

COMITATO
ITALIANO
CORPORATE
GOVERNANCE

RELAZIONE 2025

*sull'evoluzione
della corporate governance delle società quotate*

13° 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 quello della 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.

A gennaio 2020, il Comitato ha approvato la nuova edizione del [Codice di Corporate Governance](#), destinato a trovare applicazione nel corso dell'esercizio 2021. Al fine di agevolare l'applicazione del nuovo Codice 2020, il Comitato ha approvato nel novembre 2020 una prima raccolta di [Q&A](#).

Dal 2013, il Comitato pubblica il proprio monitoraggio sull'applicazione del Codice. Le precedenti edizioni sono disponibili sul [sito internet](#) del Comitato.

INDICE

I. Relazione Annuale 2025	1
1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance	1
2. L'evoluzione del contesto di riferimento e il rapporto con l'autodisciplina	2
2.1. L'evoluzione del quadro di riferimento domestico	2
2.2. L'evoluzione della disciplina in materia di sostenibilità e il rapporto con l'autodisciplina	4
2.3. L'evoluzione delle <i>best practice</i> in materia di corporate governance	6
II. Rapporto sull'applicazione del Codice di Corporate Governance	9
1. Descrizione del campione di riferimento	10
2. L'analisi complessiva sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice	11
2.1. Composizione e struttura dell'organo amministrativo	12
2.1.1. Adeguata composizione dell'organo amministrativo	12
2.1.2. L'identificazione del principale responsabile della gestione (CEO) e la <i>compliance</i> con il Codice	14
2.1.2.1. Attribuzione della carica di CEO o di rilevanti deleghe gestionali al presidente e relativa informazione	15
2.1.2.2. Attribuzione della carica di amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	18
2.1.2.3. Condizioni in cui è raccomandata la nomina del LID	19
2.2. La scelta del sistema societario più funzionale all'attività di impresa	22
2.3. L'introduzione del voto maggiorato	23
2.4. Comitati consiliari	27
2.4.1. Comitato per le nomine	28
2.4.2. Comitato per le remunerazioni	33
2.4.3. Comitato controllo e rischi	35
2.5. Efficace funzionamento dell'organo amministrativo	37
2.5.1. Informazione pre-consiliare	37
2.5.2. Board evaluation	41
2.5.3. Orientamento del consiglio sul numero massimo degli incarichi	45
2.5.4. Orientamento del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale	47
2.5.5. Piani di successione	51
2.6. Amministratori indipendenti	53
2.6.1. Applicazione dei criteri di indipendenza	55
2.6.2. I presidenti indipendenti	56
2.6.3. I criteri per la valutazione della significatività delle relazioni e delle remunerazioni aggiuntive	58
2.6.4. Analisi delle situazioni oggettive di non indipendenza degli amministratori indipendenti	61
2.7. Politica per la remunerazione	63
2.7.1. Remunerazione variabile e limiti massimi (<i>cap</i>)	64
2.7.2. Orientamento di breve e di lungo termine della remunerazione variabile	65
2.7.3. Parametri di riferimento della remunerazione variabile	67
2.7.4. La misurabilità dei parametri cui è legata la corresponsione della componente variabile	70
2.7.5. Clausole di <i>claw-back</i>	73
2.7.6. Politica sulle indennità di fine carica	73
3. La governance del successo sostenibile	75
3.1. L'informazione sulla sostenibilità	75
3.2. Il perseguimento del successo sostenibile e i piani di sostenibilità	77
3.3. Composizione e ruolo degli organi societari in materia di sostenibilità	80
3.3.1. Le competenze di sostenibilità nel consiglio di amministrazione	80
3.3.2. Il ruolo del board nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine e l'attività di supporto dei comitati sostenibilità	80
3.3.3. I dati relativi alla presenza e alla composizione dei comitati sostenibilità	83
3.4. La promozione del dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti	86
3.4.1. Le politiche di dialogo con la generalità degli azionisti	86
3.4.2. Il dialogo con gli altri stakeholder rilevanti	88
3.5. Gli obiettivi di sostenibilità nella politica di remunerazione degli amministratori esecutivi	90

3.5.1. Gli obiettivi di sostenibilità nei piani di breve periodo (MBO)	91
3.5.2. Gli obiettivi di sostenibilità nei piani di medio-lungo termine (LTI).....	92
3.6. La promozione della parità di trattamento e di opportunità tra i generi a livello aziendale	94
III. Le iniziative del Comitato per una migliore adesione al Codice	99
1. Le Raccomandazioni del Comitato per il 2026.....	99
1.1. L'adesione al Codice	99
1.2. Le informazioni sull'applicazione del Codice.....	101
1.3. Gli effetti delle raccomandazioni per il 2025.....	101
1.4. Le raccomandazioni per il 2026	104

I. RELAZIONE ANNUALE 2025

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 sullo stato di applicazione 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

Il Comitato ha proseguito l’attività di monitoraggio sulla corretta applicazione del Codice, approvando nel corso della riunione di dicembre u.s. la presente Relazione Annuale, che comprende il Dodicesimo 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 un’analisi complessiva sull’applicazione delle principali raccomandazioni del Codice, e di una seconda parte, dedicata quest’anno alla *governance* del successo sostenibile.

Complessivamente, il monitoraggio è stato realizzato tenendo conto delle caratteristiche dimensionali e settoriali delle società quotate nonché dei relativi 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 2024 (per il 2025) e le nuove raccomandazioni per il 2026.

Nel corso del 2025, si sono riuniti due volte i Presidenti delle entità competenti sui codici di autodisciplina in Italia, Belgio, Francia, Germania, Olanda, Regno Unito, Spagna e Svezia. A partire dal 2025 si è unita anche la Svizzera. In tali occasioni, i Presidenti hanno ribadito la volontà di valorizzare queste opportunità di confronto per assicurare la stabilità del dialogo e per promuovere un'azione comune sui temi della *corporate governance*. Tra i temi oggetto di discussione, si segnalano, in particolare, le prospettive di riforma degli ordinamenti nazionali in chiave di competitività e prospettive di crescita del mercato dei capitali e l'evoluzione della disciplina europea e internazionale in materia di sostenibilità. In seguito alla prima riunione, i Presidenti hanno pubblicato un comunicato congiunto¹ per affermare l'importanza dei codici di autodisciplina che assicurano, anche nel contesto più incerto, una base di valori stabili a supporto della buona *governance* dell'impresa quotata, impegnandosi a rafforzare il proprio coordinamento, anche nelle successive fasi di revisione dei rispettivi codici.

Il Segretario del Comitato e i rappresentanti del *Drafting Group* del Comitato hanno inoltre proseguito la partecipazione al *network* europeo dei comitati della *corporate governance* 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.

2. L'evoluzione del contesto di riferimento e il rapporto con l'autodisciplina

2.1. L'evoluzione del quadro di riferimento domestico

A marzo 2024 è stata pubblicata la legge 5 marzo 2024, n. 21, contenente gli “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto*

¹ Si veda il comunicato congiunto dei Presidenti al seguente [link](#).

legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti” (cd. “Legge Capitali”)².

La Legge Capitali, in particolare, ha introdotto una serie di modifiche al Testo Unico della Finanza e al Codice civile in linea con le indicazioni del Rapporto OCSE del 2020 sul mercato dei capitali italiano e del Libro Verde del MEF del 2022 che perseguono l’obiettivo di rendere più efficiente l’accesso e la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali, aumentandone la competitività.

La Legge Capitali ha introdotto anche un’ampia delega al Governo ad adottare decreti legislativi per una riforma organica della disciplina in materia di mercati dei capitali contenuta nel TUF, intervenendo anche sulle norme del Codice civile applicabili agli emittenti quotati. Tra le direttrici indicate per la riforma del TUF è di particolare rilevanza per il Comitato quella contenuta all’art. 19, comma 1, lett. e) della Legge Capitali che prevede l’obiettivo di *“semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina”*.

In attuazione della delega, il 14 ottobre 2025 il Governo ha trasmesso alla Camera e al Senato lo schema di decreto avente ad oggetto la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali contenute nel TUF e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile. Tra gli aspetti di particolare rilevanza per l’autodisciplina si segnalano, *inter alia*, gli interventi ampi e sistematici, tanto sul Codice civile quanto sul TUF, in materia di modelli di amministrazione e controllo e di sistema di controllo interno e di gestione del rischio, nonché quelli relativi alla gestione dei flussi informativi consiliari e gli espliciti riferimenti ai temi della Intelligenza Artificiale. Tra gli interventi più di dettaglio che possono avere un impatto sulla *governance* delle società quotate sono da considerare, inoltre, le previsioni sulle politiche per la remunerazione, il regime semplificato delle neo quotate e delle PMI (in particolare per quanto attiene alla nomina degli organi sociali), le precisazioni normative sulla indipendenza (*ex lege*) dei componenti degli organi sociali e il ruolo degli indipendenti in alcuni specifici ambiti (es. modalità di convocazione dell’assemblea dei soci).

² Pubblicata in GU Serie Generale n. 60 del 12-03-2024. V. Assonime, [Circolare n.6/2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali.](#)

2.2. L'evoluzione della disciplina in materia di sostenibilità e il rapporto con l'autodisciplina

Come già evidenziato nelle precedenti Relazioni del Comitato, negli ultimi anni è cresciuto significativamente l'intervento legislativo e regolamentare in materia di sostenibilità, avente l'obiettivo di orientare - come espressamente indicato nel *Green Deal* europeo - il modello economico verso una crescita sostenibile per l'ambiente e la società civile. In tale ambito si sono sviluppate a livello internazionale ed europeo norme di *soft* e *hard law* aventi un impatto crescente non soltanto sulle strategie, ma anche sulle scelte organizzative e di *governance* delle imprese.

Il nuovo quadro europeo così definito si è tradotto nell'adozione di due direttive: (i) la direttiva (UE) 2022/2464 sul nuovo obbligo di rendicontazione in materia di sostenibilità (cd. *Corporate Sustainability Reporting Directive* – “CSRD”)³, attuata a livello europeo attraverso la più dettagliata indicazione degli standard di rendicontazione (cd. *European Sustainability Reporting Standards* - “ESRS”)⁴ e implementata nel nostro ordinamento con il decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125⁵; (ii) la direttiva (UE) 2024/1760 sulla *due diligence* di sostenibilità che stabilisce i requisiti di *due diligence* per le aziende, con l'obiettivo di prevenire e mitigare gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente (cd. *Corporate Sustainability Reporting Directive* - “CSDDD”)⁶.

³ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, disponibile al seguente [link](#).

⁴ Il primo set di standard, che ha già trovato applicazione a decorrere dal 1° gennaio 2024 con riferimento alle sole imprese che erano soggette agli obblighi di comunicazione introdotti dalla direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, è contenuto nel Regolamento delegato 2023/2772 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE del 22 dicembre 2023, disponibile al seguente [link](#). Si tratta di due standard trasversali e di dieci standard tematici relativi ai profili ambientali, sociali e di *governance*.

⁵ Pubblicato in GU Serie Generale n.212 del 10-09-2024.

⁶ Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859, disponibile al seguente [link](#).

Il 26 febbraio 2025 la Commissione europea ha presentato un pacchetto di riforme al quadro normativo europeo in materia di sostenibilità (cd. *pacchetto omnibus I*), proponendo – attraverso due misure specifiche – semplificazioni agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità, previsti dalla CSRD e a quelli di *due diligence*, di cui alla CSDDD.

La prima misura, rappresentata dalla direttiva [\(UE\) 2025/794](#) (c.d. “*Stop the clock*”)⁷ già entrata in vigore, posticipa la tempistica di applicazione degli:

- obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità previsti dalla CSRD. In particolare, pospone di due anni l'obbligo di pubblicare la prima rendicontazione di sostenibilità per: (i) le società (diverse dagli enti di interesse pubblico, in seguito anche solo “EIP”) di grande dimensione o madri di gruppi di grande dimensione, con più di 500 dipendenti, che saranno quindi tenute ad applicarli a partire dagli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2027 (e non più 2025), e (ii) le PMI quotate che applicheranno i nuovi obblighi a partire dagli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2028 (e non più 2026). Questa parte della direttiva “*Stop the clock*” è stata trasposta nel nostro ordinamento con la legge 8 agosto 2025 n. 118⁸.
- obblighi di comportamento imposti dalla CSDDD, di cui sono posticipati sia il termine di recepimento negli ordinamenti nazionali (entro il 26 luglio 2027) sia il termine di applicazione per le società (previsto in due fasi⁹).

La seconda misura è rappresentata da una proposta di direttiva, attualmente nella fase di trilogò, che contiene una serie di semplificazioni alla CSRD e alla CSDDD. Le principali modifiche attualmente in fase di discussione al Parlamento europeo e al Consiglio, riguardano la riduzione dell’ambito di applicazione soggettivo della CSRD e una

⁷ Direttiva (UE) 2025/794 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 aprile 2025, che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda le date a decorrere dalle quali gli Stati membri devono applicare taluni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, disponibile al seguente [link](#).

⁸ Art. 10, comma 1-bis, della Legge 8 agosto 2025, n. 118, pubblicata in GU Serie Generale n. 184 del 9 agosto 2025, che, nel convertire, con modificazioni, il decreto-legge 30 giugno 2025 n. 95, recante disposizioni urgenti per il finanziamento di attività economiche, ha recepito la direttiva “*stop the clock*”.

⁹ Gli obblighi della CSDDD si applicano: (i) a partire dal 26 luglio 2028, alle società UE con più di 3.000 dipendenti e 900.000.000 euro di fatturato netto e alle società extra UE con un fatturato netto di 900.000.000 euro; (ii) a partire dal 26 luglio 2029, a tutte le altre imprese soggette ai predetti obblighi.

semplificazione dei suoi contenuti, a partire da un significativo snellimento degli standard di rendicontazione, e la semplificazione della CSDDD attraverso diverse misure, tra cui, la circoscrizione della catena di valore oggetto di verifica e delle azioni che devono essere intraprese, la eliminazione o limitazione dell'obbligo di adottare piani di transizione climatica, la considerazione di limiti alla responsabilità civile.

2.3. L'evoluzione delle *best practice* in materia di corporate governance

Il Comitato ha proseguito nell'attività di analisi e studio dell'evoluzione del quadro autodisciplinare a livello europeo e internazionale.

Rispetto ai temi oggetto delle più recenti revisioni dei codici europei si segnalano le seguenti novità. Nel Regno Unito, il *Financial Reporting Council* (FRC) – entità deputata all'aggiornamento e al monitoraggio del Codice UK di *corporate governance* – ha continuato a promuovere l'importanza della flessibilità della sua applicazione in base al principio del “*comply or explain*”; in particolare, nella *Annual Review*¹⁰ pubblicata il 13 novembre 2025, il *Council* sottolinea i miglioramenti delle società nel fornire spiegazioni chiare, esaustive e specifiche quando derogano al Codice, e incoraggia le società a vedere l'*explain* come un'opportunità per comunicare in che modo la deroga risponda a una situazione specifica e non come un elemento di debolezza della *governance*. Nella *Annual Review* sono stati inoltre esaminati i preparativi per l'attuazione della *Provision 29* in materia di gestione dei rischi e controlli interni da ultimo introdotta nel Codice e che entrerà in vigore per gli esercizi finanziari che iniziano il 1° gennaio 2026 o successivamente. Infine, sempre nel 2025 il *Council* ha aggiornato anche alcune linee guida per l'applicazione del Codice, dedicando particolare attenzione alla possibilità di remunerare gli amministratori non esecutivi in azioni, esplicitando la soluzione – indicata come frequente nella prassi – del pagamento di parte del compenso fisso in azioni¹¹.

In Germania, la novità più rilevante non è legata alla revisione del Codice bensì alla decisione del Comitato di procedere con uno strumento più flessibile (i cd. *Practical Impulse*) per condividere le proprie riflessioni sull'attuazione pratica del Codice, cercando di sviluppare ulteriormente le pratiche di *governance* tramite “impulsi” non vincolanti.

¹⁰ Il rapporto annuale della FRC è disponibile al seguente [link](#).

¹¹ Si veda la sintesi fornita dall'FRC al seguente [link](#)

Nel suo più recente *Practical Impulse*, il Comitato ha offerto spunti di riflessione sulla portata strategica delle valutazioni in merito all'utilizzo della Intelligenza Artificiale (IA) da parte degli amministratori (e, in particolare, del consiglio di sorveglianza)¹², anche tenendo conto delle ricadute sui relativi profili di responsabilità e sul perimetro della *business judgement rule*. Il Comitato è partito dal presupposto che l'uso della IA nell'ambito dei lavori consiliari sia ancora poco sviluppato ma rappresenta un futuro ineluttabile; per questo, ha posto l'accento sulle sue opportunità ma anche sui suoi limiti, ricordando che l'IA non sostituisce le funzioni e le caratteristiche che definiscono il lavoro di un buon consiglio di sorveglianza: la ponderazione responsabile delle diverse opzioni, la messa in discussione critica delle ipotesi e la capacità delle persone coinvolte di prendere decisioni eticamente fondate. A tal fine, il Comitato ha individuato alcuni punti di riflessione afferenti al contesto normativo, i presidi etici e specifici per l'impresa, i requisiti tecnici e di comprensibilità dello strumento, il rapporto rischi/benefici e, infine, i criteri che dovrebbero orientare le scelte delle imprese nell'utilizzo della IA anche all'interno dei lavori consiliari. Quanto alla composizione del *board* (e in particolare del consiglio di sorveglianza), il Comitato tedesco ha evidenziato che l'esperienza e la conoscenza in ambito tecnologico è sì fondamentale per supportare l'operato del consiglio, ma non richiede la presenza di "consiglieri esperti", fermo restando che un *know-how* tecnico specifico nel campo dell'IA può aggiungere un grande valore, a seconda del modello di *business* e della direzione strategica dell'azienda.¹³

In Spagna, la CNMV, autorità di vigilanza del mercato competente anche per la revisione del Codice di governo societario, ha avviato le riflessioni per una futura revisione del Codice. Nel corso del 2026 sono state programmate diverse riunioni con il comitato

¹² Il Comitato tedesco evidenzia, infatti, come il tema della IA riguardi non soltanto il consiglio di gestione ma anche il consiglio di sorveglianza nella sua duplice veste di "controllore" del consiglio di gestione e di "sparring partner" dello stesso nella definizione delle strategie della società. Cfr. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, [*The Practical Impulse on the use of artificial intelligence within the supervisory board*](#), settembre 2025. In generale, la nota propone diversi livelli di lettura del coinvolgimento del consiglio di sorveglianza: il piano strategico, con il coordinamento dello stesso con il consiglio di gestione rispetto all'uso della IA; la governance dell'IA, anche in termini di compliance con il quadro normativo europeo; l'utilizzo diretto dell'IA anche negli stessi lavori del consiglio di sorveglianza.

¹³ Più che consiglieri esperti, il punto fondamentale è assicurare che tutti i membri del consiglio di sorveglianza abbiano le conoscenze di base e acquisiscano le qualifiche necessarie per utilizzare tali strumenti. Come nel caso di altri argomenti complessi, queste conoscenze di base possono essere acquisite progressivamente, attraverso sessioni di formazione mirate, avvalendosi di competenze interne o esterne.

consultivo di esperti per definire i contenuti del nuovo Codice, che sarà successivamente sottoposto a consultazione pubblica nel primo trimestre del 2027. Il completamento dei lavori e l'approvazione finale del Codice da parte del Consiglio della CNMV sono previsti per il secondo trimestre del 2027. Il programma strategico quinquennale (per il 2030) della CNMV ha anticipato che la revisione potrebbe essere volta a un allineamento delle *best practice* domestiche con i Principi di *corporate governance* dell'OCSE (2023) e riguardare inoltre i temi della *sustainable finance* e dello sviluppo tecnologico, potendo quindi considerare anche gli sviluppi nell'ambito della IA e della cybersicurezza.

