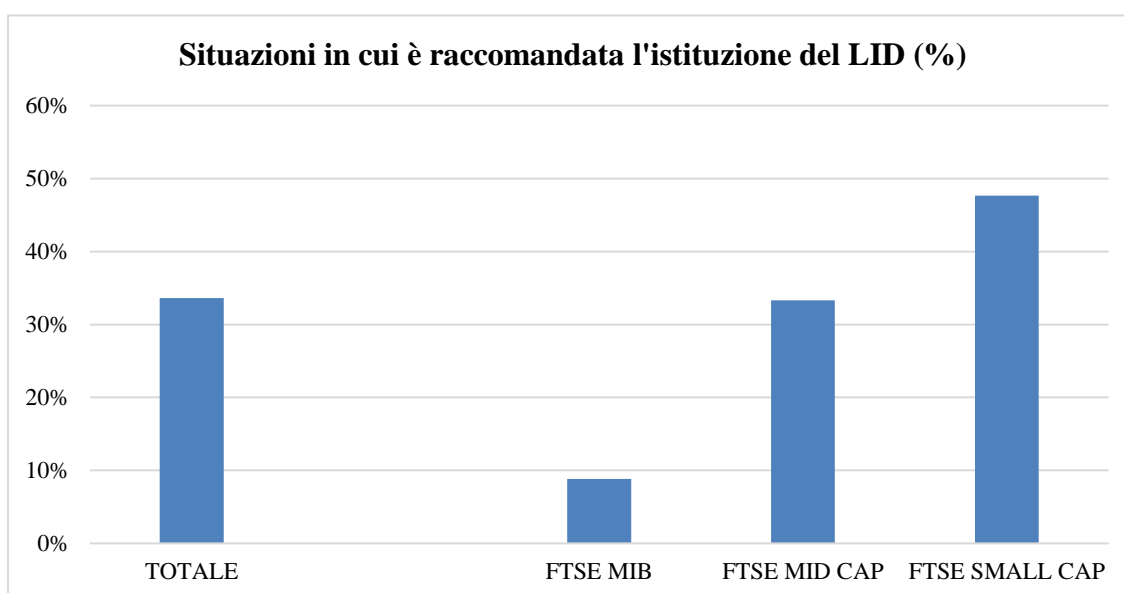
<sup>65</sup> Il Codice prevede una terza situazione in cui è raccomandata la nomina di un LID, limitata alle sole FTSE MIB.

<sup>66</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 52.

<sup>67</sup> Si tratta di 68 società che ricadono in una delle situazioni in cui è raccomandata la nomina del LID, di cui 63 ne hanno nominato uno. Nei restanti 5 casi, 3 società hanno fornito una spiegazione per la mancata applicazione della raccomandazione.

In circa un quarto delle società che non si trovano nelle condizioni in cui è raccomandata la nomina del LID (64% del campione), la nomina del LID è avvenuta su base volontaria<sup>68</sup>.

Il quadro varia secondo la dimensione delle società analizzate: il cumulo delle cariche che richiede la designazione del LID si verifica soltanto nel 9% delle FTSE MIB per salire al 33% nelle Mid Cap e al 48% nelle Small Cap. L'effetto dimensionale appare sempre più rilevante nel tempo, con un significativo progressivo calo di questo fenomeno nelle società più grandi e un significativo progressivo aumento nelle società di minori dimensioni, tipicamente familiari o comunque aventi assetti proprietari più concentrati, dove più frequentemente il Presidente coincide con l'azionista di controllo e/o il CEO della società<sup>69</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

Il livello di *compliance* (i.e. nomina del LID ove raccomandato) è tendenzialmente molto elevato e riflette, solo in parte, un lieve effetto dimensionale: le società grandi e medie sono sempre in linea con le raccomandazioni del Codice in merito alla nomina del LID, mentre le società di minori dimensioni registrano una *compliance* pari all'92%, in costante aumento rispetto agli anni scorsi<sup>70</sup>.

<sup>68</sup> Dati Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>69</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2018, p. 43 e 2019, p. 53.

<sup>70</sup> Le Small Cap tenute alla nomina del LID, hanno proceduto in tal senso nell'89%, nell'83% e nel 75% dei casi, rispettivamente nel 2019, nel 2018 e nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2019, p. 53.

### 3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo

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

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

L'importanza di un'adeguata informativa pre-consiliare e consiliare è stata sottolineata più volte dal Comitato nei suoi precedenti Rapporti<sup>71</sup> ed è stata oggetto di specifici interventi di revisione del Codice nel 2014, volti a sottolineare, seppur soltanto nel *commento* all'art. 1 del Codice, l'importanza del ruolo del presidente nella cura dell'adeguatezza e della completezza dell'informativa, che dovrebbe attivarsi anche nei casi in cui non sia stato possibile fornire la necessaria documentazione con congruo anticipo, assicurando adeguati e puntuali approfondimenti durante le stesse riunioni consiliari.

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

Le relazioni sul governo societario pubblicate nel 2020 contengono quasi sempre (97%) indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare<sup>72</sup>. Il 75% delle società che aderiscono al Codice ha quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo: l'applicazione del Codice appare su questo punto stabile rispetto al 2019 (75%)

---

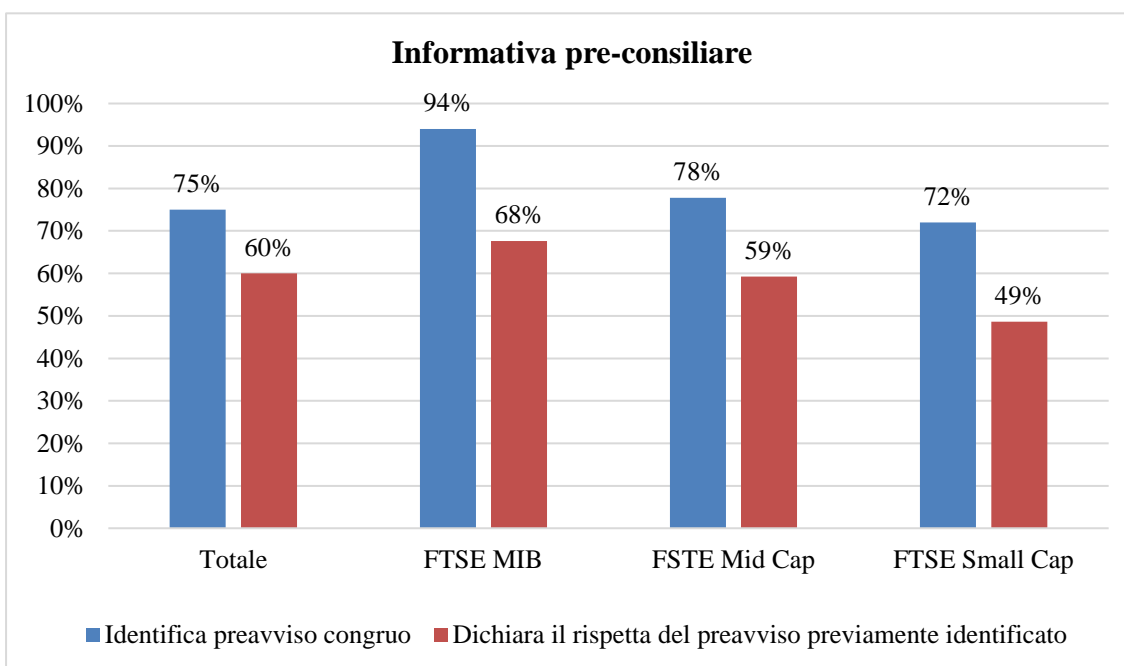
<sup>71</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2013*, pp. 10-11, *Relazione annuale 2014*, pp. 16-17, *Relazione annuale 2017*, p. 37 ss, *Relazione annuale 2018*, p. 44.

<sup>72</sup> Un dato che appare sostanzialmente stabile e in linea con gli anni precedenti. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 54; Id., *Relazione annuale 2018*, p. 45, che riporta anche l'evoluzione storica del dato.

e al 2018 (80%) ma comunque in lento ma progressivo miglioramento rispetto agli anni scorsi (75% nel 2017, 73% nel 2016, 71% nel 2015).

Il livello di adesione varia con la dimensione della società: la definizione *ex ante* del preavviso è più elevata tra le società di maggiori dimensioni (94%) mentre è più bassa nelle società medie (78%) e piccole (72%)<sup>73</sup>.

Quanto all'informativa che gli emittenti sono invitati a fornire *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso, solo il 60% delle società ha fornito informazioni sull'effettivo rispetto dei termini previsti, seppur in lieve aumento rispetto agli anni precedenti (nel 2019 era il 55%). Pur scontando un leggero effetto dimensionale (il livello di *compliance* è pari al 68% nelle FTSE Mib, al 59% nelle Mid Cap e al 49% nelle Small Cap), l'informativa sul rispetto effettivo del termine congruo per l'invio della documentazione al consiglio resta tra le aree critiche della *governance* delle società quotate italiane<sup>74</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

Rispetto alle raccomandazioni contenute nelle scorse raccomandazioni del Comitato<sup>75</sup>, si osserva inoltre che un numero significativo di società (35% di tutte le società che

<sup>73</sup> Nel 2019 l'identificazione di un termine di preavviso è stata riscontrata nell'88% delle società grandi, 85% nelle medie, mentre era pari al 67% nelle piccole. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 55.

<sup>74</sup> Il dato non mostra particolare miglioramento rispetto al 2019. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione 2019*, p. 55; Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>75</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Lettera 2018; Id, Lettera 2019.

aderiscono al Codice)<sup>76</sup> continua a fare riferimento a generiche ragioni di riservatezza quali esimenti al rispetto del termine da esse previamente identificato come congruo: si intendono in tal senso i casi in cui le ragioni di riservatezza sono addotte, in via preventiva, quali possibili giustificazioni per il mancato rispetto del termine di preavviso o, in generale, per un' informativa meno tempestiva ai consiglieri; si tratta di casi in cui la società non prevede, come raccomandato dal Comitato<sup>77</sup> e anche dal nuovo Codice di Corporate Governance<sup>78</sup>, adeguati presidi alternativi in presenza di tali fattispecie.

Come già osservato dal Comitato nei precedenti rapporti, il richiamo ai motivi di riservatezza appare incoerente con le *best practice* in materia e con gli obblighi di riservatezza che già gravano sui componenti degli organi sociali; inoltre si osserva che, in molte occasioni, il richiamo a tali ragioni appare incongruo rispetto alla prassi, dichiarata espressamente dalla società, di utilizzare piattaforme *on-line* o strumenti equivalenti che hanno il pregio di assicurare ulteriori livelli di tutela alla riservatezza delle informazioni trasmesse ai consiglieri<sup>79</sup>.

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

L' adeguatezza dell' informativa pre-consiliare continua, dunque, ad emergere tra le principali aree di *non-compliance* analizzate dal Comitato e tra le aree di miglioramento segnalate dagli stessi amministratori ad esito del processo di autovalutazione.

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

Il *criterio applicativo* 1.C.6. del Codice prevede che il presidente del CdA possa chiedere, anche su indicazione di uno o più consiglieri, agli amministratori delegati la

---

<sup>76</sup> Sostanzialmente stabile rispetto al dato rilevato nel 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione 2018, p. 46.

<sup>77</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2018, p. 46.

<sup>78</sup> Cfr. Codice di Corporate Governance 2020, *raccomandazione* 11, nella parte in cui chiarisce che le ragioni di riservatezza dovrebbero essere *trattate "in modo da non pregiudicare la tempestività e la completezza dei flussi informativi"*.

<sup>79</sup> Circa un terzo delle società che aderiscono al Codice dichiara l' utilizzo di portali dedicati alla circolazione dell' informativa pre-consiliare; circa il 42% delle società che richiamano l' esimente della riservatezza dichiarano anche l' utilizzo di tali portali che dovrebbero ragionevolmente escludere l' esimente sopra richiamata. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

partecipazione alle riunioni consiliari dei dirigenti competenti secondo la materia, onde fornire gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno.

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

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2020 si evince che il 76% delle società che aderiscono al Codice indica che la partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio di amministrazione ha effettivamente avuto luogo<sup>80</sup>.

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

#### *3.3.1. Board evaluation*

Il Codice di autodisciplina raccomanda ai consigli di amministrazione di effettuare, almeno annualmente, l'autovalutazione del consiglio e dei propri comitati ed esprimere all'esito della stessa, in vista del rinnovo del consiglio, gli orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna.

Le informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario su questo tema riportano un quadro sostanzialmente stabile nel tempo: anche quest'anno la maggior parte delle società che aderiscono al Codice (pari all'86% del totale<sup>81</sup>) ha comunicato di avere condotto l'attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione.

Come già rilevato nel 2018, il grado di adesione appare elevato e sostanzialmente equivalente nelle società medio-grandi (95%)<sup>82</sup> e nelle società di minori dimensioni (89%); entrambi i dati registrano un graduale aumento rispetto ai dati commentati nel Rapporto 2019<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>81</sup> Dato stabile nel tempo. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>82</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>83</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2020, p. 58; Assonime-Emittenti Titoli 2020.

Delle 30 società che aderiscono al Codice e non hanno effettuato l'autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, poco meno della metà (13 società, in lieve aumento rispetto agli anni scorsi)<sup>84</sup> spiega le ragioni dello scostamento dal Codice: esse sono, in alcuni casi, legate a ragioni contingenti legate alla recente quotazione, alle recenti modifiche nella composizione del consiglio e alla sua prossima nuova nomina del consiglio; nelle società di minori dimensioni la ragione è invece legata alla valutazione del CdA circa l'opportunità di non formalizzare il processo di autovalutazione e mantenere pertanto una forma di valutazione del consiglio e dei suoi comitati a livello più informale, in occasione delle diverse riunioni consiliari<sup>85</sup>.

Il 90% delle società che aderiscono al Codice e hanno realizzato l'autovalutazione nel 2020 hanno comunicato almeno qualche elemento delle sue modalità di svolgimento<sup>86</sup>.

Il livello di *compliance*, seppur generalmente elevato, risulta proporzionalmente legato alle dimensioni della società: tutte le società di maggiori dimensioni che dichiarano di condurre la *board review* forniscono anche informazioni in merito alle modalità con cui viene condotta. La percentuale si abbassa – rimanendo comunque molto elevata – nelle società di medie dimensioni (94%) e nelle società più piccole (84%). Il dato appare sostanzialmente stabile nel tempo<sup>87</sup>.

La valutazione dei singoli consiglieri è stata condotta in un numero molto limitato di società quotate, tendenzialmente di maggiori e medie dimensioni<sup>88</sup>.

Nella maggior parte dei casi (78%) le società dichiarano di aver condotto l'autovalutazione mediante l'uso di questionari, mentre soltanto un numero più ridotto di società ha adottato lo strumento dell'intervista (26%). Talvolta i due strumenti sono utilizzati cumulativamente (23%)<sup>89</sup>.

---

<sup>84</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020. Erano 10 nel 2019, 11 nel 2018 e 9 nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 59.

<sup>85</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>86</sup> Dato uguale al 2019 e migliorativo rispetto all'85% del 2018, 84% del 2017 e 81% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 59.

<sup>87</sup> Le società di minori dimensioni dimostrano comunque un miglioramento nel tempo: rispetto alla sostanziale stabilità del dato attuale con l'85% del 2019, il dato appare comunque in miglioramento se comparato con il 76% del 2018. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 59.

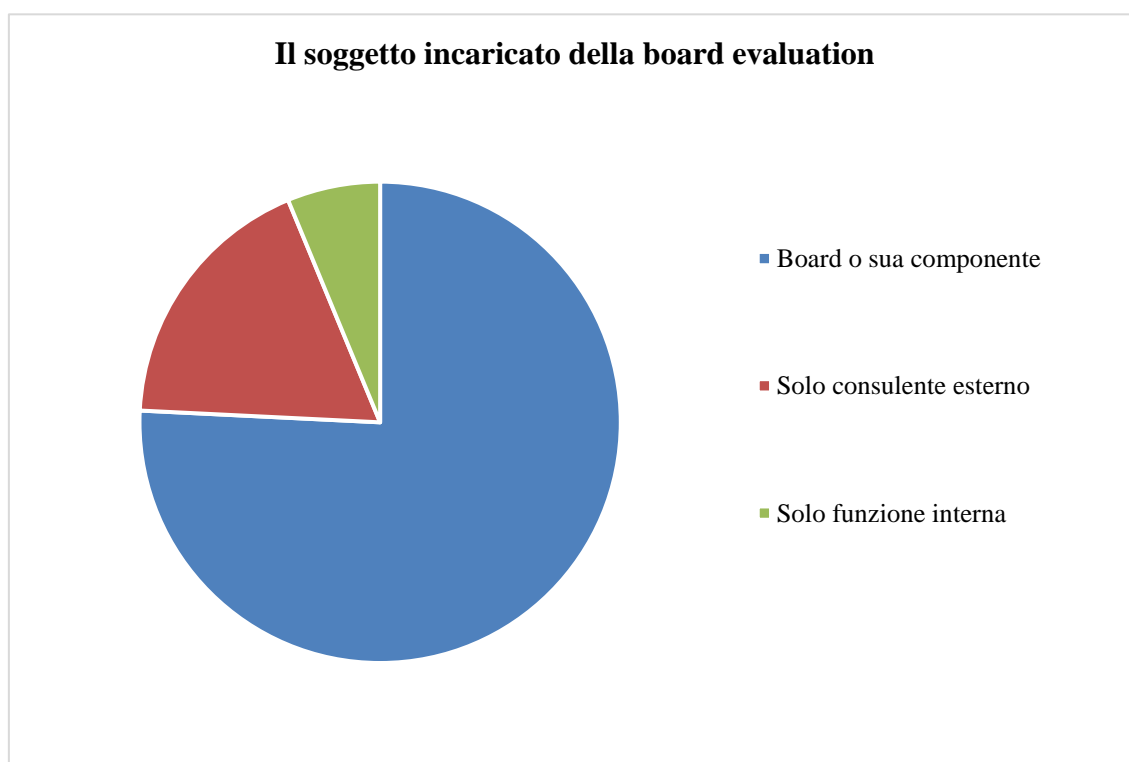
<sup>88</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>89</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.



Soltanto il 72% delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation* fornisce anche informazioni in merito al soggetto incaricato della relativa attività<sup>90</sup>: la maggior parte di queste società affida l'istruttoria a uno o più soggetti interni alla società (il 48% indica un comitato consiliare, l'13% il Presidente, il 23% uno o più amministratori indipendenti, il 36% una o più funzioni interne, come, ad esempio, quella di "affari societari")<sup>91</sup>; in circa un terzo di questi casi il soggetto interno è affiancato anche da un consulente esterno.

Si osserva, in particolare, una significativa riduzione del numero di società che ha svolto l'attività di autovalutazione affidandola esclusivamente al consulente esterno (13%) o soltanto a una funzione interna (4%)<sup>92</sup>; l'assenza di una supervisione del consiglio nella *board review* era stata criticata nella Lettera 2018 del Comitato<sup>93</sup>.



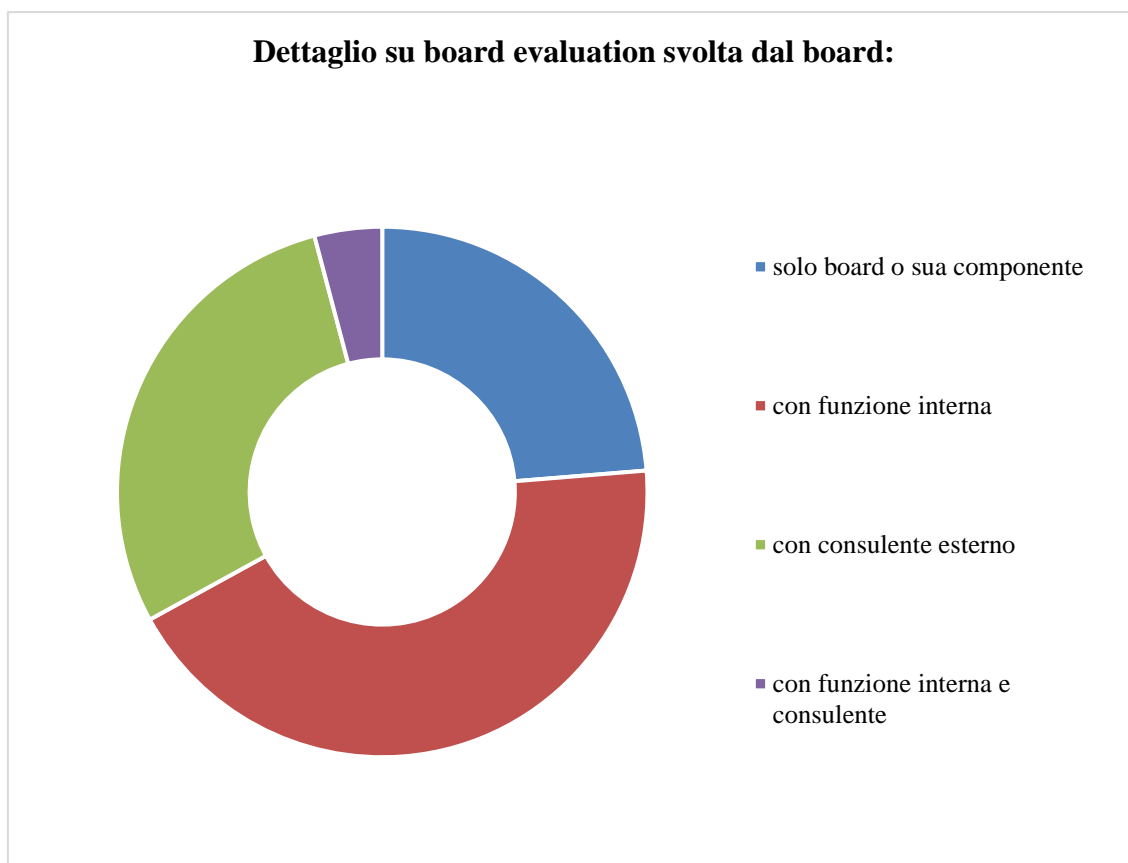
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

<sup>90</sup> Dato in lieve aumento rispetto al 2019 (70%). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>91</sup> Rispetto al 2019, appare in lieve aumento la prassi di incaricare dell'istruttoria il presidente del *board* (da 11 al 13%) o un singolo consigliere (da 20 al 23%). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 60.

<sup>92</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>93</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2018*, p. 50.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

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

La maggior parte delle società che aderiscono al Codice e che hanno affidato la *board review* a un consulente esterno ha fornito informazioni sulla sua identità (93%), mentre soltanto il 52% ha indicato l'eventuale prestazione (o l'assenza) di altri servizi da parte del consulente<sup>94</sup>.

Nel 2017 il Comitato<sup>95</sup> aveva auspicato che l'autovalutazione fosse estesa all'esame dell'efficace funzionamento del *board*, comprendendo, a tal fine, sia l'approvazione di piani strategici sia il monitoraggio sull'andamento della gestione e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Dagli esiti di alcune autovalutazioni,

---

<sup>94</sup> Dato tendenzialmente stabile nel tempo. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 60.

<sup>95</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 45.

la cui pubblicazione non è comunque raccomandata dal Codice, si osserva come alcuni consigli abbiano proposto tra le aree di miglioramento proprio l'opportunità di dedicare maggiore e migliore approfondimento ai temi strategici rispetto a quelli di *compliance* e regolamentari.

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

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

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

L'espressione di tali orientamenti è riscontrabile circa nella metà delle società che hanno operato il rinnovo nel 2019<sup>96</sup>.

Il livello di adesione in merito agli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale risulta ancora basso e sostanzialmente allineato ai dati censiti negli anni precedenti<sup>97</sup>; in ogni caso è osservabile un miglioramento del grado di adesione a questa raccomandazione rispetto al 2017 e al 2016, quando l'orientamento è stato espresso rispettivamente da un terzo e un quarto dei consigli prossimi al rinnovo.