Nel 2025 il Codice olandese è stato aggiornato, prevedendo che il management board includa nella relazione sulla gestione una dichiarazione chiara sull'efficacia dei sistemi di controllo e gestione dei rischi, sulla affidabilità del *reporting* finanziario e di sostenibilità, sulla continuità aziendale e sui principali rischi ed incertezze rilevanti. In quest'ambito si ricorda che già nel 2022 il Codice olandese aveva sottolineato l'importanza crescente della digitalizzazione e della *cybersecurity*, invitando i consigli ad affrontare tali temi nella strategia aziendale e valutare i rischi legati a tecnologie emergenti come parte integrante della *governance* aziendale.

Le recenti iniziative intraprese o annunciate da alcuni dei principali codici di autodisciplina europei, se da un lato riflettono peculiarità specifiche per ciascun contesto nazionale, dall'altro evidenziano un *focus* crescente sui temi della IA e della cybersicurezza; temi in forte evoluzione, sia normativa sia nelle prassi, che il Comitato continuerà a monitorare.

II. RAPPORTO SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE

Il Tredicesimo Rapporto sull'applicazione del Codice di Corporate Governance (in seguito anche solo "Codice") è redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato sulla base dei dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli (parte 2) e sulla base degli altri studi condotti da FIN-GOV e The European House Ambrosetti (parte 3)¹⁴.

Il Rapporto si articola in tre parti:

- la descrizione del campione esaminato;
- l'analisi complessiva sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice;
- l'esame dell'applicazione delle principali novità del Codice.

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 e, in tal caso, indicando le modalità di applicazione delle raccomandazioni ivi contenute (cfr. *principio guida* III del Codice) nonché i casi di scostamento dalle singole

¹⁴ Per la redazione del capitolo II sono state utilizzate le seguenti fonti: le elaborazioni predisposte da Assonime sulla base dell'attività di monitoraggio funzionale alla pubblicazione del Rapporto sulla Corporate Governance in Italia da parte di Assonime-Emittenti Titoli (in corso di pubblicazione; in seguito anche solo "Assonime-Emittenti Titoli 2025"); Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, 2025 (in seguito anche solo "FIN-GOV 2025"); Osservatorio Corporate Governance – Ventunesima edizione – Rapporto finale edizione 2025 – The European House Ambrosetti (in seguito anche solo "TEH-Ambrosetti 2025").

I dati Assonime-Emittenti Titoli 2025 si riferiscono alle relazioni sul governo societario e alle relazioni sulle remunerazioni pubblicate nel corso del 2025 dalle 179 società italiane quotate sul mercato Euronext Milan che dichiarano di aderire al Codice.

I dati FIN-GOV 2025 si riferiscono alle relazioni sul governo societario e alle relazioni sulle remunerazioni pubblicate nel corso del 2025 dalle 184 società italiane, quotate al 31 dicembre 2024 sul mercato Euronext Milan, le cui relazioni erano disponibili al 31 agosto 2025 (v. FIN-GOV 2025, p. 10), nonché sulla base delle relazioni di sostenibilità pubblicate dalle stesse in via obbligatoria (134 casi) o volontaria (11 casi) (v. FIN-GOV 2025, p. 79).

I dati TEH-Ambrosetti 2025 "sono tratti da fonti pubbliche quali Bilanci d'esercizio 2024 e Relazioni sulla Corporate Governance e sulla Remunerazione pubblicate nella primavera del 2025" in relazione a un campione di 131 società italiane quotate sul mercato Euronext Milan (v. TEH-Ambrosetti 2025, p. 6).

raccomandazioni, con relativa spiegazione dettagliata sulle modalità e sui 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, mentre l'esame delle remunerazioni erogate considera i dati tratti dalla seconda sezione delle medesime relazioni.

1. Descrizione del campione di riferimento

Il Rapporto del Comitato esamina l'applicazione delle raccomandazioni del Codice di Corporate Governance da parte di tutte le società italiane quotate sul mercato principale (Euronext Milan gestito da Borsa Italiana)¹⁵ che dichiarano di aderirvi: esse rappresentano il 97% del totale delle società italiane con azioni quotate su Euronext Milan con un peso pari al 99% della capitalizzazione complessiva delle società italiane quotate¹⁶. La copertura del listino di Borsa Italiana, che comprende anche le società quotate su Euronext Milan di diritto estero, scende al 91% delle società e al 78% della relativa capitalizzazione complessiva¹⁷: l'impatto delle società estere sulla copertura del Codice è particolarmente rilevante se si considera l'insieme più ristretto delle società di grandi dimensioni rappresentate nell'indice FTSE Mib dove è maggiore la presenza delle società con sede legale all'estero (85% delle società e 76% della capitalizzazione dell'indice)¹⁸.

¹⁵ A seguito dell'integrazione di Borsa Italiana nell'ambito del gruppo Euronext, il mercato regolamentato gestito da Borsa ha assunto dal 25 ottobre 2021 la denominazione di Euronext Milan (precedentemente MTA).

¹⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁷ I valori riguardano le sole società italiane che aderiscono al Codice, rapportato al totale delle società italiane ed estere con azioni quotate su Euronext Milan. I valori rimangono invariati se si considera l'unica società estera che aderisce al Codice di Corporate Governance italiano. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁸ Nello specifico, sei società sul totale delle 40 *blue-chip*. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

L'analisi è condotta sulle informazioni pubblicate dalle società nelle relazioni sul governo societario e sulle remunerazioni pubblicate nel corso del 2025 e intende fornire un quadro generale sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice.

Al 31 dicembre 2024 il numero di società quotate aderenti al Codice era di 190. Tuttavia, l'analisi di quest'anno è stata condotta su un perimetro effettivo di 179 società che aderiscono al Codice e le cui relazioni erano disponibili entro il 30 settembre 2025¹⁹. Tale riduzione è principalmente riconducibile a 6 delisting intervenuti prima dell'assemblea di approvazione del bilancio della società (nella maggior parte dei casi a seguito di OPA) e a 5 società che non hanno pubblicato le relazioni in quanto caratterizzate da situazioni di criticità finanziaria (procedure di negoziazione della crisi, liquidazioni o rinvii dell'assemblea di approvazione di bilancio). La variazione rispetto al campione analizzato lo scorso anno (pari a 201 società aderenti) riflette inoltre il numero significativo di delisting verificatosi tra luglio e dicembre 2024.

Le principali caratteristiche strutturali delle società che sono state utilizzate nell'analisi sono la dimensione (per indice o per categorie dimensionali definite dal Codice)²⁰ e il settore di appartenenza (finanziario e non-finanziario)²¹.

2. L'analisi complessiva sull'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, ponendosi particolare attenzione a quelle ritenute più rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e la corretta definizione della politica per la remunerazione.

¹⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁰ Le categorie dimensionali delle società sono state definite seguendo la classificazione degli indici FTSE del mercato principale gestito da Borsa Italiana o la classificazione dimensionale del Codice, tenendo conto della qualificazione indicata dalla stessa società (grande/non grande e concentrata/non concentrata).

²¹ Sono state considerate finanziarie le sole società qualificate come "banche" o "assicurazioni" secondo la classificazione di FTSE Russell (utilizzata da 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.

L'analisi comprende anche una verifica dell'informativa fornita dalle società in caso di scostamento dalle singole raccomandazioni (*explain*) e un approfondimento sulle modalità di applicazione del Codice anche al di là dei parametri definiti nelle relative raccomandazioni.

Le principali considerazioni che emergono da questa analisi 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.

2.1. Composizione e struttura dell'organo amministrativo

Un primo esame dell'applicazione del Codice è incentrato sull'applicazione delle raccomandazioni che regolano la struttura e l'articolazione dell'organo di amministrazione. A tal fine è esaminata l'applicazione delle raccomandazioni relative all'adeguata composizione dell'organo di amministrazione (2.1.1.), l'identificazione del principale responsabile della gestione e la *compliance* con le relative raccomandazioni del Codice (2.1.2.) nonché l'istituzione, la composizione e il funzionamento dei comitati raccomandati dal Codice (2.1.3.).

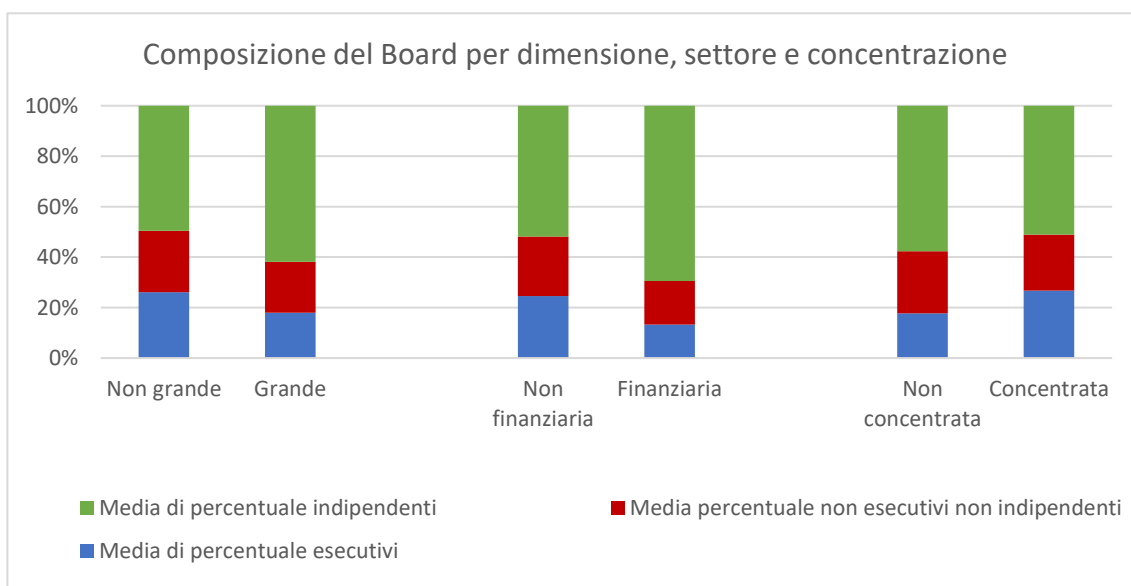
2.1.1. Adeguata composizione dell'organo amministrativo

Nel definire una corretta articolazione del consiglio di amministrazione, il Codice di Corporate Governance raccomanda che tale organo sia composto da amministratori esecutivi e non esecutivi (*principio V*) e che una componente significativa dei consiglieri sia indipendente (*principio VI*).

Più nel dettaglio il Codice identifica la quota di amministratori indipendenti che si intende adeguata alle esigenze dell'impresa, al funzionamento dell'organo di amministrazione e alla costituzione dei relativi comitati (*raccomandazione 5*). A tal fine, il Codice identifica le soglie in base al criterio di proporzionalità: l'organo di amministrazione dovrebbe comprendere almeno due amministratori indipendenti, diversi dal presidente; la quota raccomandata di consiglieri indipendenti sale ad almeno un terzo nelle società grandi a proprietà concentrata e ad almeno la metà nelle altre società grandi (*raccomandazione 5*).

È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA: nel 98% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società a sistema dualistico) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti. Nei rari casi di non *compliance*, uno è dovuto alla mancata

presenza di amministratori esecutivi e all'insufficienza di indipendenti; mentre altri tre sono riconducibili alla insufficienza di indipendenti²². Nel primo caso, non viene fornito alcun *explain* né sulla mancanza di amministratori esecutivi né sull'insufficienza di indipendenti; negli altri casi, quando il consiglio presenta una quota di amministratori indipendenti insufficiente: una società considera espressamente la quota degli indipendenti come adeguata e tale da assicurare loro un peso significativo nelle decisioni consiliari e garantire un efficace monitoraggio della gestione, come raccomandato dal Codice; in un'altra società, il numero minimo degli indipendenti (pari a 2 per società non grandi) è raggiunto soltanto computando il presidente indipendente, contrariamente a quanto raccomandato dal Codice²³. Infine, in un caso non è presente alcun *explain*.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

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. Il peso degli amministratori indipendenti è cresciuto nel tempo. Rapportando i dati odierni con quelli degli ultimi dieci anni, il peso

²² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²³ Assonime-Emittenti Titoli 2025 V. Codice di Corporate Governance, *raccomandazione 5* e relativa spiegazione fornita dalla Q. Racc. 5(2).

medio degli indipendenti è salito gradualmente dal 42% del 2015²⁴, al 46% del 2018²⁵, al 49% del 2021²⁶, fino alla media del 53% nel 2025, in lieve aumento rispetto al 51% del 2024, mentre si riduce progressivamente la quota degli amministratori non esecutivi e non indipendenti (dal 31% nel 2015 al 23% nel 2025)²⁷. Il peso degli indipendenti è particolarmente significativo nelle società grandi (in media pari al 62%) e nelle società finanziarie (in media pari al 69%), ma è molto superiore al minimo richiesto anche nelle società non grandi: rispetto alla raccomandazione di avere almeno due amministratori indipendenti (che corrisponde circa al 22% se si considera la dimensione media²⁸ di un consiglio in queste società) il peso degli indipendenti nelle società non grandi è in media pari al 49%, senza significative differenze tra società a proprietà concentrata e non²⁹.

2.1.2. L'identificazione del principale responsabile della gestione (CEO) e la compliance con il Codice

Tutte le società che aderiscono al Codice, tranne una³⁰, dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo; nel 99% dei casi la società identifica l'amministratore che ricopre la carica di *chief executive officer* (in seguito anche solo "CEO"), come raccomandato dal Codice³¹. 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. In undici di queste società sono identificati due o più CEO, mentre in dieci società il consiglio ha delegato i propri poteri sia all'amministratore delegato sia al comitato esecutivo; infine,

²⁴ Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2015*, p. 11.

²⁵ Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2018*, p. 41.

²⁶ Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2021*, p. 40.

²⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁸ La dimensione media dei consigli nelle società non grandi è pari a 8,9. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁰ In questo caso la responsabilità della gestione è affidata a un direttore generale.

³¹ Il dato considera nel denominatore anche la società priva di amministratori esecutivi. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

in un caso, pur in presenza di amministratori esecutivi (tra i quali non viene identificato un CEO), la gestione della società è affidata soltanto a un comitato esecutivo.³²

Ai fini dell'analisi del grado di adesione alle principali raccomandazioni del Codice, l'identificazione del CEO è funzionale, tra l'altro, alla rilevazione dei casi in cui: il consiglio è chiamato a illustrare le motivazioni della scelta di attribuire tale carica al presidente; la società ha identificato nel CEO l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno; le società si ritrovano in una delle situazioni in cui è raccomandata la nomina di un *lead independent director* (in seguito anche solo "LID").

2.1.2.1. Attribuzione della carica di CEO o di rilevanti deleghe gestionali al presidente e relativa informazione

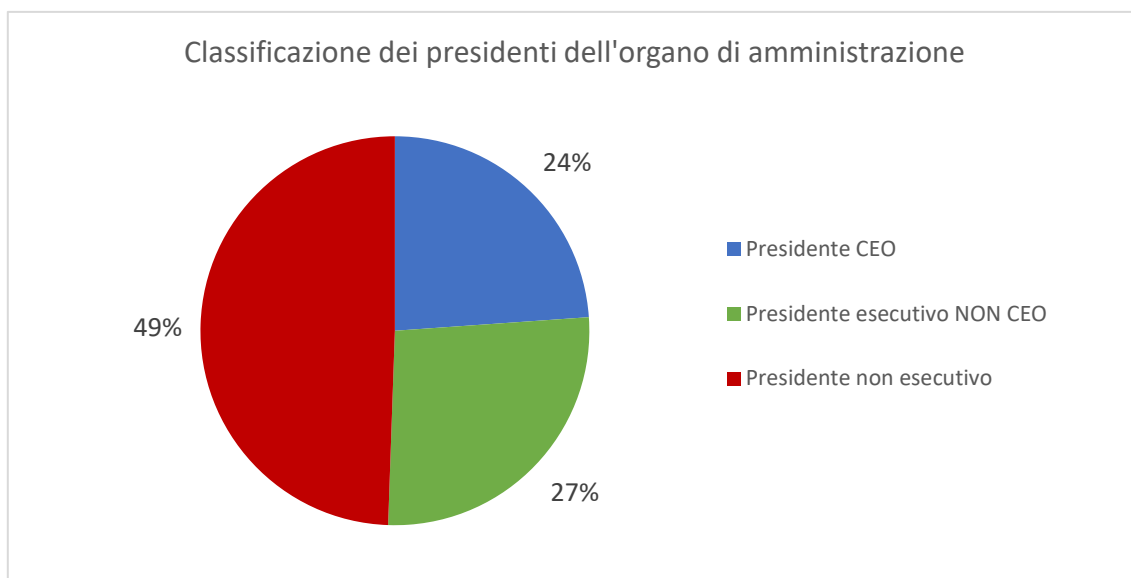
Nella descrizione della composizione del consiglio di amministrazione, il Codice pone particolare attenzione all'identificazione del principale responsabile della gestione (CEO) e richiede al consiglio di amministrazione di spiegare le ragioni dell'eventuale scelta di attribuire tale ruolo o comunque rilevanti deleghe gestionali al presidente (*raccomandazione 4*).

La presenza di un presidente esecutivo è molto frequente (51% del totale delle società censite)³³: nel 24% dei casi si tratta di società con un presidente del consiglio che è espressamente identificato quale principale responsabile della gestione (presidente-CEO), nel 26% delle società il presidente, pur non essendo un CEO, è titolare di rilevanti deleghe gestionali, mentre in un residuale 1% delle società il presidente del consiglio di amministrazione è esecutivo senza ulteriori specificazioni³⁴.

³² La classificazione segue l'impostazione adottata in Assonime-Emittenti Titoli che distingue i seguenti modelli: CEO puro, multi-CEO, CEO con comitato esecutivo, solo comitato esecutivo.

³³ Dato stabile rispetto a quello rilevato l'anno scorso (53%) seppur in lieve diminuzione rispetto al 56% del 2023. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2023*, *Id.*, *Relazione annuale 2024*; Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Al fine di svolgere l'analisi sull'applicazione di questa raccomandazione, è stato condotto un approfondimento sulle informazioni fornite nella relazione sul governo societario nei soli casi in cui il presidente del consiglio di amministrazione coincide con il CEO o è comunque titolare di rilevanti deleghe gestionali. Come indicato sopra, un espresso cumulo delle cariche di presidente e CEO si ritrova in poco meno di un quarto delle società quotate (24%)³⁵, nelle quali il presidente è il principale (74%) o uno dei principali (26%) responsabili della gestione. In un ulteriore 26% delle società invece il presidente è unicamente titolare di rilevanti deleghe gestionali ma non è indicato come il o uno dei CEO della società: nella maggior parte di questi casi, i consigli hanno attribuito la carica di CEO unico a un altro amministratore con deleghe (87% delle società con presidente titolare di rilevanti deleghe gestionali ma diverso dal CEO); negli altri casi (13%), la carica del presidente con deleghe gestionali convive con due o più (altri) CEO e/o un comitato esecutivo³⁶.

³⁵ In lieve diminuzione rispetto al 28% del 2024. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁶ Questa analisi è frutto di un ulteriore approfondimento fornito da Assonime, per tenere conto anche dei casi – rilevanti ai sensi del Codice – in cui il Presidente, pur non essendo il o uno dei CEO, è espressamente titolare di rilevanti deleghe gestionali.

L'esame delle caratteristiche dimensionali evidenzia come il cumulo delle cariche di presidente e CEO sia più frequente tra le società di minori dimensioni (29% delle società non-grandi)³⁷ rispetto alle società di maggiori dimensioni (14% delle società grandi)³⁸.

Considerato l'invito del Presidente del Comitato di Corporate Governance di fornire adeguata informazione sulle motivazioni che hanno portato i consigli di amministrazione ad attribuire al presidente la carica esplicita di CEO o comunque rilevanti deleghe gestionali³⁹, si osserva un miglioramento dell'informativa fornita.