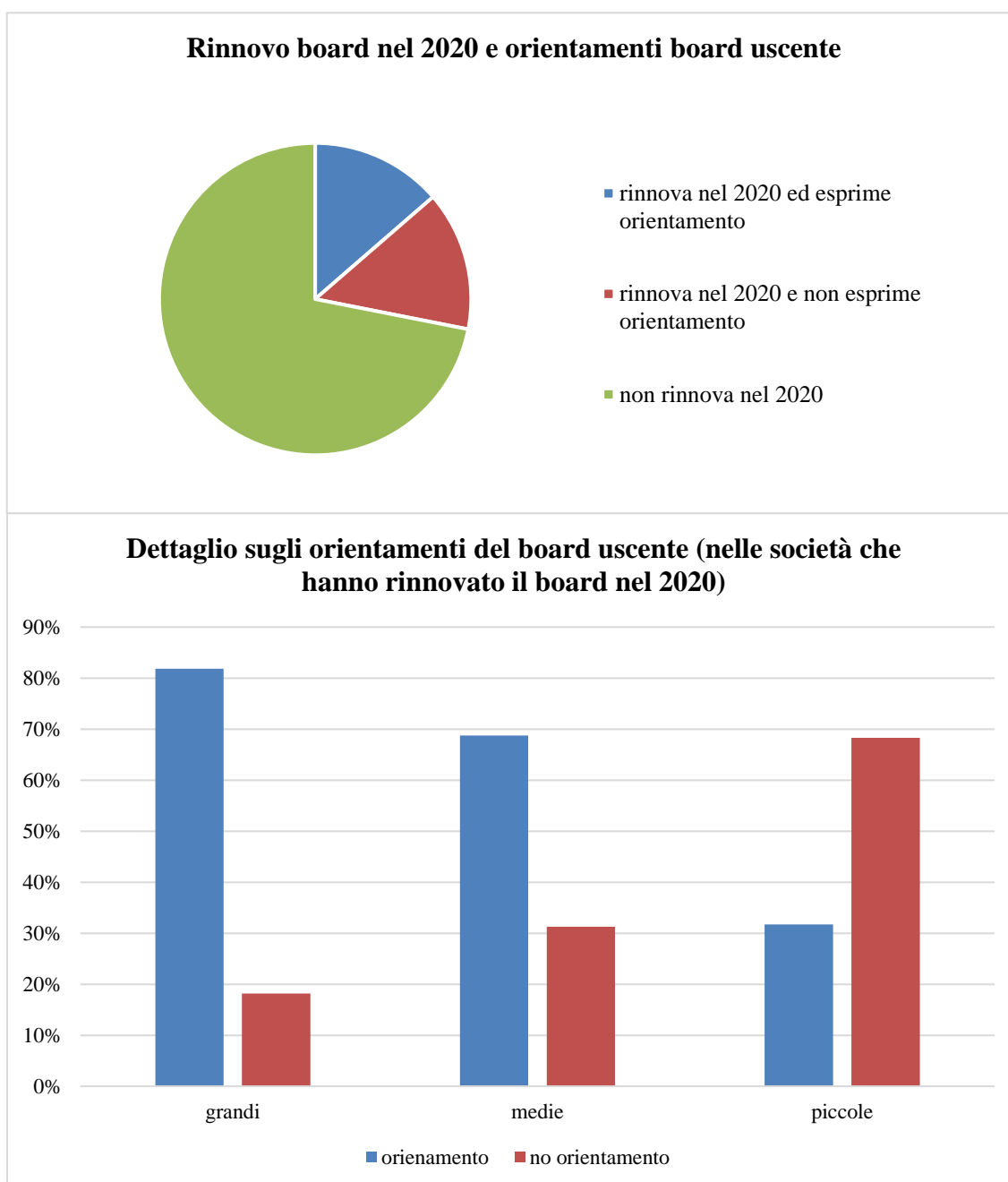
Un'analisi approfondita del dato fornisce, inoltre, una chiara distinzione tra società di maggiori e minori dimensioni: nelle società grandi la *compliance* è decisamente più elevata (82%) rispetto a quella delle medie (69%) e soprattutto alle società di piccole dimensioni (32%)<sup>98</sup>.

---

<sup>96</sup> Si tratta del 49% delle società che hanno effettuato il rinnovo nel 2020. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>97</sup> Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 62.

<sup>98</sup> Dato in lieve aumento per le società di medie dimensioni. Cfr. Comitato Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 62.



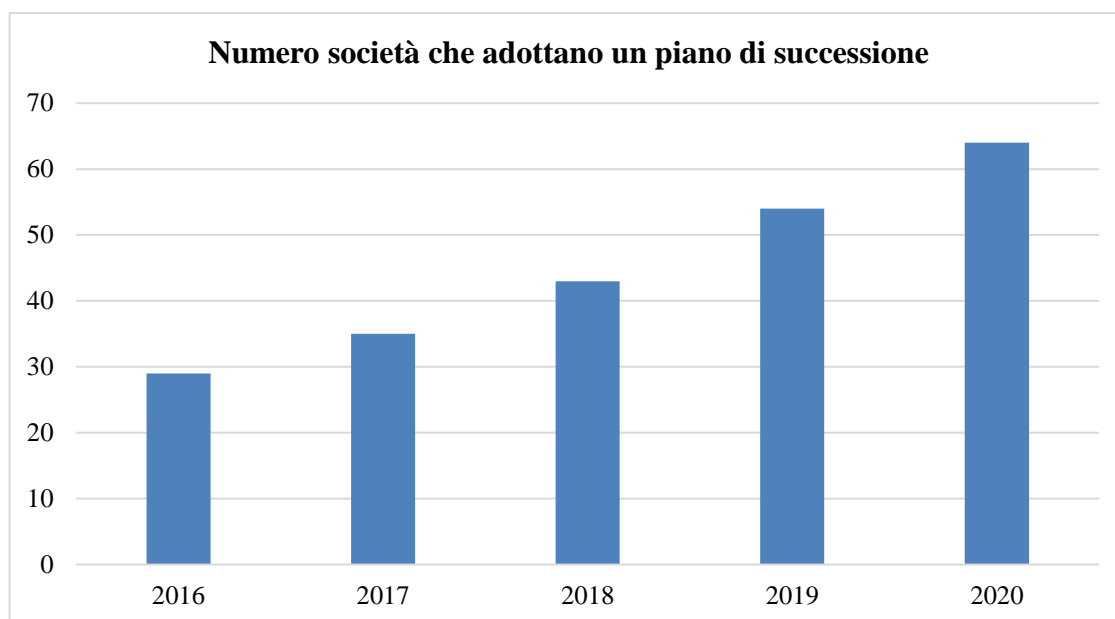
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

### 3.3.3. Piani di successione

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

Dalle relazioni sul governo societario risulta che 193 società<sup>99</sup> hanno valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi.

Soltanto 64 dichiarano l'esistenza di uno o più piani; quest'ultimo dato appare comunque in miglioramento rispetto agli anni precedenti (le società dotate di un piano erano 54 nel 2019, 43 nel 2018, 35 nel 2017, 29 nel 2016)<sup>100</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

La previsione di un piano di successione è fortemente condizionata dalle dimensioni della società ed è più frequente in quelle a più elevata capitalizzazione: ciò avviene nel 68% delle società di grandi dimensioni a fronte del 33% nelle medie e al 21% nelle piccole. Pur giocando la dimensione della società un peso significativo nel grado di adesione alla raccomandazione in commento, si osserva che l'aumento è comunque graduale anche nelle società di medie e minori dimensioni. Quanto al fattore settoriale, le società soggette alla vigilanza prudenziale, molte delle quali sostanzialmente obbligate ad adottare un piano, registrano un grado di *compliance* superiore alla media: un piano è previsto dal 68% delle società finanziarie rispetto al 27% delle non finanziarie<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>100</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020, 2019, 2018, 2017, 2016.

<sup>101</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

### 3.4. Amministratori indipendenti

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

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

Le informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario presentano un elevato e stabile allineamento delle società quotate con le raccomandazioni del Codice: a fine 2019 quasi tutte le società FTSE MIB avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti<sup>102</sup>; circa il 96% delle altre società che aderiscono al Codice è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti<sup>103</sup>.

Quanto alla qualità dell’informativa fornita sulla concreta applicazione della qualifica di indipendenza (da Codice) degli amministratori, si ricorda che l’elenco dei parametri forniti dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice non è tassativo e che gli emittenti sono invitati ad applicarli con prevalenza della sostanza sulla forma.

Come precisato nel *commento* all’art. 3, l’emittente è libero di effettuare la valutazione di indipendenza anche alla luce di criteri diversi, in tutto o in parte, “*dandone adeguata e motivata comunicazione al mercato*”.

#### 3.4.1. Applicazione dei criteri di indipendenza

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

La *disapplicazione* sistematica, cioè a prescindere dalla valutazione dei singoli consiglieri, di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione

---

<sup>102</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>103</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

dell'indipendenza è piuttosto rara (8% delle società)<sup>104</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 quali ricorrono tuttavia a generiche considerazioni circa l'opportunità di non applicare il criterio.

Alcune società non hanno disapplicato in via generale, invece, i criteri del Codice, ma hanno *valutato*, nel caso concreto, l'indipendenza del singolo amministratore, nonostante la insussistenza formale di una delle condizioni sintomatiche individuate dal Codice, *in virtù del principio della "prevalenza della sostanza sulla forma"* (sancito dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice; tale applicazione sarà in seguito indicata come "applicazione sostanzialista"); si tratta di 27 società (13% delle società che aderiscono al Codice). Tutte le società che aderiscono al Codice e disapplicano uno o più criteri con *"prevalenza della sostanza sulla forma"* forniscono una giustificazione con riferimento al caso concreto, riportando informazioni, più o meno specifiche, in relazione ai singoli amministratori interessati<sup>105</sup>.

Complessivamente, quindi, un quinto delle società quotate disapplica uno o più criteri in via generale o ha valutato l'indipendenza in maniera sostanziale pur in presenza di indici di non indipendenza: il dato appare in lieve miglioramento rispetto al 2019<sup>106</sup>.

Più elevato è invece il numero di società (59) con amministratori qualificati indipendenti che appaiono ricadere in una o più situazioni che potrebbero pregiudicare la relativa indipendenza (cosiddetti *"indipendenti a rischio"*), in ragione della loro assunzione di cariche di vertice, della permanenza in carica oltre i nove anni (negli ultimi dodici) raccomandati dal Codice e di una remunerazione aggiuntiva particolarmente elevata<sup>107</sup>.

Tali situazioni a rischio sono state riscontrate con riferimento a 88 consiglieri indipendenti che siedono in circa un terzo delle società quotate che aderiscono al Codice (in 59 società).

Il numero degli amministratori indipendenti *"a rischio"* è dunque ancora significativo, seppur in costante diminuzione sia in termini di singoli amministratori (erano 104 nel

---

<sup>104</sup> Si tratta di 17 società che hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

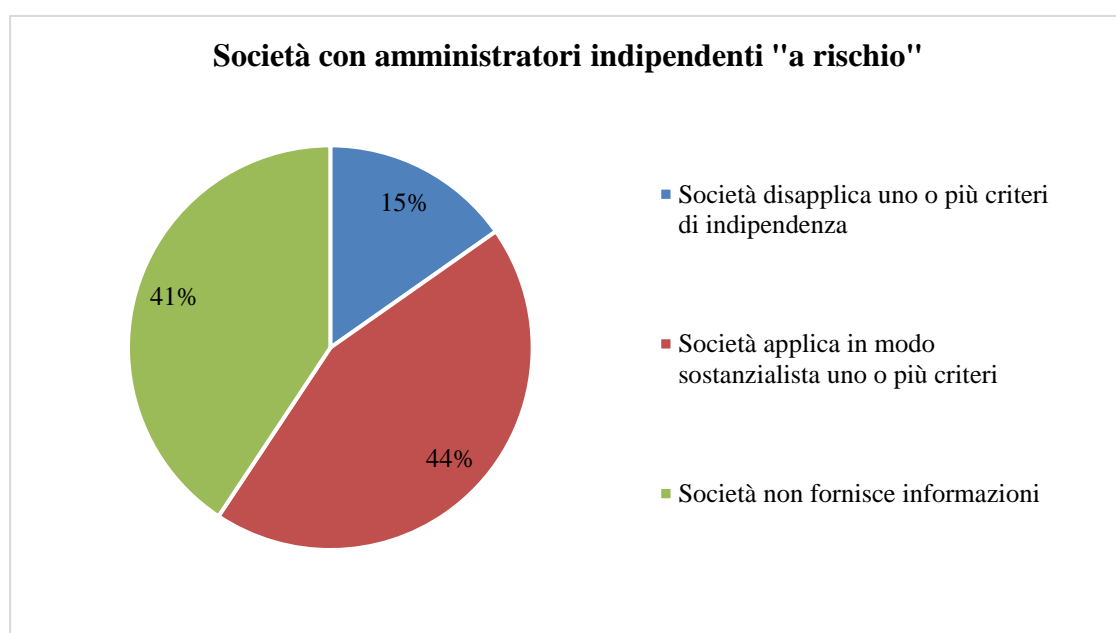
<sup>105</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2019.

<sup>106</sup> Nel 2019 erano circa un quarto. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 65; Assonime-Emittenti Titoli 2020, 2019.

<sup>107</sup> Con riferimento a quest'ultima, il Comitato segue il criterio quantitativo adottato da Assonime che considera elevata la remunerazione dell'indipendente che supera il doppio della remunerazione fissa percepita dagli altri non esecutivi e indipendenti della società di riferimento.

2019, 123 nel 2018 e 133 nel 2017) che di società (erano 68 nel 2019, 84 nel 2018 e 87 nel 2017).

Analizzando le informazioni fornite sul punto nelle relazioni sul governo societario, si osserva che in poco meno della metà dei casi (41%) le società non forniscono alcuna spiegazione per la sussistenza delle situazioni di “rischio”, mentre nei restanti casi ne dichiarano rispettivamente la disapplicazione (15%) o l’applicazione sostanzialista (44%).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

In un numero limitato di società le situazioni a rischio riguardano più di un consigliere, con il risultato che tali anomalie possono talvolta pesare anche su una parte significativa della componente indipendente. Gli indipendenti “a rischio” pesano in media il 33% della componente indipendente dei relativi consigli di amministrazione; peso che sale al 53% della componente indipendente nei casi in cui la società abbiano due o più indipendenti “a rischio” con un conseguente effetto negativo su tutti gli istituti che attribuiscono un ruolo particolare a tale categoria di amministratori (a partire dai comitati endo-consiliari)<sup>108</sup>. Le citate criticità non sembrano influenzate dall’effetto dimensionale delle società analizzate: gli indipendenti “a rischio” sono presenti nel 31% delle società medio-grandi e nel 30% delle società di piccole dimensioni<sup>109</sup>. L’assenza di una spiegazione dei

<sup>108</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>109</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.



casi di disapplicazione è proporzionalmente più frequente nelle società medio-grandi (15%) rispetto alle società piccole (10%)<sup>110</sup>.

Appare sostanzialmente stabile, e raro, che le società offrano nelle relazioni sul governo societario informazioni in merito alla valutazione della significatività dei rapporti che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza (9% delle società che aderiscono al Codice).

A fronte del rilievo attribuito dal Codice e dal quadro regolamentare agli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare in materie di particolare rilevanza e delicatezza, il Comitato osserva come una applicazione meno rigorosa dei criteri indicati dal Codice possa incidere significativamente sull'efficacia e sull'adeguatezza dei sistemi di *governance*.

#### 3.4.2. Riunioni degli amministratori indipendenti

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

Dalle relazioni pubblicate nel 2020, risulta che il 76% delle società che hanno almeno due amministratori indipendenti riferisce l'avvenuta riunione di soli amministratori indipendenti; il dato appare in graduale aumento rispetto al 75% del 2019, al 73% del 2018, al 68% del 2017 e, soprattutto, al 59% del 2016<sup>111</sup>. Il livello di *compliance* varia con riferimento alla dimensione degli emittenti: la percentuale sale all'91% nelle società di grandi dimensioni, per scendere gradualmente al 83% delle società di medie dimensioni e al 68% delle piccole<sup>112</sup>. I dati sono sostanzialmente stabili nel tempo e appaiono influenzati principalmente dal fattore dimensionale; il principale miglioramento è osservabile nelle società di medie dimensioni, dove dal 74% all'83%<sup>113</sup>.

---

<sup>110</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>111</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 68.

<sup>112</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>113</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 68.

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>114</sup>. Il dato appare stabile nel tempo; anche in questo caso il principale miglioramento è osservabile nelle società di medie dimensioni, dove sale dal 43% al 56%<sup>115</sup>.

### 3.5. *Comitati consiliari*

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

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

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

#### 3.5.1. *Comitato per le nomine*

Il comitato per le nomine è stato costituito nel 69% delle società che aderiscono al Codice, dimostrando un lieve ma costante miglioramento nel tempo<sup>116</sup>. Il livello di adesione è influenzato dal dato dimensionale: le società di maggiori dimensioni istituiscono molto

---

<sup>114</sup> La spiegazione è fornita sempre dalle società grandi, dal 56% delle medie e dal 51% delle società di minori dimensioni. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>115</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 68.

<sup>116</sup> In lieve aumento rispetto al 65% del 2019, al 62% del 2018 e al 59% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 69.

più frequentemente un comitato per le nomine (88%) rispetto alle medie (74%) e alle piccole (61%)<sup>117</sup>.

Il comitato per le nomine è frequentemente (69% dei casi)<sup>118</sup> unificato, tendenzialmente con il comitato per le remunerazioni<sup>119</sup>. L'analisi di quest'anno evidenzia un aumento significativo delle società (61%) che, avendo unificato il comitato per le nomine con altro comitato consiliare, hanno fornito, come raccomandato dal Comitato nei suoi precedenti Rapporti<sup>120</sup>, una chiara informazione sulle attività svolte in qualità delle competenze tipiche dell'uno e dell'altro. Nel 2019, infatti, questa informazione è stata fornita da meno della metà dei casi, mentre nel 2018 riguardava meno di un quinto delle società con comitato nomine unificato ad altri comitati consiliari<sup>121</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 (94%)<sup>122</sup>. La giustificazione fornita è spesso di carattere formale: le società fanno genericamente riferimento al quadro normativo esistente e, in particolare, al sistema del "voto di lista". In alcuni altri casi la motivazione è fondata sugli assetti proprietari della società e sul ruolo propositivo svolto dall'azionista di riferimento. Altre società hanno fatto riferimento alla facoltà di non costituire il comitato in presenza di determinate condizioni, offerta dal *criterio applicativo* 4.C.2., attribuendo le sue funzioni al *plenum* del consiglio.

Nei casi in cui è stato istituito un comitato per le nomine autonomo (i.e. non unificato con altri comitati), la sua composizione è quasi sempre (94% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti)<sup>123</sup>.

### 3.5.2. Comitato per le remunerazioni

Il comitato per le remunerazioni è presente nel 97% delle società che aderiscono al Codice. Le poche società che non hanno costituito tale comitato, forniscono una

---

<sup>117</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>118</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020. Si tratta di 100 casi, anche essi in aumento rispetto ai 93 e 84 rispettivamente nel 2019 e nel 2018. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 69.

<sup>119</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>120</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazioni annuali 2019, 2018 e 2017*.

<sup>121</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*; Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>122</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>123</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

giustificazione<sup>124</sup>. La sua composizione è quasi sempre in linea con le raccomandazioni del Codice (92% dei casi). Come nel 2019, delle 8 società che aderiscono al Codice e che presentano un comitato con composizione *non-compliant* con quella raccomandata, soltanto due hanno fornito una spiegazione<sup>125</sup>.

### 3.5.3. Comitato controllo e rischi

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla maggior parte delle società quotate italiane: si tratta del 98% di tutte le società che aderiscono al Codice<sup>126</sup>.

Delle poche società (4) che non hanno istituito il comitato, quasi tutte hanno fornito una adeguata spiegazione della disapplicazione<sup>127</sup>.

La composizione del comitato controllo e rischi è nel 97% dei casi in linea con le raccomandazioni del Codice. Quasi tutte le 7 società che aderiscono al Codice forniscono una spiegazione della disapplicazione<sup>128</sup>.

## 3.6. Politica sulla remunerazione

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

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

---

<sup>124</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>125</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>126</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020. Dato che segna una continuità con gli anni precedenti, cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 71.

<sup>127</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>128</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

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

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

La componente fissa dovrebbe essere sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore (in caso di mancata erogazione di quella variabile (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. c)), mentre la componente variabile dovrebbe rappresentare una parte significativa del compenso complessivo ed essere legata al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance* che siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. d)).

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

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

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

Le informazioni sull'applicazione dell'art. 6 sono contenute nelle relazioni sul governo societario<sup>129</sup>, nelle relazioni sulla remunerazione<sup>130</sup> e dagli appositi comunicati stampa sulle indennità di fine carica eventualmente erogate.

Nel 2020, la politica per la remunerazione è stata destinataria della prima attuazione della nuova disciplina europea in materia di remunerazioni. Una disciplina che – insieme agli altri temi toccati dalla Direttiva 2017/828/UE (cd. SHRD II) – tocca alcuni aspetti fondamentali del rapporto tra società e mercato e mira a un obiettivo ambizioso, ossia di favorire il dialogo e costruire un comune orientamento di società e investitori a favore del perseguimento di risultati di lungo termine.

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

Quanto al rapporto con il mercato, durante la scorsa stagione assembleare le politiche sono state sottoposte per la prima volta al voto vincolante dei soci in tutte le società quotate<sup>131</sup>.

### 3.6.1. Remunerazione variabile

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

---

<sup>129</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>130</sup> Redatte dalle società quotate italiane in conformità all'art. 123-ter TUF e le relative disposizioni attuative. La relazione è composta da due sezioni: la prima sezione riporta la politica adottata dal consiglio e sottoposta al voto consultivo in assemblea, mentre la seconda sezione fornisce un'indicazione dettagliata, su base individuale, delle remunerazioni effettivamente corrisposte ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e, in forma aggregata, salvo particolari circostanze, ai dirigenti con responsabilità strategiche.

<sup>131</sup> Cfr. art. 123-ter, comma 6, TUF.

Nelle società che aderiscono al Codice, l'89% delle politiche prevede la corresponsione di una componente variabile per gli amministratori esecutivi: tale prassi è quasi sempre presente tra le società di dimensioni grandi e medie (rispettivamente nel 100% e nel 94% dei casi), mentre risulta un po' meno frequente tra le piccole (83%)<sup>132</sup>.

### 3.6.1.1. Parametri di riferimento della remunerazione variabile

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

La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 97% delle società che aderiscono al Codice e che prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi; un dato in lieve aumento ma comunque sostanzialmente stabile nel tempo<sup>133</sup>.

I parametri scelti possono essere diversi: molto frequente è il riferimento a indicatori di matrice contabile (96% dei casi) mentre è in aumento il riferimento a obiettivi "di *business*" (66% dei casi, in graduale e costante aumento rispetto al 63% nel 2019 e al 57% nel 2018).

Nel 59% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al valore di mercato delle azioni (piani *stock-based*), in calo rispetto al 66% del 2019<sup>134</sup>.

Il legame con l'andamento del titolo rimane più frequente nelle società grandi; al contempo, la diminuzione dei compensi *stock-based* è dovuta proprio alle scelte delle società del FTSE-Mib, dove si riscontra nell'82% dei casi rispetto al 91% registrato nel 2019, e delle società finanziarie, dove cala all'81% rispetto al 94% del 2019<sup>135</sup>. Il dato appare in diminuzione nelle società di piccole dimensioni (41%, in calo rispetto al 54%

---

<sup>132</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020. Dato stabile nel tempo, cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 77.

<sup>133</sup> Le variazioni sono nell'ordine di circa tre punti percentuali. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 78.

<sup>134</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 78.

<sup>135</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 78.

del 2019); un'inversione di tendenza rispetto agli anni scorsi<sup>136</sup>. La presenza di piani *stock-based* è invece stabile nelle società del Mid Cap (73% rispetto al 72% del 2019).

Anche nel 2020 si è confermata la recente tendenza all'aumento delle società la cui politica di remunerazione prevede la possibilità di erogare compensi *una tantum*, il cui ammontare dipende prevalentemente da una valutazione *ex post* del consiglio di amministrazione; in alcuni casi la somma erogabile ha un limite massimo (*cap*).