Complessivamente, oltre i tre quarti delle società dove occorre una di queste due condizioni (presidente-CEO o presidente con rilevanti deleghe gestionali) illustra le motivazioni di questa scelta nella relazione sul governo societario (77%, in aumento rispetto al 60% nel 2024)⁴⁰: l'informazione è fornita in modo sostanzialmente uniforme sia tra le società grandi (80% dei casi di cumulo come sopra indicati) sia tra quelle di minori dimensioni (76%)⁴¹.

La decisione di attribuire funzioni gestorie al presidente è motivata dall'esigenza di valorizzare le sue caratteristiche manageriali, evidenziando come la concentrazione delle funzioni istituzionali (proprie della carica del presidente) e le funzioni gestorie (proprie della carica di CEO) risulti opportuna per assicurare una efficace e snella gestione organizzativa e operativa del consiglio di amministrazione; la necessità di assicurare la snellezza organizzativa del consiglio è frequentemente indicata nelle società di minori dimensioni e complessità operativa. In alcuni casi, sia tra le società grandi che tra quelle di minori dimensioni, la decisione di attribuire deleghe gestorie al presidente è giustificata dal fatto che il soggetto, essendo anche fondatore della società, possiede una profonda

³⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025. In calo rispetto al 35% rilevato nel 2024, come confermato dall'analisi svolta da TEH-Ambrosetti 2025: nel segmento SMALL CAP emerge come ci sia stata una netta riduzione nel numero di P/AD (solo 4 società su 38).

³⁸ Dato che resta tendenzialmente stabile nel tempo (13% nel 2024). Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁹ V. Lettera del Presidente del Comitato per la Corporate Governance, dicembre 2024.

⁴⁰ Nel 2022, il cumulo della carica di Presidente e CEO si ritrovava nel 27% delle società quotate e in poco meno della metà dei casi (43%) le ragioni della scelta erano motivate nelle Relazioni sul governo societario come raccomandato dal Codice. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2022*.

⁴¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

conoscenza della stessa; il suo ruolo, quindi, non è circoscritto a funzioni istituzionali e di rappresentanza, ma pienamente operativo. Nei casi in cui il presidente CEO è affiancato da altri amministratori esecutivi e/o da un direttore generale, le relazioni sul governo societario forniscono anche un'articolata descrizione della ripartizione delle deleghe⁴².

2.1.2.2. *Attribuzione della carica di amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi*

Il Codice raccomanda alle società di attribuire al CEO la carica di amministratore incaricato dell'istituzione e del mantenimento del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (*raccomandazione 32*, lett. b). Nelle Q&A di supporto al Codice, il Comitato ha evidenziato che la scelta di attribuire tale incarico ad altro amministratore dovrebbe essere adeguatamente motivata nella relazione sul governo societario, fermo restando che tale amministratore sarà considerato esecutivo ai sensi del Codice (Q.Racc.32).

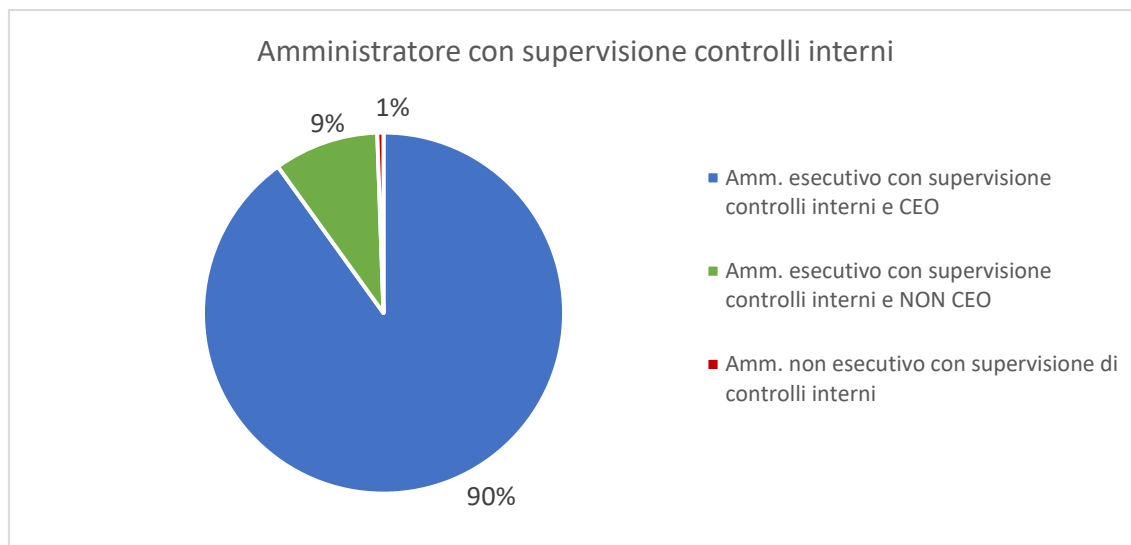
Quasi tutte le società identificano un amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (97%)⁴³. Analizzando la carica dell'amministratore così individuato, si rileva che il 90%⁴⁴ delle società ha attribuito tale carica al CEO come raccomandato dal Codice. Nei restanti casi, il 9% degli amministratori incaricati sono identificati in uno o più amministratori esecutivi diversi dal CEO, mentre nel residuo 1% dei casi tali funzioni sono attribuite a un amministratore non esecutivo⁴⁵.

⁴² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁴³ In 7 casi la società identifica più di un amministratore incaricato. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁴⁴ Scelta stabile ma consolidata nell'ultimo triennio: l'attribuzione dell'incarico al CEO è stata registrata, infatti, nell'85% e 81% delle aderenti rispettivamente nel 2024 e nel 2023, in aumento rispetto al 72% del 2021. Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*.

⁴⁵ L'attribuzione di tali funzioni a un amministratore non esecutivo è rimasta invariata rispetto allo scorso anno ma in diminuzione rispetto al 3% del 2022. Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

2.1.2.3. Condizioni in cui è raccomandata la nomina del LID

La presenza del *lead independent director* è raccomandata nei casi in cui la concentrazione di cariche crea maggiori esigenze di individuare adeguati contrappesi negli assetti di *governance*, cioè quando il presidente sia anche: i) il principale responsabile della gestione (*Chair-CEO*); ii) titolare di rilevanti deleghe gestionali; iii) l'azionista di controllo della società. Nelle società grandi, il Codice raccomanda inoltre la nomina del LID ove la richiesta sia stata manifestata dalla maggioranza dei consiglieri indipendenti.

Il 54% delle società⁴⁶ dichiara l'esistenza di una o di più situazioni sopra indicate (dato stabile nel tempo). Nella maggior parte dei casi il presidente versa in una di queste condizioni (46%), mentre nei restanti casi (54%) il presidente cumula due condizioni (Pres-CEO o Pres-con rilevanti deleghe che è anche azionista di controllo).

La maggior parte delle società che presenta una o più delle citate condizioni ha proceduto all'effettiva designazione di un *lead independent director* (79%, sostanzialmente

⁴⁶ Era il 55% nel 2024 e il 78% nel 2023. Il lieve aumento rispetto al 42 % del 2022 è dovuto in parte a una più rigida interpretazione delle situazioni in cui il presidente del consiglio di amministrazione sia anche destinatario di rilevanti deleghe gestionali, ancorché non espressamente qualificato dalla società come unico CEO. Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*.

stabile)⁴⁷. Tra le poche società (20)⁴⁸ che non risultano in linea con la raccomandazione del Codice, quasi tutte di minori dimensioni (18), la maggior parte (80%) ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura, sottolineando in taluni casi il ruolo di raccordo e coordinamento assicurato dai presidenti dei comitati consiliari e dal presidente del consiglio di amministrazione⁴⁹.

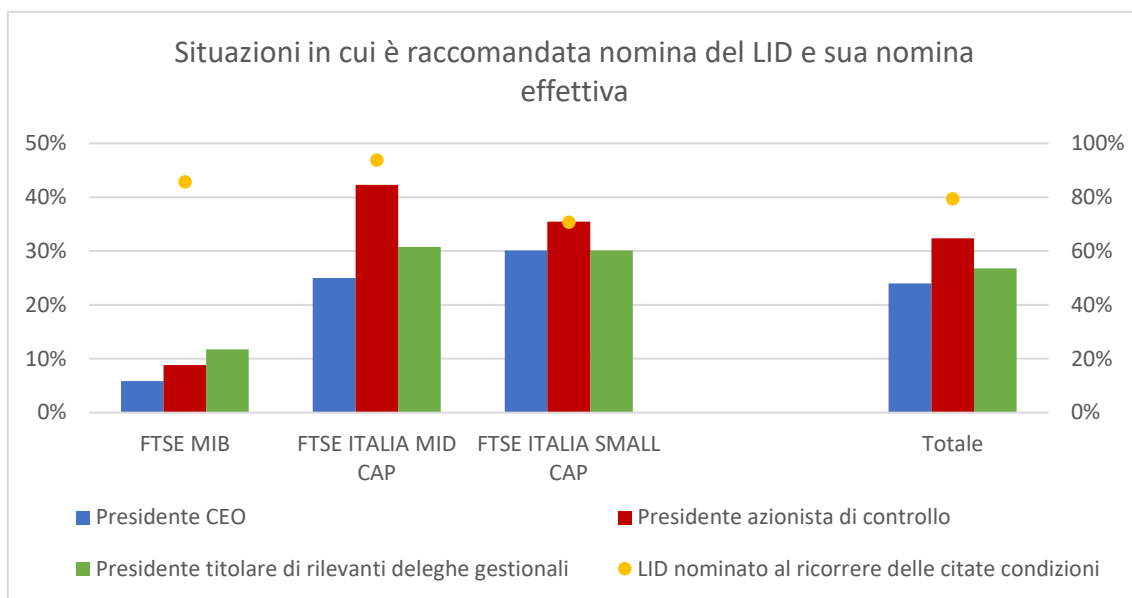
Il quadro varia secondo la dimensione delle società analizzate: il cumulo delle cariche che richiede la designazione del LID si verifica soltanto nel 21% delle FTSE Mib per salire al 62% nelle Mid Cap e nelle Small Cap. Il livello di adesione alla raccomandazione del Codice, con la nomina del LID nelle citate circostanze, è molto elevato: ove raccomandato, il LID è sempre nominato nelle FTSE Mib, tranne in un caso che è comunque motivato dalla società, e quasi sempre nelle Mid Cap (94%), mentre la *compliance* scende lievemente nelle Small Cap (71%)⁵⁰.

⁴⁷ Era il 78% nel 2024 e l'82% nel 2023, in lieve diminuzione rispetto al 2022 dove era l'87%; in tal caso venivano considerati come casi in cui è richiesta la nomina del LID solo quelli in cui il presidente è titolare di rilevanti deleghe gestionali e non anche i casi in cui il presidente è azionista di controllo. Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*.

⁴⁸ In diminuzione rispetto al 2024 (24), al 2023 (19) e al 2022 (11). Per le modalità di analisi v. note precedenti; Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*.

⁴⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁵⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Anche in questo caso i valori appaiono sostanzialmente stabili nel tempo.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Al di là dell'esame dello stato di applicazione del Codice e dunque della *compliance* con la *raccomandazione* 13, è stato approfondito anche il fenomeno della designazione di un LID su base volontaria⁵¹.

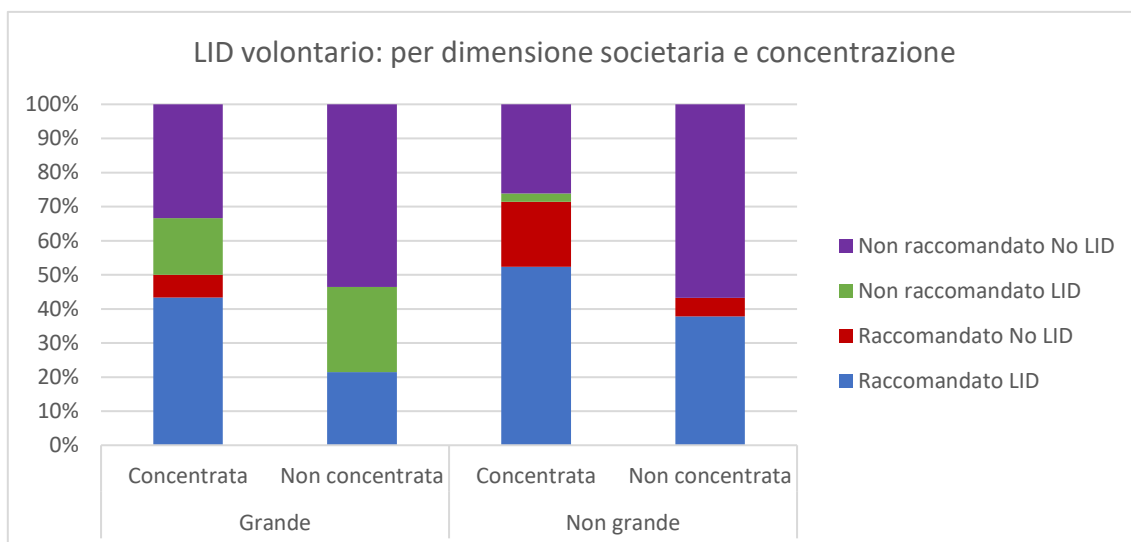
In continuità con l'anno scorso, poco meno di un quinto (17%) delle società che non si trovano nelle condizioni in cui è raccomandata la nomina del LID ha infatti deciso di identificare tale figura su base volontaria⁵².

La designazione di un LID volontario è più frequente tra le società di maggiori dimensioni, mentre non assumono rilievo gli assetti proprietari⁵³.

⁵¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁵² Erano il 18% nel 2024, il 20% nel 2023 e il 26% nel 2022 delle società in cui non ricorrevano le condizioni per la nomina del LID (che rappresentano rispettivamente circa metà delle quotate che aderiscono al Codice: 46% quest'anno, stabile rispetto al 45% del 2024, e, rispettivamente, il 46% e il 58% delle aderenti negli anni 2023 e 2022). Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*, Id, *Relazione annuale 2023*, Id, *Relazione annuale 2022*. La differenza tra i dati rilevati nel 2022 rispetto a quelli rilevati negli anni successivi, tuttavia, non è dovuta a una diminuzione dei casi di LID volontario bensì alla restrizione del campo di analisi utilizzato da Assonime che, coerentemente alla lettera del Codice, ha considerato tra le condizioni che richiedono la nomina del LID non soltanto i casi del cumulo delle cariche di Presidente e CEO e/o Presidente e azionista di controllo, ma anche i casi di Presidenti cui sono state espressamente attribuite rilevanti deleghe gestionali.

⁵³ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

2.2. La scelta del sistema societario più funzionale all'attività di impresa

Il Codice di Corporate Governance raccomanda all'organo di amministrazione di definire il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività dell'impresa e al perseguimento delle sue strategie, tenendo conto degli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento, eventualmente ("se del caso") valutando e promuovendo le modifiche opportune, sottoponendole, quando di competenza, all'assemblea dei soci⁵⁴.

Il principio III del Codice è poi declinato nella *raccomandazione 2* che invita le società che aderiscono al Codice, e per esse i consigli di amministrazione, a considerare l'opportunità – "*qualora ritenuto necessario per definire un sistema di governo societario più funzionale alle esigenze dell'impresa*" – di elaborare motivate proposte all'assemblea dei soci sui principali temi che l'ordinamento offre, almeno in parte, all'autonomia delle parti. Sono a tal fine indicate, seppur sinteticamente, le opzioni offerte dall'ordinamento riguardo alla scelta del modello societario, all'articolazione dell'organo di amministrazione così come dei diritti amministrativi e patrimoniali dei soci, e le percentuali stabilite per l'esercizio dei diritti dei soci.

Dall'esame delle relazioni sul governo societario emerge che circa la metà delle società (56% delle aderenti al Codice) dichiara espressamente di aver considerato le opzioni offerte dall'ordinamento concludendo – quasi sempre – con una generale considerazione

⁵⁴ V. Codice di Corporate Governance 2020, *principio III e Raccomandazione 2*.

di adeguatezza del proprio sistema di *governance*. In undici società i consigli di amministrazione hanno presentato in assemblea una modifica statutaria ai fini dell'introduzione del voto maggiorato (ordinario e/o rafforzato), in due casi le società hanno condotto una valutazione complessiva che ha portato alla proposta di ridefinizione del sistema di *governance* includendo il funzionamento e la struttura degli organi sociali, mentre in due società le valutazioni sul miglioramento del sistema di *governance* hanno portato alla formulazione di proposte più limitate, riguardanti la numerosità dell'organo di amministrazione. In 7 casi il consiglio di amministrazione ha presentato proposte di modifica senza tuttavia fornire alcuna *disclosure* in merito alla valutazione di adeguatezza delle stesse. In due di questi casi le modifiche riguardano il rafforzamento dei diritti di voto, attraverso l'introduzione del voto maggiorato; 4 società hanno invece adottato il sistema di *governance* monistico, mentre in un caso è stato proposto l'aumento del numero dei consiglieri. Complessivamente, le proposte di modifica hanno interessato il 12% delle società aderenti.

2.3. L'introduzione del voto maggiorato

Il Codice ha posto particolare attenzione all'introduzione della disciplina del voto maggiorato⁵⁵, raccomandando espressamente all'organo di amministrazione di fornire adeguata informazione ai soci in merito alle motivazioni della proposta, indicando gli effetti attesi sulla struttura proprietaria e di controllo della società e sulle sue strategie future, dando conto del processo decisionale seguito e di eventuali opinioni contrarie espresse in consiglio⁵⁶.

⁵⁵ V. Codice di Corporate Governance 2020, *Raccomandazione 2*.

⁵⁶ Per completezza, si ricorda che, considerando complessivamente l'intero campione delle società quotate aderenti al Codice al 31 dicembre 2024 e oggetto dell'analisi, il 40% delle società prevede un rafforzamento dei diritti di voto (rispettivamente rappresentato dal 36% delle aderenti con voto maggiorato e dal 4% delle aderenti con voto plurimo). La scelta di questi strumenti appare poco influenzata dalla dimensione della società (CEM presenti nel 32% delle grandi vs. 43% delle non-grandi), ma assume rilevanza leggermente più significativa tra le società grandi e a proprietà concentrata (52%). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

Al riguardo, Assonime ha analizzato l'informazione pre-assembleare pubblicata dalle società che hanno introdotto il voto maggiorato dal 2020 ad oggi⁵⁷, ossia successivamente alla pubblicazione del nuovo Codice di Corporate Governance.

Categoria	Adozione nel periodo di riferimento 2020-2025		
	Pre-quotazione	Post-quotazione	Totale
Voto plurimo	4	-	4
concentrata	3	-	3
Non concentrata	1	-	1
Voto maggiorato ordinario e rafforzato	9	36	45
concentrata	8	29	37
non concentrata	1	7	8
Totale	13	36	49

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Nel periodo di riferimento, sono stati individuati 49 casi in cui le società che aderiscono al Codice hanno proposto l'introduzione di un meccanismo di potenziamento dei diritti di voto (voto plurimo, voto maggiorato ordinario e/o rafforzato)⁵⁸.

Considerando le 35 società aderenti, che hanno proposto l'introduzione del voto maggiorato ed erano già soggette alla disciplina delle società quotate, l'esame delle

⁵⁷ Per l'esercizio 2025 sono state considerate le 4 società che hanno deliberato l'introduzione del voto maggiorato, ordinario e/o rafforzato, entro il 30 novembre 2025. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁵⁸ Nel periodo compreso tra il 2020 e il 2025 tra le aderenti al Codice, 30 società hanno introdotto il maggiorato ordinario. Di queste, 9 hanno deliberato l'inserimento del voto maggiorato nello statuto con efficacia sospensiva condizionata all'inizio delle negoziazioni sul mercato regolamentato.

Inoltre, 8 società aderenti al Codice che avevano già adottato il maggiorato ordinario prima del 2020 hanno deliberato l'adozione del maggiorato rafforzato a seguito dell'entrata in vigore della Legge Capitali. In un ulteriore caso, entrambi gli istituti sono stati introdotti nel triennio di riferimento, in particolare, il maggiorato ordinario è stato deliberato prima della quotazione; in altri 2 casi, gli istituti sono stati introdotti contestualmente durante la stessa assemblea.

Infine, in due casi, la delibera relativa all'introduzione delle azioni a voto maggiorato potenziato non è stata finalizzata e, di conseguenza, la modifica dello statuto non è stata perfezionata. Ciò è avvenuto poiché alcuni azionisti hanno esercitato il diritto di recesso, come previsto dalle nuove disposizioni introdotte dalla Legge Capitali. La delibera era infatti subordinata ad una clausola che stabiliva che, qualora l'importo da corrispondere agli azionisti recedenti avesse superato una determinata soglia, essa non avrebbe avuto effetto. Al 30 novembre 2025, le società che hanno introdotto nello statuto il voto maggiorato rafforzato sono 13. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

informazioni fornite nelle relazioni illustrative del consiglio rispetto alla proposta di introduzione del voto maggiorato indica un'applicazione parziale delle raccomandazioni del Codice⁵⁹.

Proposta di adozione nel periodo di riferimento 2020-2025				
Categoria	Maggiorato ordinario	Maggiorato rafforzato	Entrambi gli istituti	Totale
Non-concentrata	6	-	1	7
grande	1	-	1	2
piccola	5	-	-	5
Concentrata	14	12	2	28
grande	4	5	1	10
piccola	10	7	1	18
Totale	20	12	3	35

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

In particolare, si osserva che valutazioni del consiglio circa gli effetti attesi sugli assetti proprietari⁶⁰ e sulle strategie future⁶¹ della società sono stati individuati rispettivamente nel 78% e nel 61% dei casi (erano rispettivamente 56% e 44% nel periodo 2020-2023). Se si considerano complessivamente entrambi i fattori, nella metà delle società (18 su 36) i consigli di amministrazione hanno fornito nella relazione illustrativa una adeguata motivazione della proposta del consiglio, intesa quale combinazione di considerazioni sia sugli effetti attesi sia su assetti e strategie future. Il dato appare in miglioramento in

⁵⁹ Relativamente alle 3 società che hanno proposto l'introduzione nel periodo di riferimento (dal 2020 al 2025) prima del voto maggiorato ordinario e successivamente del maggiorato rafforzato, le rilevazioni di Assonime hanno analizzato entrambe le documentazioni. Nei casi in cui le società hanno proposto l'introduzione del voto maggiorato ordinario in una fase antecedente alla quotazione e il maggiorato rafforzato quest'anno, a seguito dell'entrata in vigore della Legge Capitali, è stata considerata solo la documentazione inerente a quest'ultimo. Nei due casi in cui la delibera relativa all'introduzione delle azioni a voto maggiorato rafforzato non è stata finalizzata (si veda la nota precedente), la documentazione predisposta dal consiglio di amministrazione ai fini della proposta è stata comunque considerata nell'analisi.

⁶⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Per informazione articolata riguardo agli effetti attesi sugli assetti proprietari è stata considerata almeno l'informazione sulle prospettive degli effetti della maggioranza sui diritti di voto dell'azionista di controllo/di riferimento, qualora quest'ultimo risultasse l'unico azionista ad accedere alla maggioranza.

⁶¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Per informazione articolata riguardo agli effetti attesi sulle strategie future è stata considerata almeno una considerazione sulle prospettive di crescita (operazioni di M&A, internazionalizzazione dell'attività, accesso a nuovi mercati) collegate al rafforzamento dei diritti di voto dell'azionista di riferimento.

seguito alla Lettera del Presidente del Comitato nel 2024⁶²: infatti è stato quasi sempre fornito un quadro maggiormente strutturato degli effetti sugli assetti proprietari⁶³, mentre risulta meno frequente una più articolata indicazione degli effetti attesi sulle strategie⁶⁴.

Un secondo elemento di valutazione riguarda l'*iter* deliberativo seguito dal consiglio di amministrazione e sull'eventuale espressione di un dissenso al suo interno. Al riguardo, si osserva che il 78% delle società ha fornito una informazione sull'*iter* decisionale (era 56% nel periodo 2020-2023), riportando quasi sempre⁶⁵ che il consiglio ha formulato la proposta di introdurre il voto maggiorato all'unanimità. Nel restante 22% dei casi non è stata fornita alcuna informazione sul processo decisionale⁶⁶.

Anche in questo caso, i dati relativi alle assemblee 2024-2025 e dunque successivi alla Lettera del Presidente mostrano una più elevata disclosure sull'*iter* decisionale (90% nel periodo 2024-2025 vs. 61% nel periodo di riferimento 2020-2023), fermo restando invece

⁶² Per il biennio 2024-2025 l'analisi Assonime ha considerato le 20 società che, entro il 30 novembre 2025, hanno proposto l'introduzione del voto maggiorato, ordinario e/o rafforzato: in particolare, 5 società hanno proposto l'introduzione del voto maggiorato ordinario, 13 quello rafforzato e 2 hanno proposto l'introduzione contestuale di entrambi gli istituti. Assonime-Emittenti Titoli 2025. Al riguardo anche FIN-GOV, p. 26-27 offre un approfondimento specifico sul punto con riferimento al biennio 2024-2025 evidenziando che 13 società hanno convocato l'assemblea straordinaria per modificare o istituire il voto maggiorato: in 3 società è stata proposta l'istituzione del solo voto maggiorato (2 voti per azione), in 10 il meccanismo di super maggioranza (fino a 10 voti per azione), in due casi la proposta ha riguardato ambedue i punti. Le società in esame hanno quasi tutte un azionariato concentrato. FIN-GOV, p. 29, osserva dunque che *"l'esito del voto è quindi scontato: la delibera di introduzione è stata approvata sempre, con maggioranze variabili tra il 71% e il 99.99% dei voti in assemblea. In un solo caso la delibera è stata approvata con una maggioranza risicata ed è, anzi, stato decisivo il doppio voto già detenuto dal primo azionista"*.

⁶³ Pari al 95% nel periodo 2024-2025 vs. 56% nel periodo 2020-2023, Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2023*.

⁶⁴ Pari al 75% nel periodo 2024-2025 vs. 44% nel periodo 2020-2023, Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2023*. In base all'analisi di FIN-GOV 2025, p. 27, *"non è invece fornita quasi mai informazione sull'eventuale impatto che la maggioranza del diritto di voto avrà sulle strategie future, né è mai fornita motivazione di tale mancata disclosure"*.

⁶⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025. In tre casi, il consiglio si è espresso all'unanimità dei votanti ma ha precisato che – pur non ricorrendo le condizioni di astensione previste dalla disciplina delle operazioni con parti correlate – si sono astenuti dal voto due amministratori dichiaratisi, ai sensi dell'art. 2391 cc, portatori di un interesse poiché direttamente o indirettamente soci della quotata con una quota di partecipazione complessivamente superiore al 50%.

⁶⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025. L'assenza di una informazione sull'*iter* deliberativo riguarda 8 casi, di cui uno si riscontra nella società in cui la proposta all'ordine del giorno è stata presentata dai soci.

il contenuto tipico di tale informazione che in quasi la totalità dei casi riporta soltanto che il consiglio ha deliberato all'unanimità.

Categoria	No info	Unanimità	Astenzione PC
Grande	2	10	1
non-concentrata	1	1	0
concentrate	1	9	1
Piccole	6	15	2
non-concentrate	3	2	-
concentrate	3	13	2
Totale	8	25	3

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

2.4. Comitati consiliari

Il Codice raccomanda agli emittenti di assicurare una adeguata ripartizione interna delle funzioni endoconsiliari, istituendo comitati con funzioni istruttorie, propositive e consultive (*principio XI*). A tal fine, il Codice evidenzia come l'attribuzione di queste funzioni a uno o più comitati, o – alle condizioni indicate – al *plenum* consiliare, dovrà riguardare le materie che presentano maggiori profili di potenziale conflitto di interessi quali nomine, remunerazioni e controllo e rischi (*raccomandazione 16*). Nelle rispettive materie di competenza, il Codice identifica inoltre i criteri che le società dovranno seguire nella definizione della composizione di tali comitati: il comitato nomine è composto in maggioranza da amministratori indipendenti (*raccomandazione 20*), mentre i comitati remunerazione e controllo e rischi dovranno essere composti da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, e presieduti da un consigliere indipendente (*raccomandazioni 26 e 35*).

Nell'ottica di realizzare una maggiore proporzionalità, il Codice ha dato maggiore enfasi alla possibilità di una semplificazione delle articolazioni del consiglio di amministrazione, con riferimento sia alla possibile diversa ripartizione delle funzioni tra uno o più comitati, sia alla loro attribuzione al consiglio di amministrazione (*raccomandazione 16*). Con riferimento alla possibilità di accorpare le funzioni di supporto in materia di nomine, remunerazioni e controllo e rischi in un unico comitato, il Codice richiede espressamente

alle società di assicurare il rispetto dei criteri di composizione previsti per i relativi comitati e fornire adeguate informazioni sui compiti e sulle attività svolte per ciascuna delle funzioni attribuite. Quanto alla possibile attribuzione delle funzioni del comitato al *plenum* consiliare, il Codice ha semplificato i requisiti di composizione del consiglio per le società non grandi e per le società concentrate, rispettivamente con riferimento alle funzioni del comitato controllo e rischi e a quelle del comitato nomine (ultimi capoversi *raccomandazione* 16).

2.4.1. Comitato per le nomine

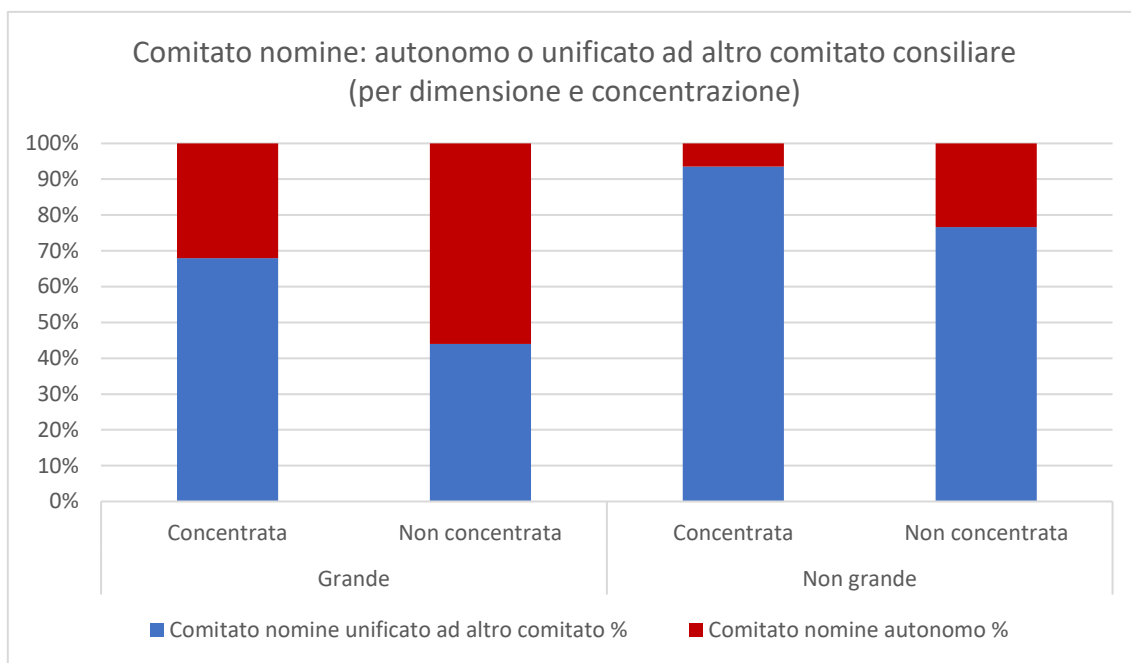
Il comitato per le nomine è stato costituito nel 79% delle società⁶⁷; il dato conferma un *trend* di graduale ma costante crescita nel tempo: negli anni precedenti il comitato nomine è stato istituito dal 77% delle società nel 2024, 74% delle società nel 2023 e nel 2022, dal 70% nel 2021, dal 69% nel 2020, dal 65% nel 2019, dal 62% nel 2018 e dal 59% nel 2017⁶⁸. L'istituzione di un comitato nomine appare influenzata dalla dimensione della società e dei relativi consigli: un comitato nomine è istituito in quasi tutte le società appartenenti all'indice FTSE Mib (91%) e delle Mid Cap (87%) e in circa due terzi delle Small Cap (71%)⁶⁹. La concentrazione proprietaria influisce, seppur in misura lieve, sulla istituzione di un comitato nomine che è previsto rispettivamente nel 76% delle concentrate e nell'85% delle non concentrate ed è solo in parte influenzata dalle dimensioni dell'emittente⁷⁰.

⁶⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁶⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2024, Id. *Relazione annuale 2023*, *Relazione annuale 2022*, Id., *Relazione annuale 2021*, Id., *Relazione annuale 2020*.

⁶⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁷⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Il comitato per le nomine è frequentemente unificato (77% dei casi)⁷¹, tendenzialmente con il comitato per le remunerazioni⁷²; in quattro di questi casi le funzioni del comitato nomine sono state affidate a un unico comitato avente funzioni in materia di nomine, remunerazioni e controllo e rischi⁷³.

L'analisi di quest'anno consolida il miglioramento osservato negli ultimi cinque anni riguardo all'informazione fornita dalle società che hanno unificato il comitato per le nomine con altro comitato consiliare: la maggior parte delle società (83%) ha fornito informazioni sulle attività svolte in merito alle diverse competenze tipiche dei singoli comitati, con un progressivo ma significativo miglioramento rispetto agli anni precedenti (soltanto nel 2018 erano appena il 20% rispetto all'80% del 2023)⁷⁴, seppur è meno

⁷¹ Si tratta di 109 casi, in lieve diminuzione rispetto al 2024 (116) ma costante rispetto agli anni precedenti (erano 108 nel 2023, 105 nel 2022, 108 nel 2021 e 100 nel 2020). Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

⁷² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁷³ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁷⁴ Si osserva un lieve calo rispetto alla percentuale rilevata lo scorso anno (89%). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2025 che rileva come tale flessione possa ricondursi, in parte, al fatto che alcuni consigli non sono attualmente in fase di rinnovo e non sono state dunque svolte le attività propedeutiche che prevedono il

frequente che tale informazione contenga anche dettagli sul numero delle riunioni e sulla loro durata nella veste di comitato nomine⁷⁵. Come già evidenziato anche l'anno scorso, l'assenza⁷⁶ di informazioni puntuali sul numero e sulla durata delle riunioni svolte dal comitato unificato con riferimento alle funzioni in materia di nomine non permette una valutazione effettiva dello svolgimento delle attività e rappresenta pertanto un elemento di possibile miglioramento per le società che hanno optato per il comitato nomine unificato con un altro comitato consiliare.

La motivazione della mancata istituzione del comitato nomine è fornita dalla quasi totalità delle società che non lo hanno costituito (97%)⁷⁷. Dall'analisi delle spiegazioni fornite si rileva che più della metà delle società che non hanno istituito un comitato nomine (26 società su 37) ha espressamente attribuito tali funzioni al *plenum* consiliare, in ragione della dimensione e in particolare degli assetti proprietari della società (70%, in aumento rispetto al 60% del 2024)⁷⁸.

Anche nel 2025, il dato rinvenuto conferma l'attenzione posta dalle imprese di minori dimensioni e concentrate alle opzioni di proporzionalità offerte dal Codice 2020 con specifico riferimento alla ripartizione delle funzioni all'interno del consiglio di amministrazione e, in particolare, alla possibile attribuzione delle funzioni in materia di nomine al *plenum* consiliare⁷⁹. Nel restante 30% dei casi la giustificazione fornita presenta invece un carattere più formale: le società fanno genericamente riferimento alla ridotta dimensione e complessità organizzativa della società e, in particolare, alla presenza del

coinvolgimento del comitato nomine. Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*; Id. *Relazione annuale 2023*.

⁷⁵ Questa informazione è fornita da poco più del 6% delle società che hanno un comitato nomine unificato con il comitato remunerazioni (e, se del caso, con il comitato controllo e rischi). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁷⁶ FIN-GOV 2025, pp. 43 e 44, rileva come la disclosure sulla frequenza delle riunioni e del *time commitment* non è quasi mai fornita nei casi di comitato nomine accorpato con altri, evidenziando peraltro come tale assenza di informazioni sia frequente anche negli altri casi di comitati unificati (es. comitato sostenibilità, e, in misura minore, nel comitato OPC).

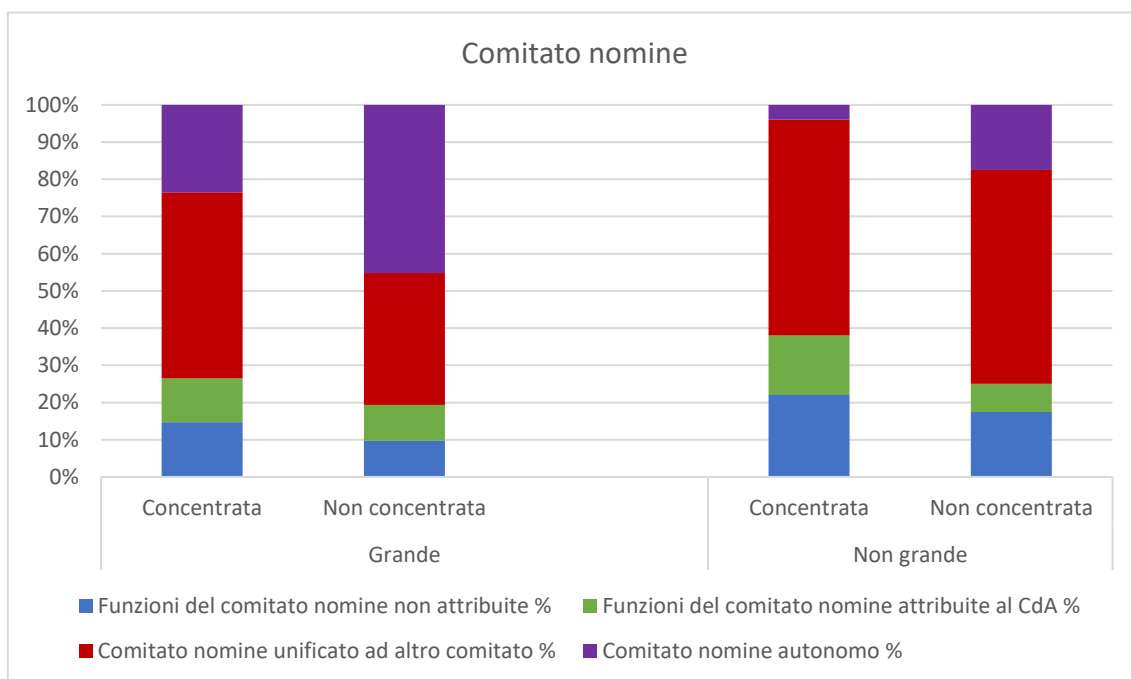
⁷⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁷⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁷⁹ V. *raccomandazione* 16, Codice di Corporate Governance 2020.

sistema del “voto di lista” e/o all’adeguatezza del ruolo propositivo svolto dall’azionista di riferimento⁸⁰.