I bonus *ad hoc* sono previsti nel 41% delle società quotate, rispetto al 40% del 2019, al 37% del 2018, al 31% del 2017 e al 25% del 2016. La possibile erogazione di questi compensi è quasi sempre legata all'eventuale compimento di operazioni straordinarie e di importante valore strategico, e dunque alla creazione di valore<sup>137</sup>.

In alcuni marginali casi i bonus *ad hoc* sembrano svolgere una funzione sostitutiva della remunerazione variabile: ciò accade in cinque società quotate, tutte di minori dimensioni, che prevedono la possibile erogazione di premi monetari *ad hoc* mentre non prevedono alcun tipo di compenso variabile per gli amministratori esecutivi; due società motivano esplicitamente la propria scelta, collegandola all'opportunità di prevedere compensi idonei a trattenere specifiche figure professionali<sup>138</sup>.

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

La componente variabile della remunerazione è legata a obiettivi sia di breve che di medio-lungo termine circa nel 73% dei casi; soltanto a obiettivi di breve termine nel 19% dei casi, mentre ha un esclusivo orientamento al lungo termine nel 8% dei casi<sup>139</sup>.

Complessivamente, dunque, circa l'81% delle società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi lega almeno una componente di tale remunerazione a obiettivi pluriennali; come in passato, la previsione di tali componenti è più frequente nelle società di maggiori dimensioni<sup>140</sup>.

---

<sup>136</sup> Nel 2019, le società dell'indice Small Cap avevano registrato, infatti, un aumento delle componenti variabili legate al valore delle azioni. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 78.

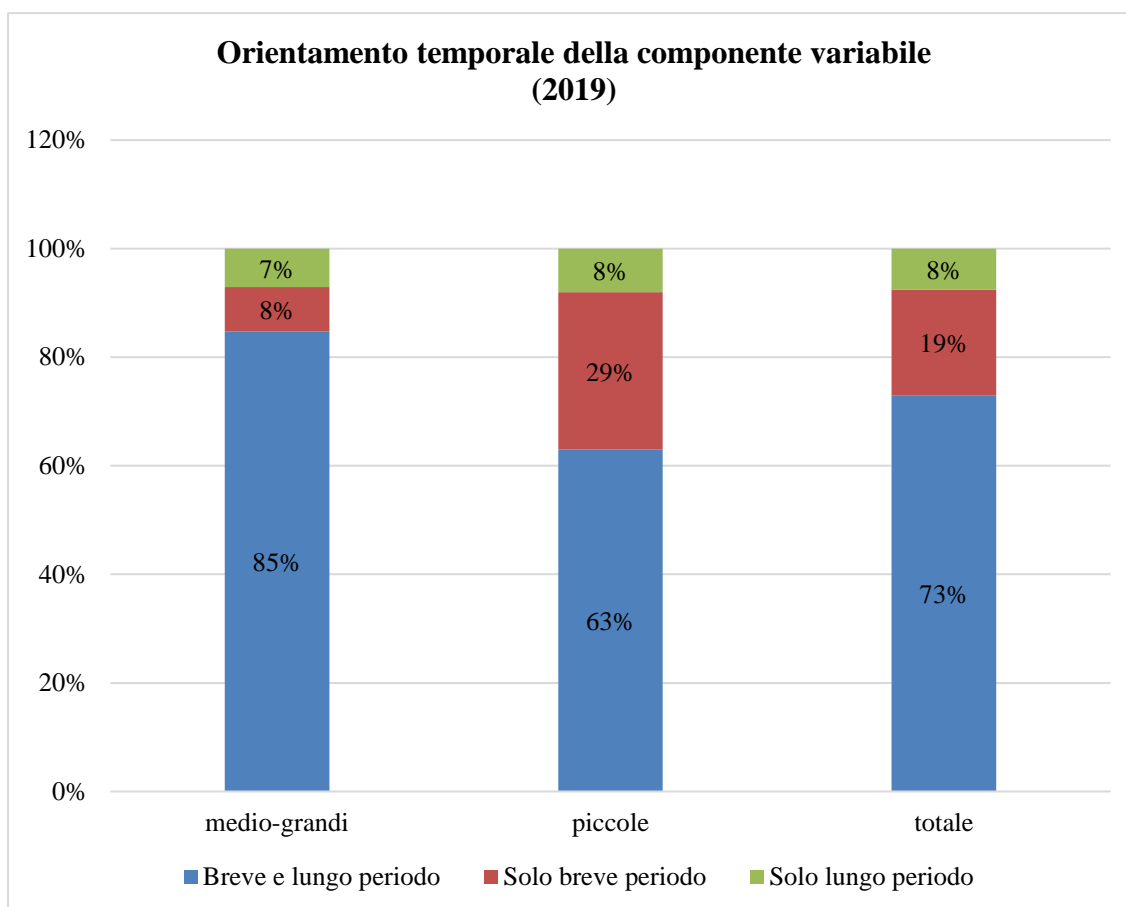
<sup>137</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>138</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>139</sup> I dati sono sostanzialmente stabili, con un lieve aumento dei casi in cui le politiche prevedono soltanto obiettivi pluriennali (18% rispetto al 6% nel 2019). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 79.

<sup>140</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 79.





Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

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

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

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

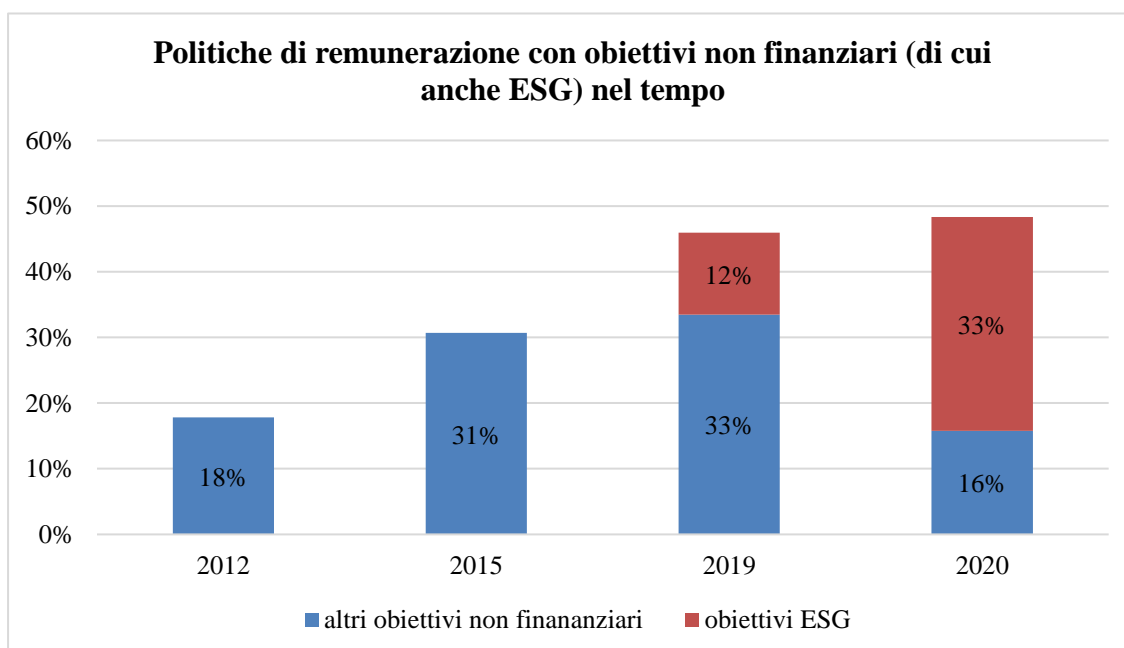
Per gli amministratori destinatari di deleghe gestionali, il Codice raccomanda, inoltre, che la loro remunerazione sia legata per *“una parte significativa (...) al raggiungimento di specifici obiettivi di performance, anche di natura non economica”* (principio 6.P.2.).

Al riguardo, come precedentemente osservato, il riferimento a obiettivi “di *business*”, dunque non legati unicamente a indicatori di profittabilità, appare in costante aumento (66% dei casi rispetto al 63% nel 2019 e al 57% nel 2018).

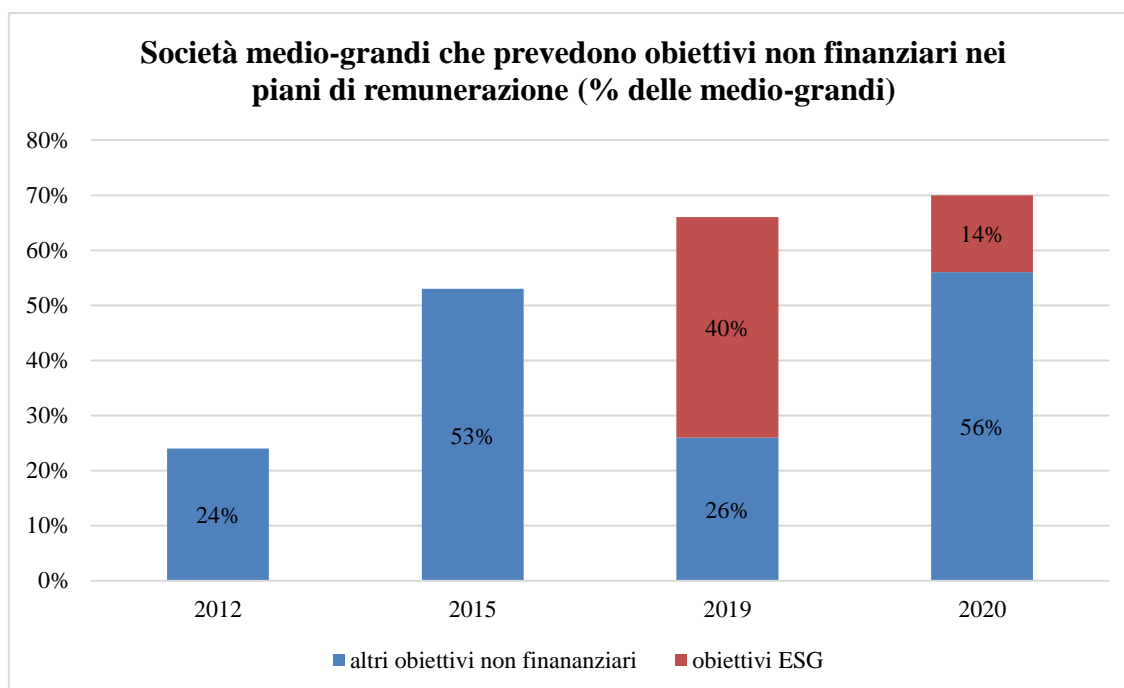
In base a un’ulteriore analisi, le remunerazioni che appaiono espressamente legate a obiettivi di *performance* non finanziaria risultano utilizzate nel 49% delle società censite. Il dato appare in questo caso in chiaro e significativo aumento rispetto al passato e dimostra una costante maggiore attenzione delle imprese per l’utilizzo di obiettivi di *performance* non finanziaria legati al raggiungimento di obiettivi strategici.

Tra i parametri di *performance* non finanziaria, parte dell’analisi riguarda l’utilizzo di parametri non finanziari legati agli obiettivi ambientali e sociali dell’attività di impresa o comunque agli obiettivi della sua responsabilità sociale (ESG). L’utilizzo di tali parametri è raddoppiato rispetto al 2019 ed ora presente in circa in un terzo delle politiche di remunerazione che prevedono l’erogazione di una componente variabile<sup>141</sup>.

I parametri non finanziari legati agli obiettivi ambientali e sociali dell’attività di impresa o comunque agli obiettivi della sua responsabilità sociale (ESG) risultano particolarmente frequenti soprattutto nelle società medio-grandi. Tali società fanno infatti ricorso a parametri non finanziari nel 70% dei casi, dei quali l’80% appare anche legato a uno o più parametri ESG.



<sup>141</sup> Erano circa il 15% nel 2019. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 78. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020

#### 3.6.1.4. Limite massimo alla remunerazione variabile

Quasi tutte (94%) le società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile stabiliscono limiti massimi alla sua erogazione, secondo quanto raccomandato nel *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b). Il dato appare in lieve aumento rispetto al 90% del 2019<sup>142</sup>.