Nei casi in cui è stato istituito un comitato per le nomine autonome (*i.e.* non unificato con altri comitati), la sua composizione è quasi sempre (97% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti)⁸¹.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

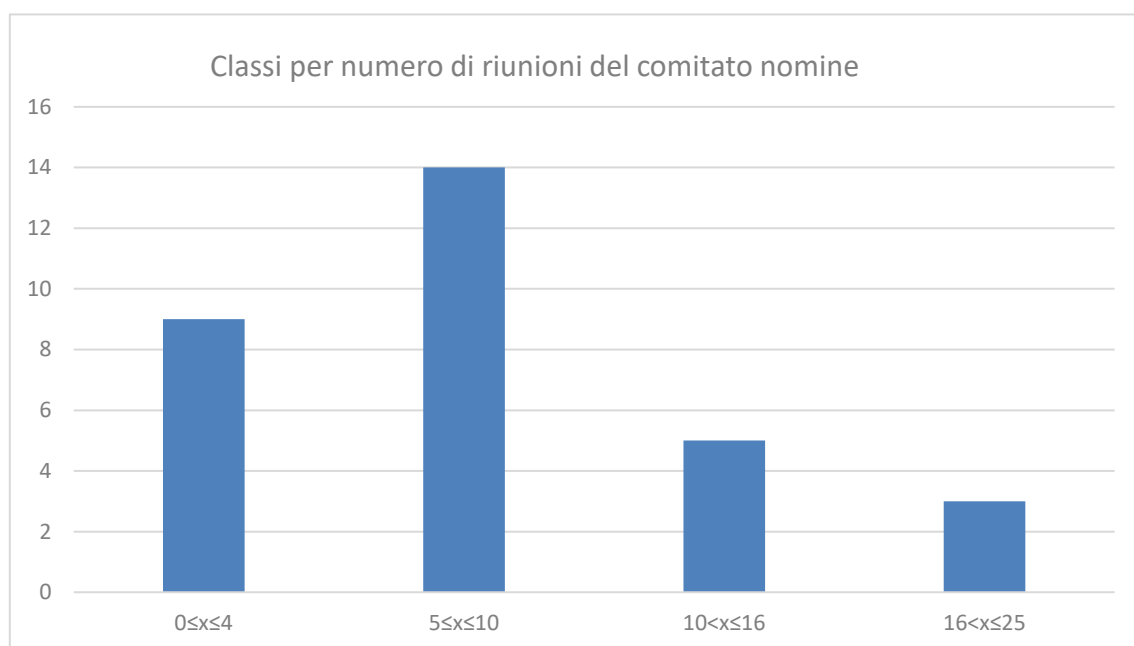
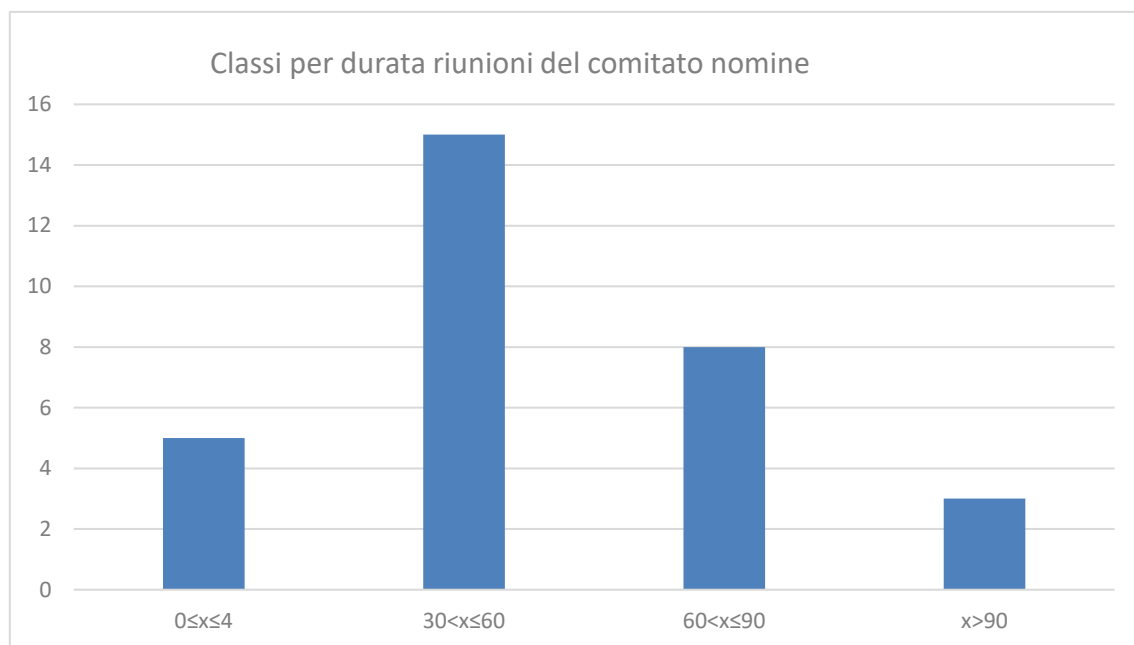
Il comitato nomine autonomo si riunisce in media 7,3 volte all’anno, con una durata media di circa 1 ora⁸². Il numero delle riunioni appare influenzato soprattutto dalle dimensioni della società: esso si riunisce in media 10,5 volte all’anno nelle FTSE Mib, rispetto alle 5,4 delle Mid Cap e alle 3,8 delle Small Cap. Su un totale di 33 comitati autonomi si osserva che in due casi le società non forniscono alcuna informazione in merito alla durata e alla frequenza delle riunioni⁸³.

⁸⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁸¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁸² Nel 2024 e nel 2023 il comitato nomine autonomo si è riunito in media rispettivamente 7.25 e 6.5 volte all’anno, sempre con una durata media di 1 ora. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*.

⁸³ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

2.4.2. Comitato per le remunerazioni

Il comitato per le remunerazioni è presente nel 98% delle società che aderiscono al Codice, dato stabile nel tempo⁸⁴. In quattro casi le attribuzioni sono affidate a un comitato unico avente funzioni in materia di nomine, remunerazioni e controllo e rischi⁸⁵.

Le poche società che non hanno costituito tale comitato forniscono sempre (100% dei casi)⁸⁶ una spiegazione che chiarisce come tale attribuzione sia stata affidata al consiglio o a un insieme di amministratori indipendenti non riuniti in comitato.

La composizione del comitato remunerazioni è quasi sempre in linea con le raccomandazioni del Codice relative alla presenza di soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti con presidente indipendente (98% dei casi)⁸⁷.

Il comitato remunerazioni si riunisce in media 6 volte all'anno, con una durata media di circa 1 ora e 11 minuti⁸⁸. Dall'esame delle riunioni si riscontra tuttavia che il 6% dei comitati dichiara di essersi riunito meno di due volte all'anno⁸⁹: si tratta di società di minori dimensioni (*i.e.* non grandi ai sensi del Codice) e con assetti proprietari prevalentemente concentrati (*i.e.* società concentrate ai sensi del Codice)⁹⁰.

⁸⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato stabile nel tempo: era il 97% nel 2024 e nel 2023; il 96% nel 2022; il 97% nel 2020; il 94% nel 2018. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*; Id. *Relazione annuale 2020*; Id. *Relazione annuale 2018*.

⁸⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

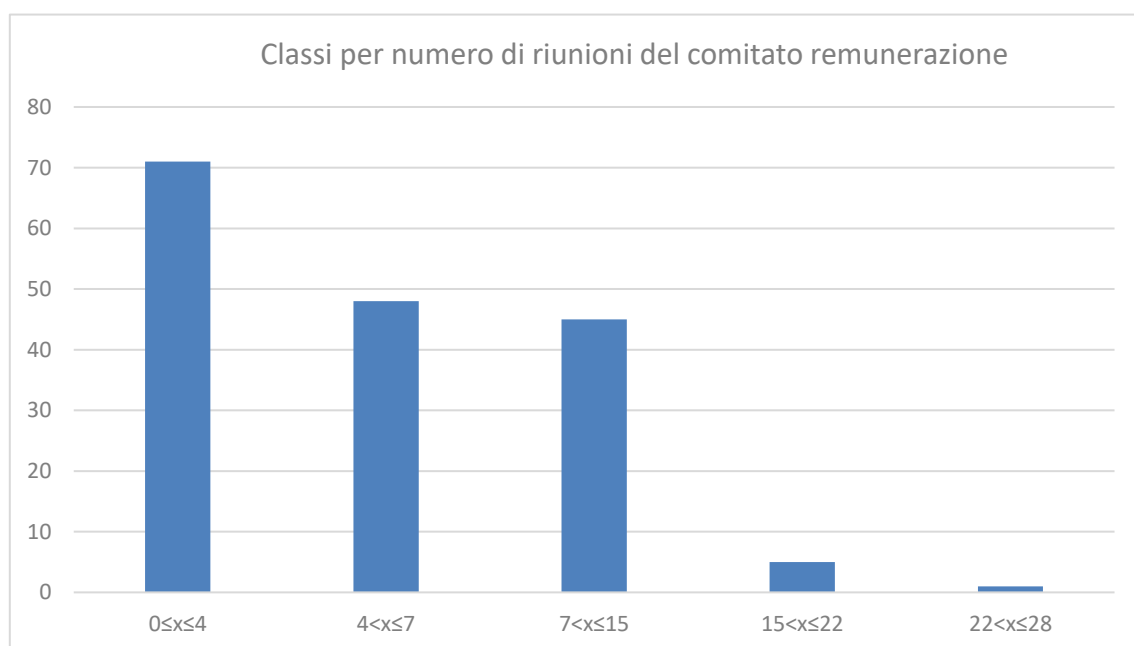
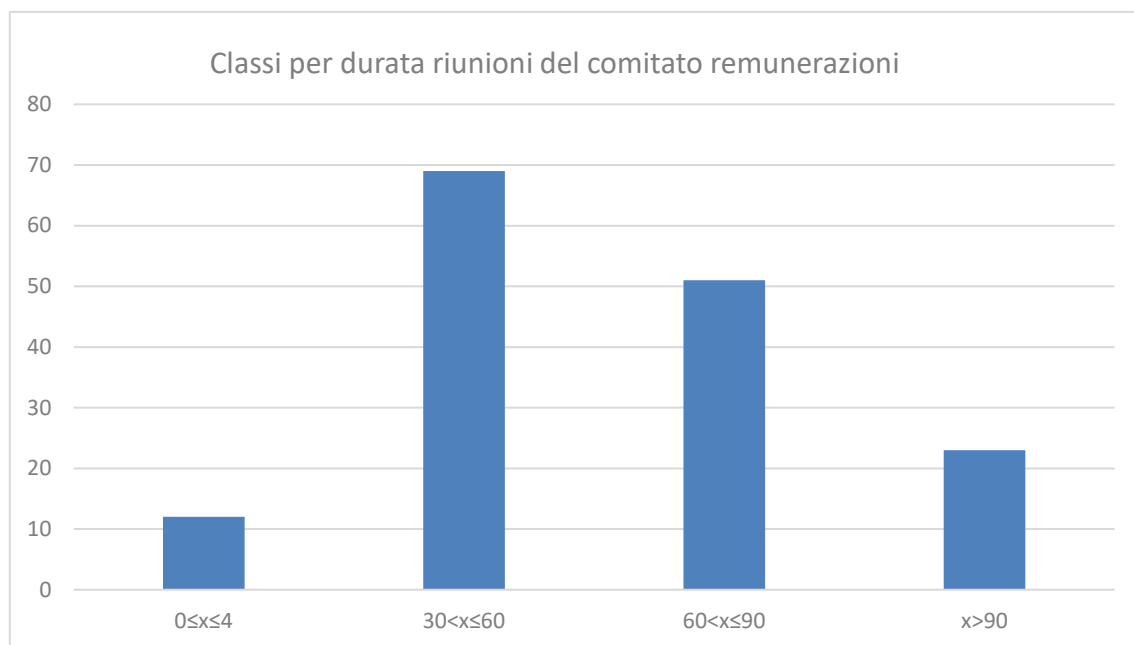
⁸⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato stabile nel tempo. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*; Id. *Relazione annuale 2020*; Id. *Relazione annuale 2018*.

⁸⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato stabile nel tempo. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*; Id. *Relazione annuale 2020*; Id. *Relazione annuale 2018*.

⁸⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato stabile rispetto al 2024. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

⁸⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato invariato rispetto al 2024, mentre era l'11% nel 2023. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*.

⁹⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

2.4.3. Comitato controllo e rischi

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla quasi totalità delle società (98%)⁹¹. Nei rari casi in cui le società non hanno istituito il comitato la motivazione è quasi sempre relativa all'esigenza di maggiore semplificazione del funzionamento del consiglio e dalla relativa attribuzione delle funzioni al *plenum* consiliare, come previsto dallo stesso Codice⁹².

La composizione del comitato controllo e rischi è nel 99% dei casi in linea con le raccomandazioni del Codice; a differenza degli anni scorsi, i pochi casi di non *compliance* sono sempre spiegati⁹³.

Il comitato controllo e rischi si riunisce in media 9,2 volte all'anno, per una durata media di 2 ore circa⁹⁴.

Dall'esame delle informazioni fornite sulle riunioni svolte si riscontra che in sole due società il comitato controllo e rischi dichiara di essersi riunito meno di 2 volte all'anno: si tratta di società di minori dimensioni (*i.e.* società non grandi ai sensi del Codice) e con assetti proprietari concentrati (*i.e.* società concentrate ai sensi del Codice)⁹⁵.

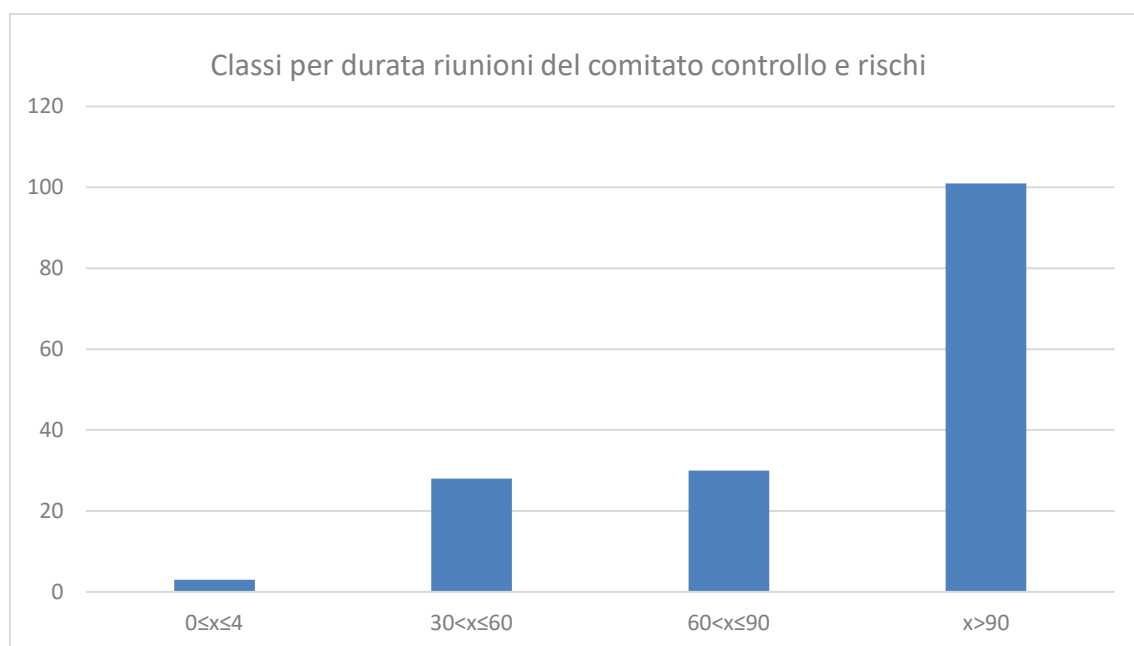
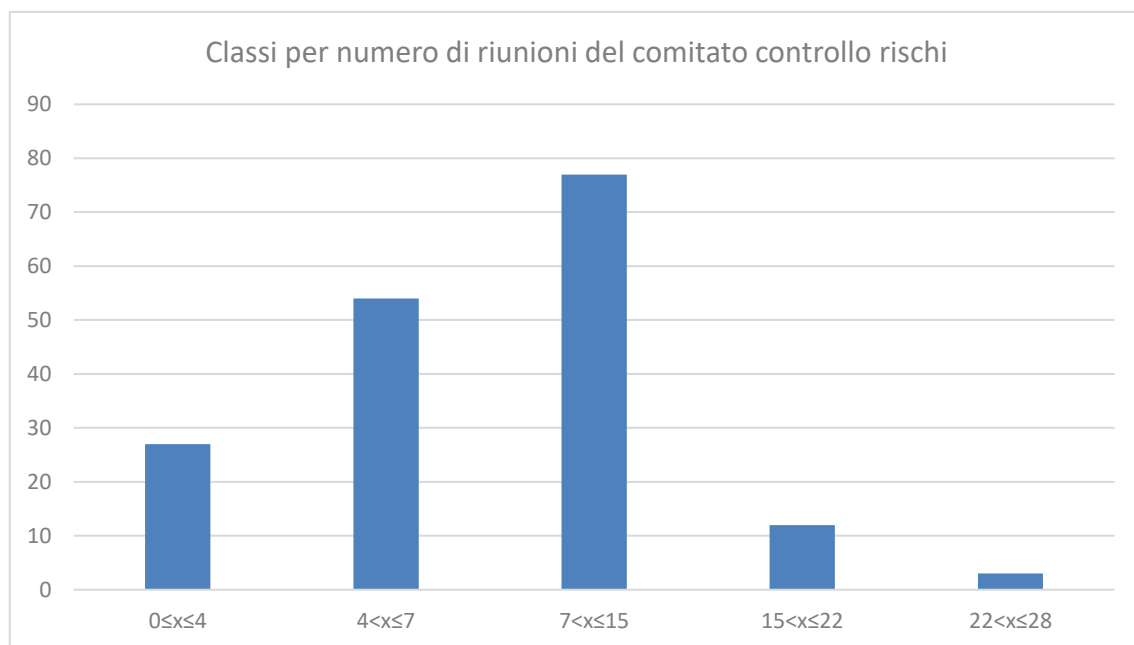
⁹¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato che segna una continuità con gli anni precedenti. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*.

⁹² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁹³ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁹⁴ Erano 8,7 nel 2024, 8,6 nel 2023 e 9,4 nel 2022 le riunioni annuali rilevate, con una media di circa 2 ore di durata. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023* Id., *Relazione annuale 2022*.

⁹⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

2.5. Efficace funzionamento dell'organo amministrativo

L'esame dell'applicazione del Codice continua con riferimento alle raccomandazioni che riguardano più direttamente il funzionamento del consiglio di amministrazione e la cura del processo di nomina dei suoi componenti. A tal fine è esaminata l'applicazione delle raccomandazioni relative all'adeguatezza e alla tempestività dell'informativa pre-consiliare (2.2.1.), all'attività di autovalutazione dell'organo amministrativo e dei suoi comitati (2.2.2), agli orientamenti del consiglio sul numero massimo degli incarichi (2.2.3.) e sulla composizione ottimale dell'organo di amministrazione (2.2.4.) e alla predisposizione dei piani di successione per gli amministratori esecutivi (2.2.5.).

2.5.1. Informazione pre-consiliare

L'articolo 3 del Codice delinea i principi e le raccomandazioni che si intendono funzionali all'efficace funzionamento del consiglio. A tal fine, il *principio IX* raccomanda all'organo di definire le regole e le procedure per il proprio funzionamento, avendo particolare riguardo alla gestione dell'informativa consiliare e il *principio X* richiama il ruolo di raccordo del presidente nei flussi informativi tra esecutivi e non esecutivi nonché nella cura dell'efficace funzionamento del consiglio. I principi sono ampiamente declinati nella *raccomandazione 11*, dedicata alle *best practice* nella gestione dell'informativa pre-consiliare, e nella *raccomandazione 12*, dedicata ai compiti del presidente del consiglio di amministrazione, anche con riferimento alla cura dell'informativa.

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 a darne adeguata divulgazione nella relazione sul governo societario.