La previsione di un *cap* al variabile appare lievemente influenzata dalla dimensione della società: le società grandi e medie sono quasi sempre in linea con la relativa raccomandazione del Codice (rispettivamente nel 97% e nel 96% dei casi); poco distanti anche le piccole (82%)<sup>143</sup>.

#### 3.6.2. Clausole di claw-back

Il Codice raccomanda di prevedere intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate (*claw-back*) o di

<sup>142</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 82. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>143</sup> Quest'anno il dato segna un leggero arretramento delle società di minori dimensioni. Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 82; Assonime-Emittenti Titoli 2020.

trattenere somme oggetto di differimento, qualora determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

Le clausole di *claw-back* sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione di 133 società che aderiscono al Codice (pari al 64%), in costante aumento rispetto al 60% del 2019, al 56% del 2018, al 53% del 2017, al 48% del 2016 e al 34% del 2015; la previsione di tali clausole è quasi sempre accompagnata dalla descrizione del relativo *trigger event* e in due terzi dei casi è accompagnata anche da forme di trattenimento (cd. *malus*)<sup>144</sup>.

La previsione di tale clausola è in aumento in tutte le categorie; la frequenza della sua previsione varia comunque in ragione della dimensione (91% delle società di maggiori dimensioni, rispetto al 81% delle medie e al 48% delle piccole) e del settore di appartenenza (nel settore finanziario tali clausole sono previste nel 84% dei casi, contro il 62% di quello non finanziario)<sup>145</sup>.

### 3.6.3. Politica sulle indennità di fine carica

Il Codice raccomanda agli emittenti di individuare un limite massimo all'importo che potrà essere erogato come eventuale indennità per la cessazione anticipata del rapporto con un amministratore esecutivo: il limite può essere identificato da un *cap* fisso o da un parametro legato al compenso ricevuto dall'amministratore in un determinato numero di anni<sup>146</sup>.

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita. Soltanto poco più della metà (54%) delle società che aderiscono al Codice definisce delle chiare regole sulla futura ed eventuale erogazione delle indennità di fine carica<sup>147</sup> come richiesto dal Codice. Negli

---

<sup>144</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>145</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>146</sup> Il parametro individuato dalla Commissione europea nella Raccomandazione n. 2009/385/CE è pari a due annualità della componente non variabile della remunerazione o del suo equivalente. Questa impostazione è seguita anche da Glass Lewis, [2018 Guidelines – Continental Europe](#), p. 12, mentre non sembra esplicitata da ISS, [European Proxy Voting Guidelines](#), p. 21, che si riferisce a “24 months’ pay”. Una considerazione più ampia delle diverse soluzioni ritenute compatibili con una raccomandazione di voto favorevole è stata elaborata da Frontis Governance, [Principi di corporate governance e politiche di voto per il mercato italiano](#), p. 29: “In linea di principio, è valutata negativamente ogni previsione contrattuale che porti l’indennità di fine rapporto (severance payment) ad eccedere l’equivalente di un’annualità di remunerazione monetaria complessiva (compenso fisso più la media dei bonus corrisposti negli ultimi esercizi) o, se di importo inferiore, l’equivalente di 2 annualità di compenso fisso. In considerazione delle pratiche comuni sul mercato italiano, possono essere valutati favorevolmente anche severance payments pari a 2 annualità di compensi totali, incluso il fisso e la media dei bonus annuali corrisposti negli ultimi 3 esercizi, se tale previsione risulta migliorativa rispetto alle pratiche precedenti”.

<sup>147</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

altri casi, le società sembrano escludere l'erogazione di un'indennità (circa un terzo dei casi) o non prevedono regole per la sua eventuale erogazione (circa un decimo dei casi). Concentrando l'attenzione sulle società che definiscono una o più regole, nella maggior parte dei casi (61%) la politica definisce un limite massimo all'ammontare della eventuale indennità di fine carica, mentre in circa un quarto dei casi (27%) la società definisce un importo fisso e predeterminato per l'eventuale indennità. Nel restante 12% dei casi in cui la società definisce una regola per la futura e possibile erogazione dell'indennità di fine carica, la politica prevede altre regole di calcolo: talvolta la politica subordina il calcolo dell'ammontare dell'eventuale indennità a più regole, ad esempio cumulando le regole di calcolo dell'importo fisso e la previsione di un tetto massimo a tale importo; in rari casi, l'ammontare dell'indennità è parametrato al compenso residuale, dovuto sino alla scadenza naturale del mandato<sup>148</sup>.

### **3.7. Il rapporto sulla remunerazione**

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

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

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

L'esame delle remunerazioni effettivamente corrisposte agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell'organo di controllo ha fatto però emergere alcuni profili di adeguatezza delle relative remunerazioni che sono stati già evidenziati dal Comitato nella passata attività di monitoraggio sull'applicazione del Codice e fatti oggetto di specifiche raccomandazioni<sup>149</sup>.

Considerando che il Codice attuale già raccomanda che la remunerazione degli amministratori non esecutivi sia "*commisurata all'impegno richiesto a ciascuno di essi*,

---

<sup>148</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

<sup>149</sup> Comitato per la Corporate Governance, Lettera 2019; Id., [Relazione annuale 2017](#), p. 70.

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

L'approfondimento mostra come la struttura e l'ammontare del compenso siano influenzati tanto dal ruolo ricoperto dal singolo consigliere non esecutivo quanto dalla dimensione e dal settore della società<sup>150</sup>.

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

Rispetto ai dati del 2019, la remunerazione degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell'organo di controllo mostra una graduale tendenza verso una maggiore valorizzazione della competenza, della professionalità e dell'impegno richiesti dal loro incarico.

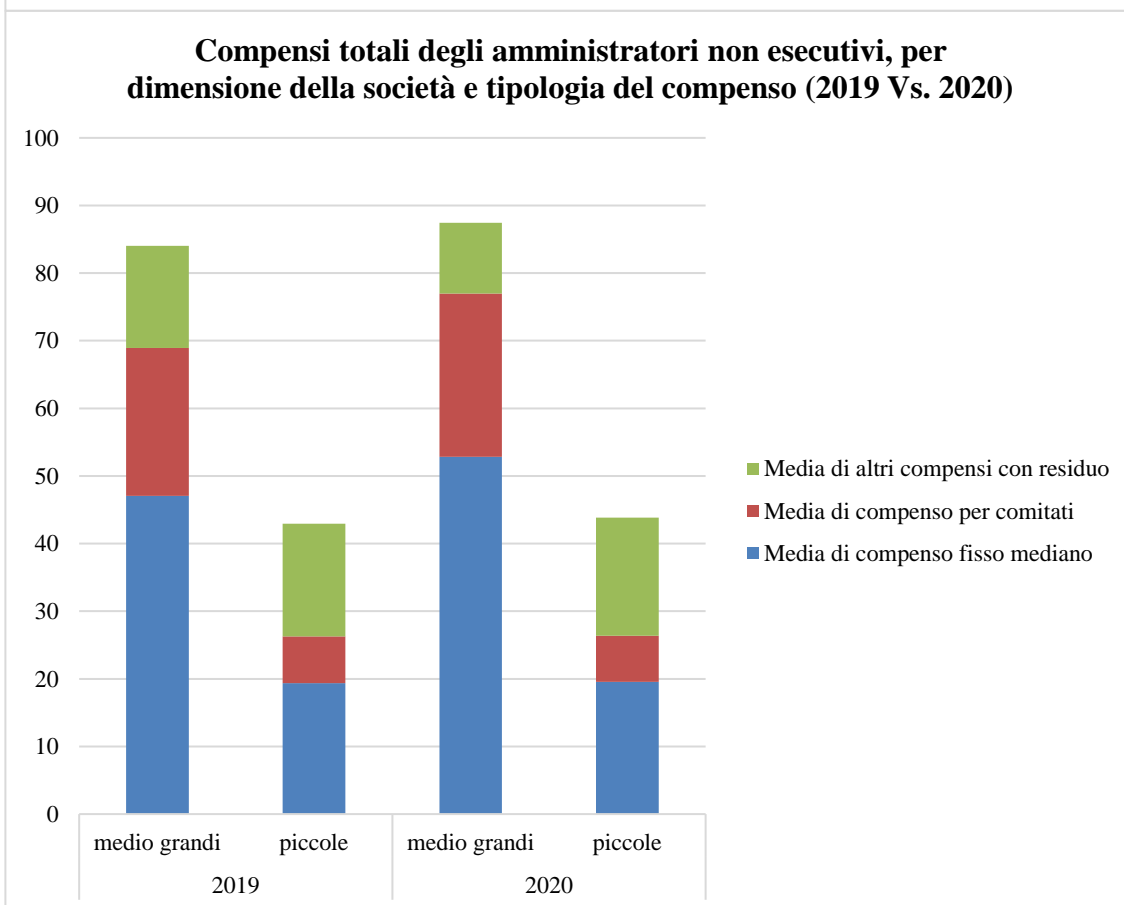
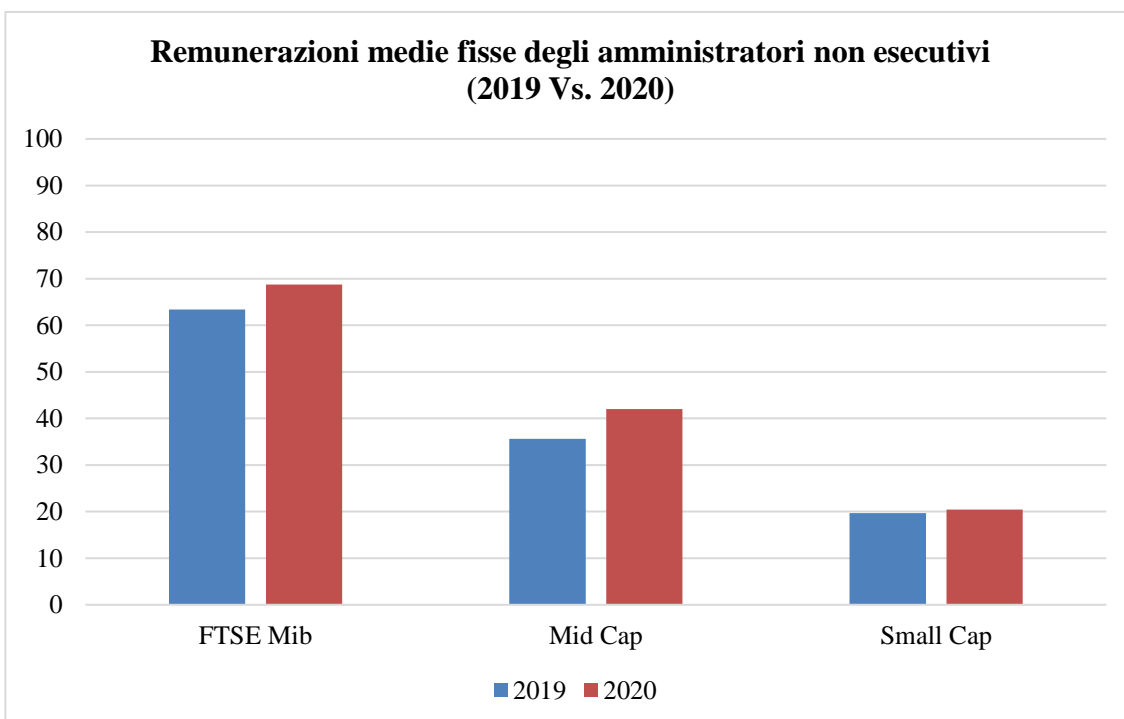
La remunerazione fissa media degli amministratori non esecutivi è cresciuta nel 2020 di quasi il 10% rispetto al 2019. Il lieve aumento ha riguardato tutte le categorie dimensionali, ma appare più significativo nelle società di medie dimensioni appartenenti all'indice Mid Cap, dove il compenso fisso medio degli amministratori non esecutivi aumenta circa del 18%. L'aumento è più contenuto nelle società di minori dimensioni (+4%) dove, in generale, il problema di livelli inadeguati delle remunerazioni appare più acuto.

Persistono le differenze nella remunerazione media degli amministratori non esecutivi rispetto alla dimensione della società. Una differenza che si manifesta sia nei compensi fissi erogati dall'emittente, sia nella media dei compensi totali degli amministratori non

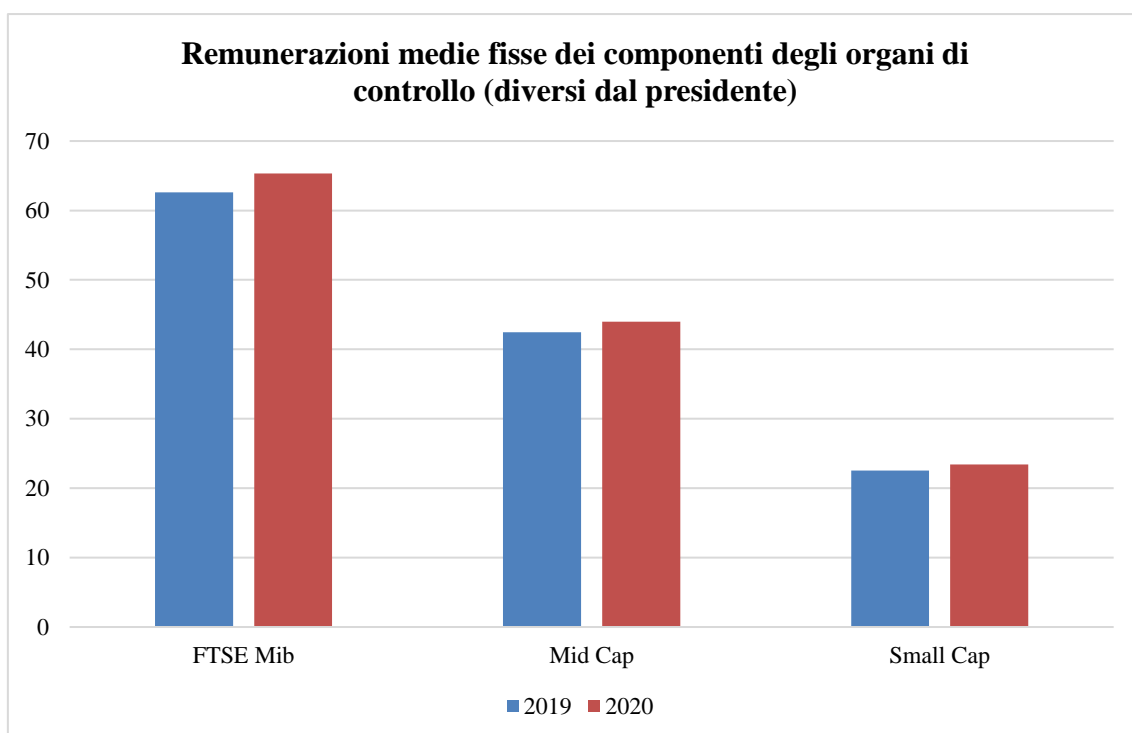
---

<sup>150</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2020.

esecutivi (compresi dunque dei compensi dei comitati e degli altri compensi ricevuti dalla società).



Un andamento analogo, ma più contenuto, si registra per l'evoluzione della remunerazione dei componenti dell'organo di controllo, diversi dal presidente, dove nell'ultimo anno si evidenzia un aumento del 5% circa delle remunerazioni medie. L'aumento delle remunerazioni dei componenti dell'organo di controllo appare influenzato principalmente dalle società di maggiori dimensioni, dove il compenso totale del singolo componente dell'organo di controllo (diverso dal presidente) aumenta circa del 10% rispetto al 2019.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2020



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

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

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

La definizione delle regole di *governance* è tendenzialmente attribuita a comitati connotati da una natura ibrida, pubblico-privata, che contraddistingue il comitato inglese, olandese, belga e tedesco. In tutti questi casi, i componenti dei comitati sono rappresentativi delle società quotate e, in alcuni casi, anche di una platea più ampia di *stakeholder* che comprende il mondo accademico e quello del risparmio gestito<sup>151</sup>, ma sono nominati in tutto o in parte dal governo. La nomina dell'intera commissione spetta al ministero competente sia in Olanda<sup>152</sup> che in Germania<sup>153</sup>, mentre nel Regno Unito sono di nomina governativa soltanto il presidente e il vice-presidente del comitato<sup>154</sup>.

In altri casi, l'istituzione e la composizione dei comitati è gestita integralmente su iniziativa privata dei rappresentanti del mercato. In alcuni casi, come quello francese, il comitato è espressione delle principali associazioni imprenditoriali, in altri, come quello italiano e quello svedese, i comitati hanno una rappresentatività più ampia, ricomprendendo esponenti delle società quotate e del risparmio gestito. In Francia, l'Alto comitato è promosso da due associazioni rappresentative del mondo imprenditoriale,

---

<sup>151</sup> Si veda, ad esempio, la composizione del comitato olandese e di quello tedesco.

<sup>152</sup> La *Monitoring Commissie* è nominata dal Ministero dell'Economia, d'intesa con il Ministero di Giustizia e delle Finanze, che scelgono i suoi componenti tra gli esperti della corporate governance rappresentanti di società quotate, investitori, lavoratori, revisori e mondo accademico.

<sup>153</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>154</sup> La nomina del presidente e del vice-presidente del board del *Financial Reporting Council* compete al *Secretary of State for Business, Innovation and Skills*. In tale sede si ritiene utile precisare che l'FRC, competente per la redazione e il monitoraggio dei codici di autodisciplina, ha lo status di un *regulator* indipendente, i cui poteri regolamentari, rilevanti nella disciplina sull'*audit*, sono stati delegati dal *Department for Business, Energy and Industrial Strategy*.

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

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

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

L'attività di monitoraggio sull'applicazione dei codici di autodisciplina presenta un quadro ancor più diversificato: da un lato, in alcuni paesi coesistono più monitoraggi, condotti da soggetti distinti, ciascuno con un ambito e con finalità potenzialmente diverse; dall'altro lato, il soggetto competente per il monitoraggio sull'applicazione del codice può essere, anche in presenza di un solo monitoraggio, un soggetto diverso da quello competente per la sua redazione.

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

Il modello italiano si inserisce nel solco delle esperienze europee con un panorama particolarmente nutrito, caratterizzato dalla presenza di tre principali monitoraggi, pubblicati su base annuale, che si distinguono sia per la natura del soggetto che li redige sia per le finalità che tali studi si prefiggono. Assonime, rappresentativa del mondo imprenditoriale, conduce un'analisi approfondita delle relazioni sul governo societario e delle relazioni sulla remunerazione, monitorando l'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice: la ricerca, pubblicata su base annuale sin dal 2001, fornisce una fotografia dell'evoluzione della *governance* delle società quotate italiane, evidenziandone miglioramenti e criticità. La Consob, autorità di vigilanza, conduce

un'analisi statistica della *governance*, monitorando gli assetti proprietari, le dinamiche assembleari e l'evoluzione degli organi sociali delle società quotate. Infine, il Comitato per la Corporate Governance, rappresentativo sia delle società quotate che degli investitori, conduce un'analisi critica dei dati forniti dal Rapporto Assonime-Emittenti Titoli, integrata con quelli riportati in altri studi e ricerche dedicate a specifici temi, al fine di promuovere una migliore applicazione del Codice, individuare le aree di miglioramento della prassi delle società quotate e le possibili future revisioni del Codice.

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

L'importanza fondamentale di un'efficace attività di monitoraggio ha portato alcuni comitati a sviluppare un rapporto diretto con le società quotate che rappresentano i destinatari principali del codice. Molti hanno adottato un meccanismo trasparente di consultazione per l'aggiornamento del codice, mediante la pubblicazione delle proposte di revisione<sup>155</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>156</sup>.

Nell'ambito delle iniziative volte a rafforzare l'interazione con le società quotate, merita ricordare, in particolare, le competenze dell'*Haut Comité* francese che svolge sia l'attività di risposta a quesiti interpretativi in merito alla corretta applicazione del codice, sia una vera e propria attività di *enforcement* privato del codice, interagendo con singole società che non abbiano applicato correttamente le raccomandazioni ritenute particolarmente rilevanti o non si siano conformate all'interpretazione fornita dal comitato nelle risposte ai quesiti. Tale attività del comitato trova un duplice riscontro pubblico: in una prima fase, le società sono chiamate a fornire nella relazione sul governo societario un'adeguata informazione circa la corretta applicazione delle raccomandazioni contestate dal comitato; qualora tali raccomandazioni risultino ancora disattese, il comitato può attivare una seconda fase di *enforcement*, rendendo pubblica l'identità di tali società. La crescente attività di monitoraggio ha inciso sulla scelta di Afep e Medef di ampliare la rappresentativa dell'Alto Comitato<sup>157</sup>.

---

<sup>155</sup> Questa prassi è stata adottata, in particolare, in Francia, Germania, Olanda e Regno Unito nonché nei paesi in cui il comitato o parte di esso è di nomina governativa.

<sup>156</sup> Si tratta, in particolare, del comitato francese e del comitato svedese, entrambi organismi interamente privati.

<sup>157</sup> L'annuncio era contenuto nel comunicato stampa in occasione dell'ultima revisione del codice francese.

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

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

Il Rapporto del Comitato (contenuto nella II parte della presente Relazione) fornisce una panoramica sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice, riservando particolare attenzione a quelle più rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione.

A fine 2019, il 95% delle società italiane con azioni quotate sull'MTA ha dichiarato formalmente di aderire all'ultima versione del Codice<sup>158</sup>. La scelta di non aderire è limitata a pochi casi e generalmente ricondotta alle ridotte dimensioni della società.

L'analisi contenuta nel Rapporto mostra un buon livello di informazione offerto dalle relazioni sul governo societario. Gli emittenti descrivono generalmente in modo chiaro ed analitico il proprio modello di *governance*, sia in caso di applicazione delle raccomandazioni del Codice, sia nei casi di una loro totale o parziale disapplicazione.

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

---

<sup>158</sup> Si tratta dell'edizione 2018 del Codice, tenuto conto della progressiva entrata in vigore delle raccomandazioni sulla diversità di composizione degli organi sociali.

### 2.1. Gli effetti delle raccomandazioni inviate nel 2019

Nel Rapporto pubblicato a dicembre 2019, il Comitato raccomandava agli emittenti di valutare, e se del caso migliorare, la concreta e sostanziale applicazione di alcune *best practice* contenute nel Codice, e di considerare l'opportunità di un più ampio miglioramento qualitativo, al di là delle raccomandazioni del Codice, in alcune aree della *governance*. Il Rapporto è stato trasmesso ai presidenti e agli amministratori delegati di tutti gli emittenti insieme a una lettera in cui il Presidente del Comitato invitava gli organi sociali dei medesimi emittenti a esaminare, anche in sede di autovalutazione, le principali aree di miglioramento che emergevano dal Rapporto e le specifiche raccomandazioni indicate nella lettera ("Raccomandazioni del Comitato per il 2020"), fornendo adeguata *disclosure* sulle iniziative intraprese nella successiva relazione sul governo societario. Veniva altresì formulato l'invito a sottoporre le medesime raccomandazioni, per quanto di competenza, anche all'organo di controllo dell'emittente.