Le relazioni sul governo societario pubblicate nel 2025 contengono quasi sempre (99%) indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare⁹⁶. Il 96% delle società ha

⁹⁶ Un dato che appare sostanzialmente stabile e in linea con gli anni precedenti. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2023* p.27; Id, *Relazione annuale 2022*; p. 24, Id. *Relazione annuale 2021*, p. 45; Id., *Relazione 2020*, p. 43; Id., *Relazione annuale 2019*, p. 54; Id., *Relazione annuale 2018*, p. 45.

quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo: l'applicazione del Codice appare sostanzialmente stabile rispetto agli anni scorsi (93% nel 2024 e 90% nel 2023), confermando il progressivo miglioramento nel lungo termine rispetto agli anni precedenti (87% nel 2022, 80% nel 2021, 75% nel 2020)⁹⁷. Una generale informazione sulla trasmissione della documentazione al consiglio è dunque ampiamente diffusa al di là del fattore dimensionale (100% nelle grandi e nelle medie e 92% nelle piccole); ciò denota un miglioramento nella disclosure delle medie e piccole⁹⁸. In dettaglio, le Mid Cap dichiarano di rendere disponibile la documentazione pre-consiliare con un anticipo medio di almeno 2,3 giorni rispetto alla riunione del consiglio. Nelle Small Cap, questo termine si riduce leggermente, con un anticipo medio di almeno 2 giorni. Il periodo indicato dalle società piccole e medie per la condivisione della documentazione ai consiglieri varia da un minimo di 8 ore prima della riunione a un massimo di 7 giorni⁹⁹. Inoltre, il 16% delle aderenti (28) non esclude la possibilità di rendere disponibile la documentazione pre-consiliare direttamente durante la riunione, in casi di particolare urgenza.

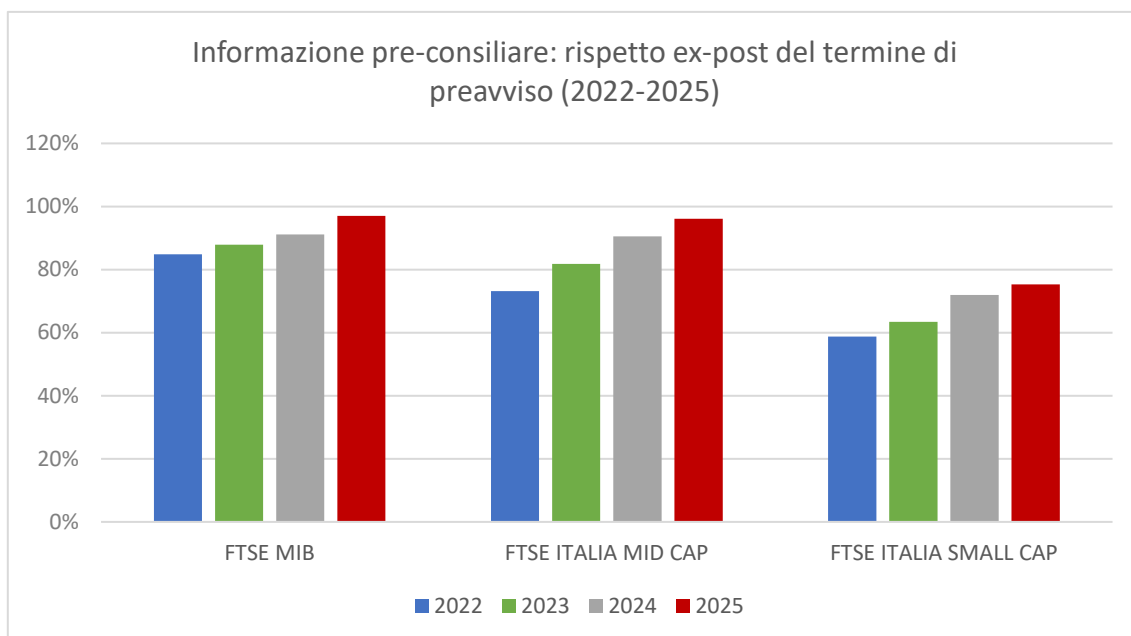
Quanto all'informativa che i consigli sono invitati a fornire *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso, l'85% delle società ha fornito informazioni sull'effettivo rispetto dei termini previsti: il dato appare in aumento rispetto all'anno scorso (80% nel 2024), consolidando il miglioramento avvenuto negli anni precedenti (circa 73% nel 2023, 67% nel 2022, 68% nel 2021 e il 60% nel 2020)¹⁰⁰.

⁹⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

⁹⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Rispetto al 2024, il dato resta sostanzialmente invariato per le società di maggiori dimensioni, mentre era il 98% nelle società medie e l'88% nelle piccole. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

⁹⁹ Nelle società del FTSE Mib, la documentazione viene generalmente resa disponibile con un anticipo medio di 3 giorni rispetto all'adunanza del consiglio, con un intervallo che varia da un minimo di 12 ore a un massimo di 7 giorni. In 4 casi viene considerata la possibilità di fornire la documentazione direttamente durante la riunione mentre in un caso è previsto un anticipo superiore ai 7 giorni. Assonime-Emittenti Titoli, 2025.

¹⁰⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Questo tipo di informativa risulta essenziale per valutare l'effettiva adeguatezza dei flussi pre-consiliari rispetto ai parametri organizzativi stabiliti dalla società. Si osserva un significativo miglioramento sia nelle società di medie dimensioni che in quelle più piccole. È interessante notare che, ugualmente allo scorso anno, il *gap* tra le società grandi e quelle medie si è praticamente azzerato: il preavviso è rispettato nel 97% dei casi per le FTSE Mib e nel 96% dei casi per le Mid Cap. Al contrario, nelle Small Cap, la percentuale di quelle che forniscono tale informativa è aumentata al 75% rispetto al 71% dell'anno scorso¹⁰¹.

Per quanto riguarda, invece, l'invio preventivo dell'informativa ai comitati endoconsiliari emerge che poco meno della metà delle società aderenti (41%) non specifica il termine entro il quale la documentazione viene resa disponibile. Tale dato varia significativamente in funzione della dimensione della società; infatti, tra le Small Cap, il 53% delle società non fornisce dettagli sui tempi di invio delle informazioni, mentre la percentuale scende al 33% per le Mid Cap e al 21% per le FTSE Mib.

¹⁰¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. In lieve aumento rispetto al 2024 dove erano il 91% per le FTSE Mib e per le Mid Cap e il 71% per le Small Cap. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

L'esame dell'organizzazione dei flussi informativi al consiglio è stato esteso anche alla verifica di eventuali previsioni di generica esenzione dal termine di preavviso per ragioni di riservatezza: 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 Comitato¹⁰² e reso più esplicito nel Codice¹⁰³, adeguati presidi alternativi in presenza di tali fattispecie.

Questa casistica continua a riscontrarsi nel 25% delle società che aderiscono al Codice (dato sostanzialmente stabile rispetto al 24% del 2024, al 26% del 2023 e al 37% del 2022)¹⁰⁴. Nella maggior parte dei casi si tratta di previsioni generali che consentono alla società di derogare al rispetto dei termini di preavviso in presenza di ragioni di riservatezza o segretezza delle informazioni, talvolta anche con formule ampie che comprendono le informazioni sui dati previsionali o su operazioni strategiche, mentre in rari casi l'esimente si riconosce nella informativa *ex post*, ossia riconoscendo che – per ragioni di riservatezza – non è stato possibile rispettare il termine di preavviso preventivamente identificato nelle regole di funzionamento del consiglio e sono state fornite informazioni durante la riunione consiliare¹⁰⁵.

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 più della metà delle società che prevedono generiche esenzioni al termine per ragioni di riservatezza dichiarano che la gestione della informativa pre-consiliare avviene tramite

¹⁰² Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2018*, p. 46.

¹⁰³ V. 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*”.

¹⁰⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁰⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

portali che dovrebbero assicurare tempestività e riservatezza dell'informativa, rendendo dunque ancora meno chiara l'esigenza di prevedere tali deroghe¹⁰⁶.

2.5.2. Board evaluation

Il Codice CG raccomanda di procedere all'autovalutazione del consiglio di amministrazione e dei suoi comitati almeno ogni tre anni, in vista del rinnovo dell'organo di amministrazione. La *raccomandazione* 22 introduce un importante elemento di flessibilità nella *governance* delle società quotate, raccomandando solo alle società grandi e non concentrate, che *board review* sia condotta su base annuale¹⁰⁷.

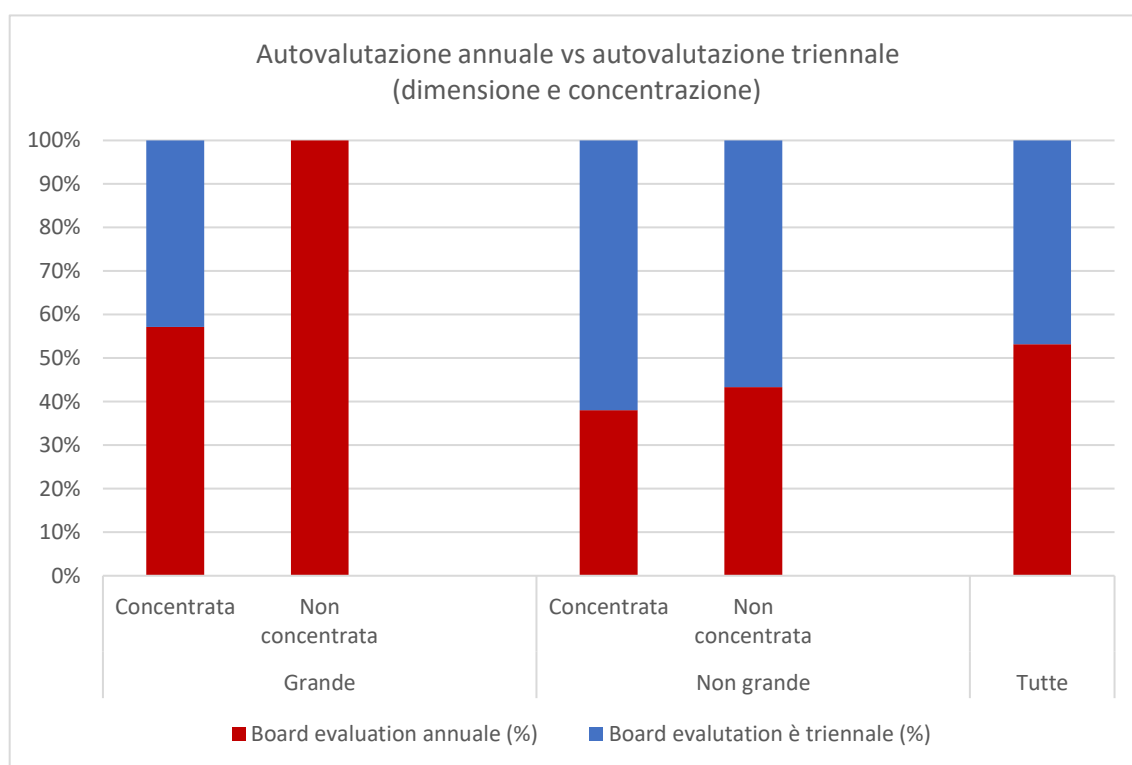
È interessante notare come, a quattro anni di applicazione del nuovo Codice, questa misura di flessibilità abbia riscosso un notevole successo, portando a una rilevante semplificazione e, auspicabilmente, maggiore efficienza delle autovalutazioni di oltre la metà delle società non-grandi e di quasi la metà delle società grandi ma a proprietà concentrata. Il 60% delle società non-grandi ai sensi del Codice ha infatti dichiarato di procedere a una autovalutazione triennale¹⁰⁸ (rispettivamente il 62% delle piccole e non concentrate e il 60% delle piccole e concentrate); questa facoltà è stata parimenti colta dal 47% delle società grandi con assetti proprietari concentrati¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Il 60% delle società che aderiscono al Codice dichiara l'utilizzo di portali dedicati alla circolazione dell'informativa pre-consiliare; circa il 56% delle società che richiamano l'esimente della riservatezza dichiarano anche l'utilizzo di tali portali che dovrebbero ragionevolmente escludere la eventuale necessità di prevedere l'esimente sopra richiamata. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁰⁷ Per le società grandi diverse da quelle a proprietà concentrata il Codice prevede una autovalutazione annuale che potrà essere condotta con modalità differenziate nel corso del mandato consiliare. Queste società sono inoltre invitate a considerare l'opportunità di avvalersi del supporto di un consulente indipendente ogni tre anni. V. Codice di Corporate Governance 2020, *raccomandazione* 22.

¹⁰⁸ Si tratta prevalentemente (50% delle non grandi) di casi in cui la decisione di procedere all'autovalutazione è stata effettivamente implementata; mentre una parte delle società non grandi (10% di tutte le società non grandi) ha solo dichiarato l'intenzione di procedere all'autovalutazione su base triennale. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁰⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

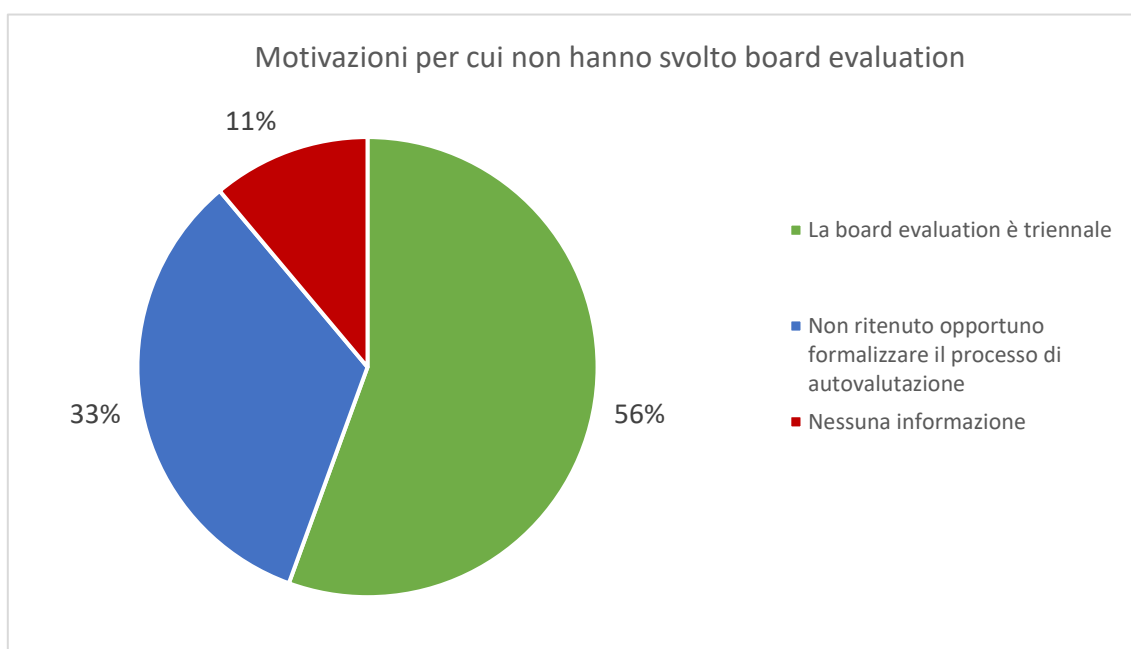
Quanto alla frequenza del processo di autovalutazione, tenuto conto della sua cadenza eventualmente triennale, le informazioni fornite nelle relazioni di *governance* riportano un quadro sostanzialmente stabile nel tempo: anche quest'anno la maggior parte delle società (pari all'87% del totale¹¹⁰) ha comunicato di avere condotto l'attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione, con un grado di adesione piuttosto diffuso al di là del dato dimensionale (97% delle FTSE Mib , 90% delle Mid Cap, 82% delle Small Cap)¹¹¹.

Delle 23 società che non hanno effettuato l'autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, più della metà ha fornito una spiegazione in coerenza con il principio del “*comply or explain*”. L'analisi delle motivazioni evidenzia che nella maggior parte dei casi la scelta è determinata dalla decisione della società di svolgere

¹¹⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato stabile nel tempo, era l'87% nel 2024. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

¹¹¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

l'autovalutazione con cadenza triennale e di procedervi in futuro (ad esempio, in occasione del prossimo rinnovo del consiglio, condizione spesso invocata dalle società di nuova quotazione); nei restanti casi la società ha scelto di non procedere alla formalizzazione del processo ritenendo che tale prassi non appaia utile o funzionale in ragione degli assetti proprietari e/o delle dimensioni della società o del consiglio¹¹².



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Quasi tutte le società che hanno realizzato l'autovalutazione hanno comunicato almeno qualche elemento relativo alle sue modalità di svolgimento (90%)¹¹³.

Il livello di *compliance* non appare sostanzialmente influenzato dalla dimensione delle società: tutte le società FTSE Mib che dichiarano di condurre la *board review* forniscono anche informazioni in merito alle modalità con cui viene condotta. La percentuale rimane però comunque elevata nelle società Mid Cap (91%) e nelle Small Cap (84%). Il dato

¹¹² In questi casi, si tratta sempre di “società non grandi” come definite dal Codice di Corporate Governance. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹¹³ Dato in lieve miglioramento rispetto all'ultimo triennio e soprattutto rispetto all'85% del 2018, 84% del 2017 e 81% del 2016. Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*; Id., *Relazione annuale 2021*; Id., *Relazione annuale 2020*; Id., *Relazione annuale 2019*.

appare sostanzialmente stabile nel tempo, con un miglioramento nelle società medie e piccole.

Quasi sempre (97%) le società dichiarano di aver condotto l'autovalutazione mediante l'uso di questionari, mentre è meno frequente lo svolgimento di interviste (35%). Talvolta i due strumenti sono utilizzati cumulativamente (34%)¹¹⁴.

Il 92% delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation* fornisce informazioni in merito al soggetto incaricato della relativa attività¹¹⁵: nella maggior parte di questi casi la società affida l'istruttoria al consiglio o a una sua componente, eventualmente insieme a una funzione interna o un consulente esterno della società. Più in dettaglio, l'85% delle società che ha svolto la *board evaluation* ha affidato tale compito a un comitato consiliare (frequentemente il comitato nomine autonomo o unificato con altri), a una componente indipendente del consiglio (il LID o in taluni casi il presidente di un comitato consiliare) o al presidente del consiglio di amministrazione¹¹⁶; in un ulteriore 7% dei casi, l'autovalutazione viene genericamente attribuita al consiglio senza ulteriori specificazioni sui soggetti incaricati dell'istruttoria¹¹⁷.