Le Raccomandazioni del Comitato per il 2020 individuavano quattro principali aree di miglioramento, relative a:

- l'integrazione della sostenibilità dell'attività d'impresa nella definizione delle strategie e della politica di remunerazione, anche sulla base di un'analisi di rilevanza dei fattori che possono incidere sulla generazione di valore nel lungo periodo;
- la garanzia di un'adeguata gestione dei flussi informativi nell'ambito del consiglio di amministrazione, assicurando le esigenze di riservatezza delle informazioni fornite al consiglio non compromettano la completezza, la fruibilità e la tempestività dell'informativa;
- la corretta applicazione dei criteri di indipendenza definiti dal Codice, con particolare riguardo all'opportunità di limitare la disapplicazione di tali criteri a casi eccezionali e adeguatamente motivati su base individuale e di definire *ex ante* i criteri quantitativi e/o qualitativi da utilizzare per la valutazione di significatività dei rapporti;
- la verifica che la misura dei compensi riconosciuti agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell'organo di controllo sia adeguata alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dal loro incarico.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2020 emerge che il 79% delle società censite (in costante aumento rispetto al 75% del 2019 e al 50% del 2018) ha dato puntuale

riscontro alle indicazioni della lettera<sup>159</sup>, dichiarando di aver utilizzato le indicazioni del Comitato per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice. Questa informazione si riscontra in circa l'81% delle società che aderiscono al Codice di cui: circa il 33% delle società dichiara di essere già in linea con tutte o parte delle raccomandazioni del Codice, mentre circa il 36% (in aumento rispetto al 25% del 2019) oltre a dichiarare l'allineamento con il Codice ha individuato tra i temi evidenziati dal Comitato una o più aree di possibile miglioramento della propria *governance*, indicando le iniziative che ha avviato o intende avviare a tal fine. In questi casi, le società hanno spesso indicato più di un'area di miglioramento: in oltre due terzi di questi casi, le società individuano uno o più aspetti relativi alla sostenibilità (competenza del *board*, comitati endoconsiliari, remunerazioni legate a obiettivi di sostenibilità), mentre sono equamente ripartite le altre materie (circa un terzo rispettivamente a: il miglioramento dei flussi informativi al consiglio; la valutazione di indipendenza, con particolare attenzione alla nuova raccomandazione del Codice a definire i criteri quali-quantitativi per la valutazione della significatività del rapporto tra l'amministratore valutato indipendente e la società; la remunerazione degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell'organo di controllo, anche con riferimento al possibile utilizzo di *peers*). Nei restanti casi, gli emittenti si sono limitati a menzionare l'avvenuto esame del contenuto della lettera in sede consiliare senza esprimere alcuna valutazione o hanno rinviato l'esame di tale lettera a una riunione consiliare nel corso dell'esercizio 2019 (circa il 12%).

Anche alcune società che non aderiscono al Codice hanno dichiarato che il proprio organo amministrativo ha considerato le indicazioni della lettera sopra indicata (ciò accade in 3 casi su 11 società che non aderiscono al Codice), confermando il valore orientativo delle attività di monitoraggio del Comitato per tutte le società quotate.

L'esame approfondito<sup>160</sup> delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2020 evidenzia alcuni segnali di miglioramento nelle aree sopra indicate, accompagnati tuttavia dalla permanenza di diffuse debolezze applicative. Il Comitato conferma quindi l'importanza che gli emittenti si impegnino ulteriormente per allineare le loro pratiche alle raccomandazioni in materia, anche in considerazione del rafforzamento delle raccomandazioni relative a questi aspetti nella nuova edizione del Codice.

---

<sup>159</sup> Si tratta di 173 società, rappresentanti il 79% delle società censite nello studio di Assonime-Emittenti Titoli 2020. Considerando il campione del Rapporto del Comitato che analizza le 209 società che aderiscono al Codice di autodisciplina, la percentuale delle società che hanno dichiarato di aver considerato la lettera del Presidente del Comitato sale all'83%.

<sup>160</sup> Contenuto nella II parte della presente Relazione.

Quanto al primo tema oggetto delle raccomandazioni del Comitato per il 2020, il proposito era quello di stimolare una maggiore integrazione della *sostenibilità* dell'attività d'impresa nella definizione delle strategie e della politica di remunerazione. In questo caso il Comitato non ha dettato specifiche raccomandazioni, bensì ha sostanzialmente anticipato i temi centrali della revisione del Codice. A tal fine, considerata la centralità del 'successo sostenibile' nella nuova edizione del Codice e tenuto conto che quest'ultimo è destinata a trovare applicazione nel corso del 2021, la valutazione sugli effetti di tale raccomandazione si è concentrata prevalentemente sull'esame dell'orizzonte temporale delle politiche per la remunerazione e sui parametri utilizzati per la definizione delle componenti variabili degli amministratori esecutivi. È emerso che un numero significativo di società prevede remunerazioni variabili legate a orizzonti temporali di lungo termine (circa tre quarti delle società aderenti, come nel 2019). Nella definizione degli obiettivi cui è legata l'erogazione di remunerazioni variabili, poco meno della metà delle società utilizza almeno un parametro di *performance* strategica non legato a meri indici di profittabilità (in lieve aumento rispetto al 2019); un dato accompagnato nella maggior parte dei casi dalla previsione di parametri legati a specifici obiettivi ambientali o sociali, il cui utilizzo è raddoppiato rispetto al 2019. In un'ottica di medio periodo, si riscontra un tendenziale aumento dell'attenzione delle società verso la valorizzazione degli obiettivi di *performance* strategica nella definizione delle loro politiche di remunerazione, presenti in solo un terzo delle società quotate nel 2015, che molto raramente includevano parametri di sostenibilità ambientale e sociale.

L'adeguatezza dei *flussi informativi consiliari* risulta ancora insoddisfacente in quasi due terzi delle società quotate, in linea con il 2019. Le criticità individuate riguardano la mancata indicazione dei termini per l'invio della documentazione pre-consiliare (circa un quarto delle società, come nel 2019) e/o la mancata indicazione se tali termini sono stati normalmente rispettati (40% delle società rispetto al 45% del 2019), e/o la previsione che a tali termini è possibile derogare per ragioni di riservatezza (circa un terzo delle società, come nel 2019). Tutti e tre questi aspetti sono stati già oggetto di esplicite raccomandazioni del Comitato e i miglioramenti appaiono modesti.

Quanto all'applicazione dei criteri di *indipendenza* indicati dal Codice, i dati 2020 delineano una situazione in graduale miglioramento, confermando l'evoluzione positiva già registrata nel 2019. Se stabile è la deroga in via generale a uno o più criteri di indipendenza raccomandati dal Codice (8% delle società), risultano in lieve diminuzione le società che disapplicano i criteri di indipendenza con riferimento a singoli amministratori (dal 17% del 2019 al 13% del 2020), anche se spesso le motivazioni che giustificano la qualificazione di un amministratore come indipendente, nonostante non

risultino rispettati tutti i criteri del Codice, sono generiche. Più accentuata è la riduzione delle società in cui sono presenti amministratori qualificati come indipendenti che non sembrano rispettare tutti i criteri del Codice (soprattutto in relazione al superamento del limite dei nove anni di mandato e alla percezione di remunerazioni aggiuntive di importo significativo rispetto al compenso per la carica e per la partecipazione ai comitati), senza che vengano fornite motivazioni (dal 26%, per 84 amministratori nel 2019 al 15%, per 56 amministratori, nel 2020). Si conferma, infine, molto rara, seppure in lieve crescita, la *disclosure* di informazioni in merito ai criteri quantitativi e/o qualitativi utilizzati per la valutazione della significatività dei rapporti (dal 7% del 2019 al 9% nel 2020), il cui utilizzo è funzionale ad una corretta applicazione dei criteri di indipendenza.

La **remunerazione degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell'organo di controllo** mostra una graduale tendenza verso una maggiore valorizzazione della competenza, della professionalità e dell'impegno richiesti dal loro incarico. La remunerazione fissa degli amministratori non esecutivi è cresciuta in media nel 2020 di quasi il 10% rispetto al 2019. Questo aumento ha riguardato soprattutto le società di medie dimensioni e in misura minore le società piccole, dove il problema di livelli inadeguati delle remunerazioni appare più acuto. Un andamento analogo, ma più contenuto, si registra per l'evoluzione della remunerazione dei componenti dell'organo di controllo, dove nell'ultimo anno si evidenzia un aumento del 5% circa delle remunerazioni medie; un aumento che appare concentrato prevalentemente nelle società di media dimensione e in misura minore in quelle piccole.

## **2.2. Le raccomandazioni per il 2021**

Alla luce delle risultanze del Rapporto per il 2020 e dell'analisi dei comportamenti degli emittenti sui temi evidenziati nella relativa lettera di accompagnamento e considerato che il 2021 rappresenterà il primo anno di applicazione della nuova edizione del Codice, il Comitato ha ritenuto utile quest'anno riconsiderare l'insieme delle raccomandazioni fornite negli ultimi quattro anni, formulando alcune indicazioni specifiche nelle aree caratterizzate dal permanere di significativi elementi di debolezza, il cui superamento appare funzionale anche al fine di una migliore applicazione degli aspetti più innovativi della nuova edizione del Codice.

Il Comitato invita pertanto gli emittenti a valutare l'effettiva applicazione delle seguenti raccomandazioni, o a fornire adeguata spiegazione di ogni eventuale scostamento.



Sul tema della sostenibilità, tenendo conto della prossima applicazione della nuova edizione del Codice, il Comitato invita i consigli di amministrazione a:

- **integrare la sostenibilità dell'attività d'impresa nella definizione delle strategie, del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e della politica di remunerazione, anche sulla base di un'analisi di rilevanza dei fattori che possono incidere sulla generazione di valore nel lungo periodo.**

Sul tema **dell'informativa pre-consiliare**, il Comitato invita i consigli di amministrazione a:

- **determinare esplicitamente i termini ritenuti congrui per l'invio della documentazione;**
- **fornire nella relazione sul governo societario una chiara indicazione dei termini individuati e sul loro effettivo rispetto;**
- **non prevedere che tali termini siano derogabili per mere esigenze di riservatezza.**

Sul tema **dell'applicazione dei criteri di indipendenza**, il Comitato invita i consigli di amministrazione a:

- **giustificare sempre su base individuale l'eventuale disapplicazione di uno o più criteri di indipendenza;**
- **definire *ex ante* i criteri quantitativi e/o qualitativi da utilizzare per la valutazione della significatività dei rapporti oggetto di esame.**

Sul tema **dell'autovalutazione dell'organo di amministrazione**, il Comitato invita i consigli di amministrazione a:

- **valutare il contributo del *board* alla definizione dei piani strategici;**
- **sovrintendere al processo di *board review*.**

Sul tema della **nomina e successione degli amministratori**, il Comitato invita i consigli di amministrazione a:

- rendere conto puntualmente delle attività svolte dal comitato nomine nel caso in cui sia unificato con il comitato remunerazioni o le sue funzioni siano attribuite al *plenum* consiliare;
- assicurare la completezza e la tempestività delle proposte di delibera funzionali al processo di nomina degli organi sociali ed esprimere, almeno nelle società a proprietà non concentrata, un orientamento sulla sua composizione ottimale;
- prevedere, almeno nelle società grandi, un piano di successione per gli amministratori esecutivi che individui almeno le procedure da seguire in caso di cessazione anticipata dall'incarico.

Sul tema delle **politiche di remunerazione**, il Comitato invita i consigli di amministrazione a:

- fornire chiare indicazioni in merito all'individuazione del peso della componente variabile, distinguendo tra componenti legate a orizzonti temporali annuali e pluriennali;
- rafforzare il collegamento della remunerazione variabile ad obiettivi di *performance* di lungo termine, includendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari;
- limitare a casi eccezionali, previa adeguata spiegazione, la possibilità di erogare somme non legate a parametri predeterminati (i.e. bonus *ad hoc*);
- definire criteri e procedure per l'assegnazione di indennità di fine carica;
- verificare che la misura dei compensi riconosciuti agli amministratori non esecutivi e ai componenti dell'organo di controllo sia adeguata alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dal loro incarico.

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

*Patrizia Grieco (Presidente)*

*Fabio Galli*

*Tommaso Corcos (Vice-Presidente)*

*Andrea Ghidoni*

*Cesare Bioni*

*Gian Maria Gros-Pietro*

*Santo Borsellino*

*Raffaele Jerusalmi*

*Veronica Buzzi*

*Francesca Mariotti*

*Lucia Calvosa*

*Stefano Micossi*

*Bettina Campedelli*

*Alessandro Profumo*

*Innocenzo Cipolletta*

*Salvatore Rossi*

*Michele Crisostomo*

*Giovanni Sabatini*

*Bianca Maria Farina*

*Maurizio Sella*

*Aldo Fumagalli*

*Andrea Sironi*

*Gabriele Galateri di Genola*

***Esperti:***

Bruno Cova, Piergaetano Marchetti, Angelo Provasoli

***Segreteria Tecnica:***

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

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

© 2020 *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.