Circa due terzi dei componenti interni al Consiglio incaricati dell'autovalutazione sono affiancati da una funzione interna (es. affari societari) e/o da un consulente esterno, mentre appare stabile il numero delle società che affidano l'attività di autovalutazione esclusivamente a una componente esterna: al solo consulente esterno (6% delle società che svolgono la *board evaluation* rispetto all'11% del 2024) o soltanto a una funzione interna (2% delle società che svolgono la *board evaluation* rispetto al 3% del 2024)¹¹⁸,

¹¹⁴ Dato stabile nel tempo. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

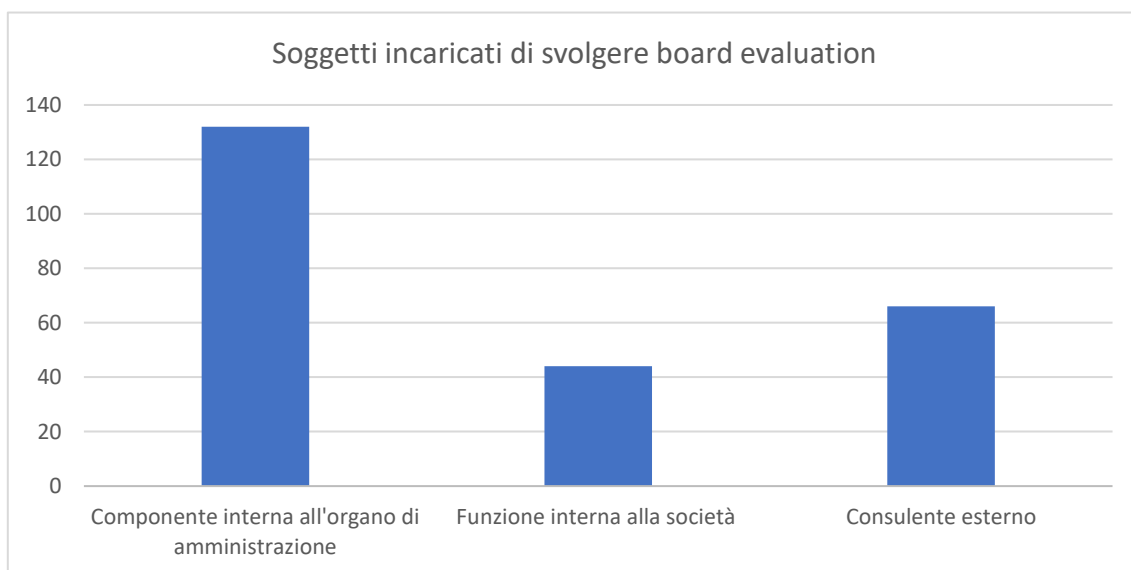
¹¹⁵ Dato sostanzialmente stabile nell'ultimo triennio. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹¹⁶ Si tratta complessivamente del 74% delle società quotate. La decisione di affidare l'istruttoria a una componente interna al consiglio di amministrazione appare comunque migliorata rispetto al 61% registrato nel 2022 (quest'ultimo dato va raffrontato con il 92% indicato sopra, calcolato sul totale delle società che hanno svolto l'autovalutazione). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹¹⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹¹⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

mentre non si sono rilevati casi in cui l'autovalutazione sia stata condotta da entrambe, consulente e funzione interna.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Se ne deduce che l'assenza di una chiara supervisione del consiglio della *board review* si rinviene in circa un quarto delle società che hanno svolto l'autovalutazione del consiglio e dei suoi comitati (7% delle società che svolgono l'autovalutazione senza fornire informazioni e 15% delle società che dichiarano di aver affidato l'istruttoria esclusivamente a soggetti esterni rispetto al consiglio)¹¹⁹. Il dato fornito dalle relazioni pubblicate nel 2025 appare costante rispetto al 2024, ove erano rispettivamente il 9% e il 14%, ma in miglioramento rispetto al 2023, dove il 16% delle società che svolgevano l'autovalutazione non forniva informazioni e il 16% delle società avevano affidato l'istruttoria esclusivamente a soggetti esterni rispetto al consiglio)¹²⁰.

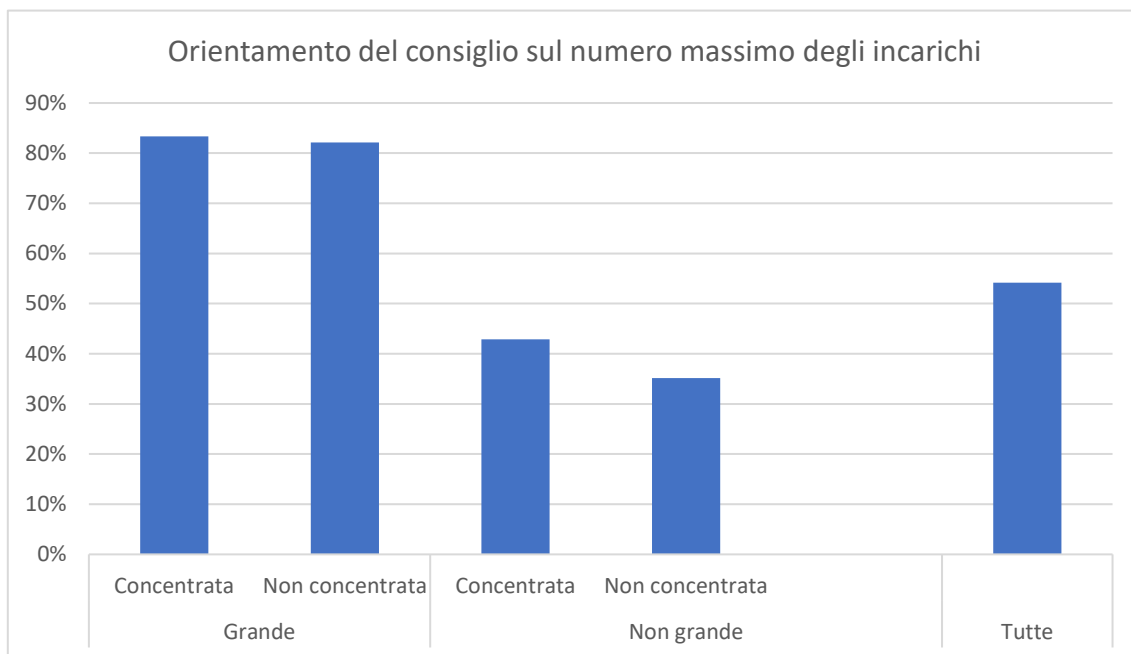
2.5.3. Orientamento del consiglio sul numero massimo degli incarichi

Il Codice raccomanda ai consigli di amministrazione delle sole società grandi il compito di definire un orientamento sul numero massimo degli incarichi negli organi di

¹¹⁹ Le percentuali sono calcolate sul totale delle 156 società che hanno svolto l'autovalutazione.

¹²⁰ Anche in questo caso le percentuali sono calcolate sul numero delle società che hanno svolto l'autovalutazione. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*. Si ricorda che tali aspetti sono stati individuati tra le criticità nella Lettera del Presidente del Comitato per la Corporate Governance del 2018 e del 2020. V. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2020*, p. 48; Id, *Relazione annuale 2018*, p. 50.

amministrazione e controllo in altre società quotate o di rilevanti dimensioni che possa essere considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore della società, tenendo conto dell'impegno derivante dal ruolo ricoperto (*raccomandazione 15*).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

L'espressione di questo orientamento nelle società grandi è stabile rispetto agli anni scorsi: nelle relazioni pubblicate nel 2025, l'83% dei consigli delle società grandi indica il proprio orientamento sul numero massimo degli incarichi (era l'80% nel 2024)¹²¹. In generale, si osserva che anche le società piccole, non soggette alla raccomandazione del Codice, hanno deciso di aderire a questa *best practice*: oltre un terzo delle società non-grandi¹²² ha previsto un orientamento sul numero massimo degli incarichi degli amministratori.

¹²¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

¹²² Si tratta del 40% delle società non-grandi. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

2.5.4. Orientamento del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale

Il Codice raccomanda ai consigli di amministrazione delle società a proprietà non concentrata: (i) di esprimere, in vista del proprio rinnovo, un orientamento sulla sua composizione quantitativa e qualitativa ritenuta ottimale, tenendo conto degli esiti dell'autovalutazione, e (ii) di richiedere a chi presenta una lista che contiene il numero di candidati superiore alla metà dei componenti da eleggere di fornire adeguata informativa circa la rispondenza della lista all'orientamento espresso, e di indicare chi è candidato alla carica di presidente dell'organo di amministrazione (*raccomandazione 23*). L'orientamento del *board* uscente dovrà essere pubblicato sul sito internet della società con congruo anticipo rispetto alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea relativa al suo rinnovo (*raccomandazione 23*).

In quasi tutte le società non concentrate che hanno proceduto al rinnovo dell'organo di amministrazione nel 2025 il consiglio ha espresso un orientamento sulla sua composizione ottimale: si tratta di 14 società su 15 che hanno rinnovato il consiglio nel 2025 (93%)¹²³. Il grado di *compliance* non appare influenzato dalle dimensioni della società a proprietà non concentrata: l'orientamento è stato espresso dal 90% delle società grandi e dal 100% delle società medio-piccole che sono a proprietà non concentrata e che hanno rinnovato il consiglio nel 2025¹²⁴.

¹²³ Nel 2024, un orientamento sulla composizione ottimale dell'organo di amministrazione è stato espresso nel 83% delle società non concentrate (20 su 24). Il dato appare in significativo miglioramento, seppur con riferimento a campioni molto limitati, rispetto al 2023, quando l'orientamento è stato espresso nel 71% delle società non concentrate che hanno proceduto al rinnovo nel 2023 (15 società su 21). Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2023*.

¹²⁴ L'aumento è rilevante anche se si considerano le società non concentrate del 2022, ossia le stesse società nel precedente rinnovo del board (50% nel 2022), rispetto all'anno scorso (83%); dato quest'ultimo che naturalmente riguarda un diverso gruppo di società che ha rinnovato il board l'anno scorso ma costituisce comunque un utile parametro per valutare gli effetti delle raccomandazioni contenute nella Lettera del Presidente del Comitato del Comitato per la Corporate Governance 2022 e 2023. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

Categoria	rinnovo nel 2025	orientamento espresso	% orientamento in caso di rinnovo
non-concentrate	15	14	93%
piccole	5	5	100%
grandi	10	9	90%
concentrate	35	16	46%
piccole	25	8	32%
grandi	10	8	80%
totale	50	30	60%

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

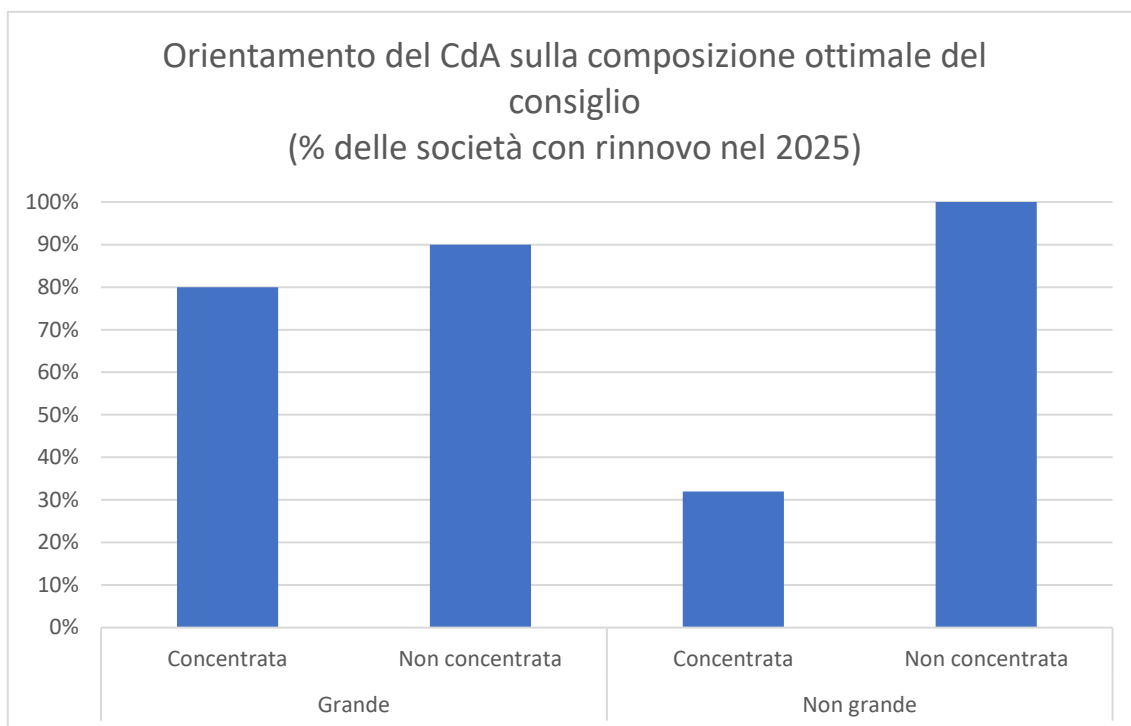
L'espressione dell'orientamento si rileva peraltro anche nelle società a proprietà concentrata che hanno rinnovato l'organo di amministrazione nel 2025, dove quasi la metà dei consigli ha deciso di applicare volontariamente questa *best practice*, esprimendo un orientamento sulla sua composizione ottimale (46%)¹²⁵. La dimensione della società appare influenzare notevolmente anche l'applicazione volontaria di questa *best practice*: l'orientamento è stato espresso nel 80% delle società grandi e nel 32% delle medio-piccole che sono a proprietà concentrata e che hanno rinnovato il consiglio nel 2025¹²⁶.

Complessivamente, dunque, in poco più della metà (60%) delle società che hanno rinnovato il consiglio di amministrazione nel 2025 è stato espresso un orientamento sulla sua composizione ottimale. Rispetto al 2022, anno in cui il grado di *compliance* era del 40%, si osserva un lieve aumento nella percentuale degli orientamenti espressi in prossimità del rinnovo del consiglio, anche con riferimento al triennio 2023-2021¹²⁷.

¹²⁵ In questo caso il dato appare in aumento rispetto al 2022, ossia con riferimento alle medesime società concentrate nel precedente rinnovo del board (36% nel 2021), e rispetto al 2024, quando il 34% dei consigli delle società concentrate con rinnovo nel medesimo anno ha espresso un orientamento sulla propria composizione ottimale. Assonime-Emittenti Titoli 2022, 2024.

¹²⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹²⁷ Erano rispettivamente il 51% nel 2024, 53% nel 2023, 40% nel 2022, il 52% nel 2021; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

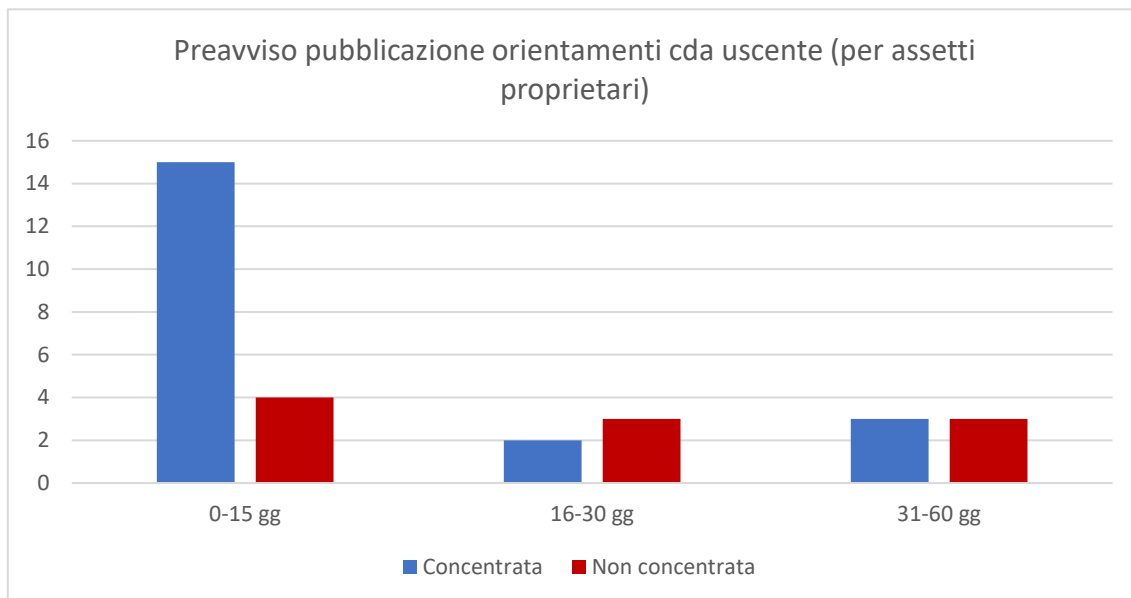
Dove reso pubblico¹²⁸, l'orientamento dei consigli uscenti nelle società a proprietà non concentrata è pubblicato in anticipo rispetto alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione, con un minimo di 5 giorni e un massimo di 51. La media del preavviso con cui è pubblicato l'orientamento rispetto alla pubblicazione dell'avviso di convocazione è di 22 giorni; la variabilità nella scelta del preavviso è molto elevata: infatti, meno di un terzo degli orientamenti è pubblicato con un preavviso di almeno 30 giorni¹²⁹.

Il termine di preavviso nelle società a proprietà concentrata varia invece tra un minimo di 6 e un massimo di 35 giorni precedenti alla pubblicazione dall'avviso di convocazione

¹²⁸ I dati menzionati fanno riferimento alla data di pubblicazione degli orientamenti presenti sul sito web delle società o della relazione illustrativa predisposta dal consiglio di amministrazione, che fornisce dettagli e chiarimenti in merito alla composizione ritenuta ottimale. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹²⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Il dato appare in peggioramento se confrontato – con tutti i caveat del caso, considerando che, da un lato, le società considerate sono diverse, dall'altro, quest'anno le società non concentrate hanno pubblicato più orientamenti (93% vs. 83% del 2024) – con quello dell'anno scorso, quando gli orientamenti espressi sono stati pubblicati con un preavviso medio di circa 30 gg. Tuttavia, quest'anno non si riscontrano casi di società che hanno pubblicato l'orientamento contestualmente con l'avviso di convocazione, a differenza dello scorso anno, ove i casi erano 6. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

(con una media di circa 7,5 giorni)¹³⁰; in 9 casi la pubblicazione dell'orientamento è stata sostanzialmente contestuale alla pubblicazione dell'avviso di convocazione e della relazione illustrativa del consiglio sul relativo punto all'ordine del giorno¹³¹.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Nella definizione delle modalità di pubblicazione dell'orientamento, il Codice raccomanda che questa avvenga con congruo anticipo rispetto alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea di rinnovo del consiglio.

Complessivamente, si osserva dunque che gli orientamenti espressi nel 2025 in vista del rinnovo del consiglio in tutte le società che aderiscono al Codice (dunque a prescindere dalla concentrazione degli assetti proprietari) sono stati pubblicati con un anticipo medio di 14 giorni rispetto alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione. Considerata la grande variabilità dei termini scelti dalle singole società, è utile pertanto indicare che soltanto nel 20% dei casi la pubblicazione è avvenuta con un anticipo di almeno 30

¹³⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹³¹ In questo caso, la tempestività degli orientamenti pubblicati dalle società concentrate risulta in lieve miglioramento rispetto al 2024, quando il preavviso medio era di 2 giorni. Anche in questo caso, valgono tutti i *caveat* già ampiamente illustrati nelle note precedenti. Assonime-Emittenti Titoli 2025. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

giorni¹³². Nella maggior parte dei restanti casi infatti (80%) il preavviso è inferiore a 30 giorni prima della pubblicazione dell'avviso di convocazione: in particolare, in più di un terzo di questi casi il preavviso è sostanzialmente nullo (la pubblicazione dell'orientamento è contestuale a quella dell'avviso di convocazione) mentre nei restanti due terzi dei casi il preavviso medio è di 13 giorni¹³³. Considerando che il campione di riferimento varia di anno in anno, essendo legato al rinnovo del *board* che ricorre fisiologicamente – quasi sempre – su base triennale, i dati evidenziano un miglioramento rispetto alla pubblicazione degli orientamenti 2022¹³⁴ quando, soltanto l'8% degli orientamenti è stato pubblicato con un anticipo di almeno 30 giorni rispetto alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea e la media generale del preavviso era pari a 13 giorni.

2.5.5. Piani di successione

Il Codice raccomanda ai consigli di amministrazione delle società grandi di definire, con il supporto del comitato nomine, un piano per la successione del CEO e degli amministratori esecutivi che individui almeno le procedure da seguire in caso di cessazione anticipata dall'incarico, e di accertare l'esistenza di adeguate procedure per la successione del *top management* (*raccomandazione 24*). Questa delimitazione, oltre a cogliere l'esigenza delle piccole società quotate a una maggiore proporzionalità nella definizione delle *best practice*, è funzionale a stimolare le società grandi (categoria che comprende non solo le società del FTSE Mib ma anche alcune Mid Cap) ad elaborare un piano almeno per i casi di cessazione anticipata dalla carica del CEO e degli altri amministratori esecutivi.

Dalle relazioni sul governo societario risulta che nel 98% delle società grandi il consiglio ha valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, mentre

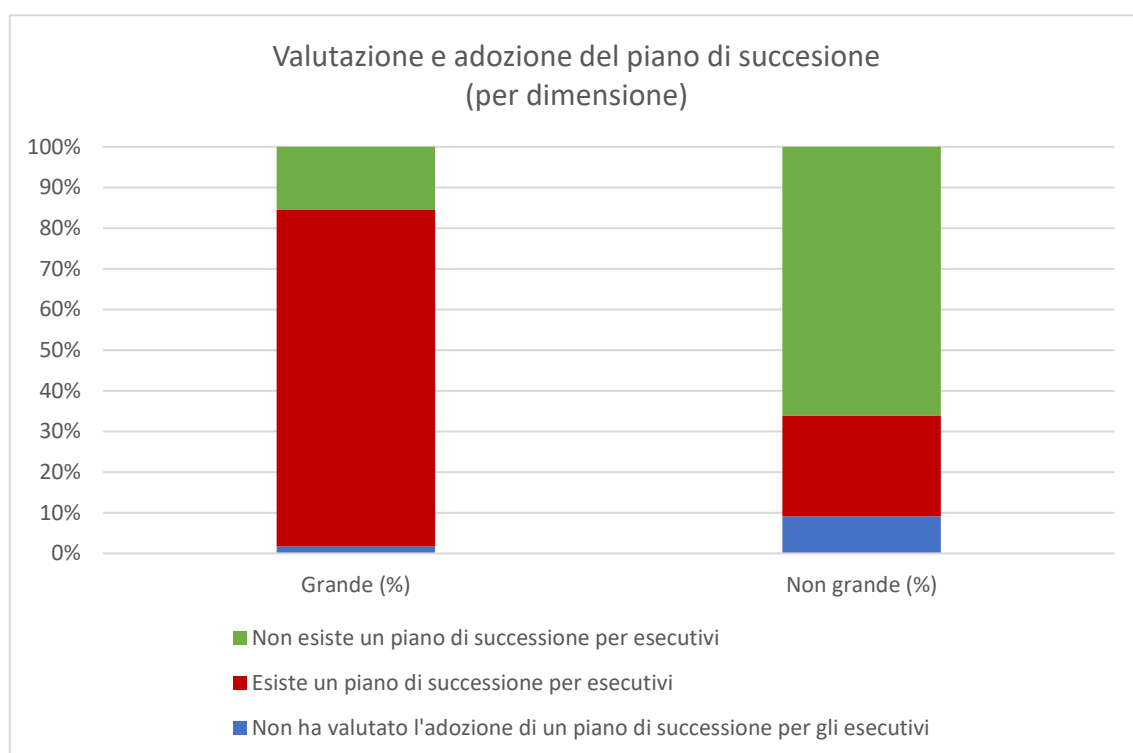
¹³² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹³³ Complessivamente, quando l'orientamento è pubblicato con meno di 30 giorni di anticipo rispetto alla pubblicazione dell'avviso di convocazione, il preavviso medio è di 8 giorni (calcolato considerando anche le 9 società dove il preavviso non sussiste). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹³⁴ Il confronto con il 2022 risulta particolarmente significativo, poiché le società che hanno rinnovato il board in quell'anno sono, in linea teorica, le stesse coinvolte nel rinnovo nel 2025. Assonime-Emittenti Titoli 2025. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2023*.

l'83% ha deciso anche di elaborarlo¹³⁵. Il dato appare stabile rispetto all'81% del 2024, all'80% del 2023 e al 76% del 2022 e in aumento rispetto al 55% del 2021¹³⁶.

Considerando la più ampia platea delle società che aderiscono al Codice è interessante notare come anche le società di minori dimensioni (non-grandi ai sensi del Codice) abbiano valutato l'eventuale adozione di un piano (91%) e scelto volontariamente di adottarlo (25%). Nella prassi, dunque, la previsione di un piano di successione continua ad essere condizionata dalle dimensioni della società.



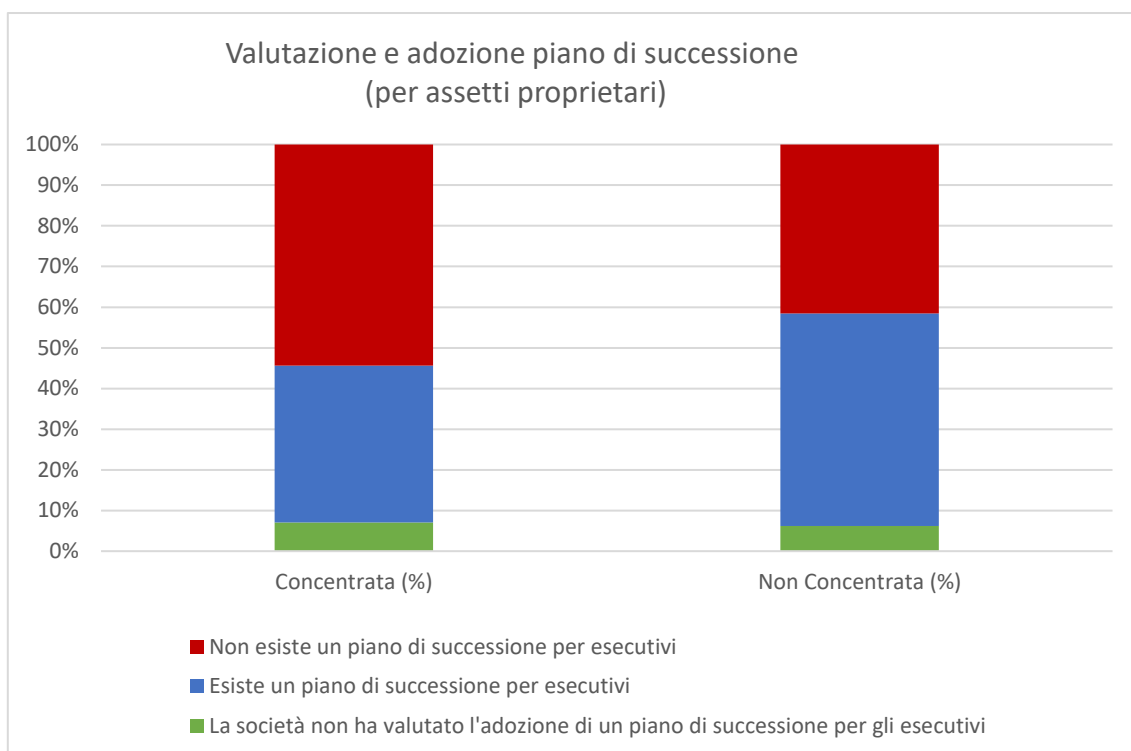
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Al contrario, gli assetti proprietari giocano un ruolo secondario sulla scelta di predisporre un piano di successione. Tra le società grandi, il piano è stato adottato rispettivamente dall'82% delle grandi e non concentrate e dall'83% delle grandi e concentrate. La concentrazione proprietaria gioca un ruolo più rilevante invece nei casi in cui la

¹³⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹³⁶ Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*; Id. *Relazione annuale 2021*.

predisposizione del piano sia “volontaria”, dove il piano è adottato dal 30% delle società piccole e non concentrate e dal 23% delle piccole e concentrate.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Complessivamente, dunque, considerando tutte le società che aderiscono al Codice, un piano è stato adottato nel 44% dei casi (in lieve aumento rispetto al 38% del 2024 e al 40% del 2023)¹³⁷: la previsione di un piano appare influenzata anche dagli assetti proprietari, considerando che un piano si rinviene nel 52% delle società a proprietà non concentrata e nel 39% di quelle a proprietà concentrata¹³⁸.

2.6. Amministratori indipendenti

Gli amministratori indipendenti rivestono un ruolo centrale nell’adesione al modello di *governance* delineato dal Codice di Corporate Governance. A tal fine l’analisi sull’applicazione delle principali raccomandazioni di *best practice* dedica particolare

¹³⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹³⁸ Come già indicato precedentemente, il *gap* tra concentrate e non concentrate è in questo caso trainato dalle società di minori dimensioni. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

attenzione al grado di adesione delle società quotate alle raccomandazioni del Codice relative ai parametri di valutazione dell'indipendenza.

Il Codice individua le circostanze che compromettono, o appaiono compromettere, l'indipendenza di un amministratore, fornendo un elenco di parametri non esaustivi che devono essere considerati ai fini della valutazione di indipendenza (*raccomandazione 7*). La valutazione dell'indipendenza occorre subito dopo la nomina dei consiglieri e durante il corso del mandato al ricorrere di circostanze rilevanti ai fini dell'indipendenza e comunque con cadenza almeno annuale (*raccomandazione 6*); nella valutazione si considerano sia le condizioni elencate nella *raccomandazione 7* sia ogni eventuale altra circostanza che incide o può apparire incidere sull'indipendenza dell'amministratore (*raccomandazione 6*). Il criterio della prevalenza della sostanza sulla forma è stato mantenuto¹³⁹ nel nuovo Codice e reso più esplicito nella stessa formulazione della *raccomandazione 7* che si riferisce alle situazioni che compromettono o anche soltanto appaiono compromettere¹⁴⁰ l'indipendenza di un amministratore, evidenziandosi dunque la necessità di un'adeguata valutazione formale e sostanziale circa la loro sussistenza nel caso concreto.

Le singole condizioni di non indipendenza sono state sostanzialmente confermate nel nuovo Codice, con alcuni importanti rafforzamenti: è stata espressamente esclusa l'indipendenza (*rectius* la stessa non esecutività) per gli amministratori indipendenti che siedono nel comitato esecutivo¹⁴¹ ed è stata estesa la rilevanza delle relazioni "significative" ai tre anni precedenti¹⁴². Si è inoltre chiarito che il computo dei nove esercizi negli ultimi dodici comprende anche gli esercizi non consecutivi.

Tra le condizioni di non indipendenza non è più menzionata la carica di presidente del consiglio di amministrazione che potrà essere dunque valutato indipendente a condizione

¹³⁹ E anzi esteso all'intera adesione al Codice. V. Codice di Corporate Governance 2020, *Introduzione*, in base al quale "le società adottano il Codice con prevalenza della sostanza sulla forma e applicano le sue raccomandazioni secondo il principio del "comply or explain"".

¹⁴⁰ V. Codice di Corporate Governance 2020, *raccomandazione 7*.

¹⁴¹ V. Codice di Corporate Governance 2020, *definizioni*, amministratori esecutivi.

¹⁴² V. Codice di Corporate Governance 2020, *raccomandazione 7*, lett. c).

che sia stato candidato espressamente a tale ruolo (*raccomandazione 23*) e ove non ricorrano le condizioni di non indipendenza stabilite per tutti gli amministratori indipendenti. Ove valutato indipendente, il presidente può partecipare ai comitati consiliari a condizione che essi siano composti in maggioranza da altri consiglieri indipendenti e non può presiedere il comitato remunerazioni o il comitato controllo e rischi (*raccomandazione 7*, ultimo capoverso).

2.6.1. Applicazione dei criteri di indipendenza

L'analisi che segue individua i casi in cui le società hanno disapplicato in via generale uno o più criteri di indipendenza e i casi in cui l'amministratore sia stato valutato indipendente pur in assenza di tutti i requisiti previsti e non disapplicati in via generale dalla società. Un approfondimento è stato poi compiuto sulle situazioni, definite "a rischio", nelle quali un amministratore è stato valutato indipendente in presenza di alcuni "sintomi" di non indipendenza.

La disapplicazione sistematica, cioè a prescindere dalla valutazione dei singoli consiglieri, di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è piuttosto rara (1% delle società, stabile rispetto al 2024 ma in calo rispetto al 2% del 2023 e al 4% nel 2022)¹⁴³. Queste situazioni sono considerate non in linea con il Codice, come chiarito nelle Q&A¹⁴⁴ funzionali all'applicazione del Codice. La disapplicazione è sempre motivata dalle società, seppur mediante il ricorso 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 sussistenza formale di una delle condizioni sintomatiche individuate dal Codice, in virtù del principio della "prevalenza della sostanza sulla forma"; si tratta di 28 società (16%

¹⁴³ Si tratta di 2 società che hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice, rispetto alle 4 del 2023 e alle 13 del 2022. Assonime-Emittenti Titoli 2025. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id. *Relazione annuale 2022*.

¹⁴⁴ V. Q.Racc.10 che chiarisce come "la disapplicazione generale di uno o più fattispecie sintomatiche di assenza di indipendenza, che prescinde dalla valutazione della situazione del singolo amministratore, non è consentita".

del totale delle aderenti al Codice)¹⁴⁵. Tutte le società che 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 interessati¹⁴⁶. Il criterio più frequentemente disapplicato con riferimento al singolo amministratore è quello della carica ultra-novennale.

Complessivamente, quindi, un quinto (16%) 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 sostanzialmente stabile rispetto agli ultimi due anni e in lieve miglioramento rispetto agli anni precedenti¹⁴⁷.

2.6.2. I presidenti indipendenti

Ai sensi dell’attuale Codice, il presidente del consiglio di amministrazione può essere valutato indipendente¹⁴⁸ a condizione che sia stato candidato espressamente a tale ruolo (*raccomandazione 23*) e che non ricorrano le condizioni di non indipendenza stabilite per tutti gli amministratori indipendenti (*raccomandazione 7*). Anche in considerazione del ruolo di raccordo tra esecutivi e non esecutivi e di gestione del CdA che la normativa primaria e il Codice stesso attribuiscono al presidente indipendente (*raccomandazione 12*), con riguardo a tale figura sono state elaborate delle specifiche raccomandazioni. Tra queste, basti ricordare la previsione secondo cui l’organo di amministrazione comprende almeno due amministratori indipendenti, diversi dal presidente (*raccomandazione 5*), nonché quella per cui il presidente indipendente può partecipare ai comitati consiliari a condizione che essi siano composti in maggioranza da altri consiglieri indipendenti e non

¹⁴⁵ Dato pressoché invariato negli ultimi anni. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁴⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Il dato appare stabile rispetto all’anno scorso, quando la disapplicazione individuale è stata riscontrata in 30 società (14% delle società). Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

¹⁴⁷ Nel 2019 erano circa un quarto. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2019*, p. 65.

¹⁴⁸ Tra le condizioni di non indipendenza non è infatti più menzionata la carica di presidente del consiglio di amministrazione.

può presiedere il comitato remunerazioni e il comitato controllo e rischi (raccomandazione 7, ultimo capoverso)¹⁴⁹.

Le società che hanno fatto ricorso alla possibilità offerta dal nuovo Codice sono 41, stabili rispetto allo scorso anno, ma in aumento rispetto ai 32 casi rilevati nel 2023 (+25%)¹⁵⁰. La frequenza del fenomeno è superiore tra le società pubbliche e le società *widely held* (in cui il presidente è indipendente rispettivamente nel 48% e nel 43% dei casi), mentre appare più marginale tra le società familiari (12% dei casi)¹⁵¹.

Per valutare l'indipendenza del presidente (e più in generale, degli amministratori), l'analisi di FIN-GOV ripercorre l'evoluzione dei requisiti di indipendenza del Codice, soprattutto per quanto riguarda la significativa remunerazione aggiuntiva¹⁵². Al riguardo lo studio osserva che, in base alle indicazioni dell'attuale Codice¹⁵³, la significatività delle remunerazioni aggiuntive del presidente non è confrontata con l'emolumento degli altri non esecutivi (pari in media a € 60.000), bensì con il compenso fisso per la carica e per la partecipazione ai comitati (pari in media a € 246.000)¹⁵⁴. Al riguardo lo studio di FIN-GOV evidenzia quindi come, diversamente dall'eventuale confronto con gli emolumenti base degli altri consiglieri non esecutivi utilizzando il complessivo compenso fisso quale parametro di riferimento nessun presidente indipendente può essere considerato a rischio¹⁵⁵.

¹⁴⁹ V. altresì, nelle Q&A, la Q Racc. 5 (2) e la Q Racc. 7(1) nonché la Q Racc. 12 in merito al ruolo del Presidente nell'organizzazione dei lavori dell'organo di amministrazione.

¹⁵⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Cfr. anche FIN-GOV 2025, p.32 che individua 42 presidenti indipendenti.

¹⁵¹ FIN-GOV 2025, pp. 37 ss.

¹⁵² FIN-GOV 2025, pp. 38 ss., che ha in particolare evidenziato come il Codice abbia scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato il presidente rispetto agli altri non esecutivi?) con uno riferito al presidente stesso (quanto riceve in più rispetto al compenso fisso per la carica e per la partecipazione ai comitati?). Il Rapporto FIN-GOV 2025, p. 38, sottolinea, comunque, come una parte degli emittenti abbia conservato, su base volontaria, il vecchio parametro.

¹⁵³ V. altresì, nelle Q&A, Q.Racc.7(1).

¹⁵⁴ FIN-GOV 2025, p. 38, dove viene illustrato altresì che la remunerazione totale dei presidenti indipendenti sia mediamente pari a € 257.000 - sebbene tale cifra nasconda una forte variabilità (da 10 a 1.044 mila €) – e che 16 presidenti indipendenti (su 42) ricevono complessivamente più di 250.000 €.

¹⁵⁵ FIN-GOV 2025, p. 39.

Per una panoramica generale delle classi di remunerazioni aggiuntive, si rimanda alla tabella di cui al paragrafo 2.3.4, che fornisce il dato di dettaglio sui compensi dei presidenti indipendenti.

2.6.3. I criteri per la valutazione della significatività delle relazioni e delle remunerazioni aggiuntive

Rispetto alla precedente edizione del Codice che richiedeva al consiglio di illustrare nella relazione sul governo societario *“i criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione”*, il nuovo Codice ha rafforzato questa previsione, raccomandando espressamente ai consigli di amministrazione di predefinire, almeno all’inizio del proprio mandato, i criteri quantitativi e qualitativi per valutare la significatività delle relazioni professionali, commerciali e finanziarie e delle remunerazioni aggiuntive (*raccomandazione 7*).

Dal monitoraggio 2025 emerge il consolidarsi di un incremento significativo, evidentemente incentivato dalla edizione 2020 del Codice, nella *disclosure* che le società offrono nelle relazioni sul governo societario in merito alla valutazione della significatività delle relazioni commerciali, finanziarie e professionali, che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza (82% in aumento rispetto al 75% dello scorso anno e rispetto al 71% del 2023, al 55% del 2022, al 25% del 2021 e appena al 9% del 2020)¹⁵⁶. La previsione di uno o più parametri è molto frequente tra le società del FTSE Mib (88%) e del Mid Cap (94%), mentre lo è di meno tra le società Small Cap (73%)¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*; Id., *Relazione annuale 2021*, p. 61. È rilevante notare come 7 società abbiano adottato soltanto criteri di natura qualitativa e 5, pur dichiarando la definizione di criteri quantitativi e qualitativi, non li hanno resi disponibili sul sito della società né hanno sintetizzato il loro contenuto nella relazione sul governo societario. L’assenza di informazioni dettagliate sui parametri adottati da queste 5 società non consente di valutarli né di considerarli nelle analisi di dettaglio. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁵⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

Le società hanno previsto sempre¹⁵⁸ almeno un parametro quantitativo, accompagnato in più di due terzi dei casi da un parametro qualitativo.

Tra i parametri quantitativi, quelli più frequentemente utilizzati sono quelli legati al reddito del singolo amministratore e al fatturato dello studio professionale (circa 57%). È rilevante anche la presenza di un parametro di significatività fissato in termini monetari (38%), mentre meno frequente è la previsione di un parametro legato al compenso percepito come amministratore (31%)¹⁵⁹. La maggior parte delle società hanno individuato e adottato criteri qualitativi che, in linea con quanto indicato nel Codice, mirano a evidenziare l'impatto che le relazioni professionali – come rapporti di lavoro subordinato, autonomo o di collaborazione – possono avere sulla posizione e sul ruolo dell'amministratore, nonché la rilevanza dell'operazione, considerando il suo profilo strategico o straordinario, e le possibili conseguenze reputazionali per l'interessato. In taluni casi sono stati considerati anche il coinvolgimento in cariche o attività politiche di rilievo svolte in modo continuativo, nonché le relazioni con dirigenti di enti pubblici, laddove queste possano compromettere l'indipendenza di giudizio dell'amministratore. Infine, in singoli casi, sono stati presi in considerazione anche altri fattori, come la durata delle relazioni commerciali, i rapporti creditizi, eventuali contenziosi in essere e operazioni svolte a condizioni non di mercato¹⁶⁰.

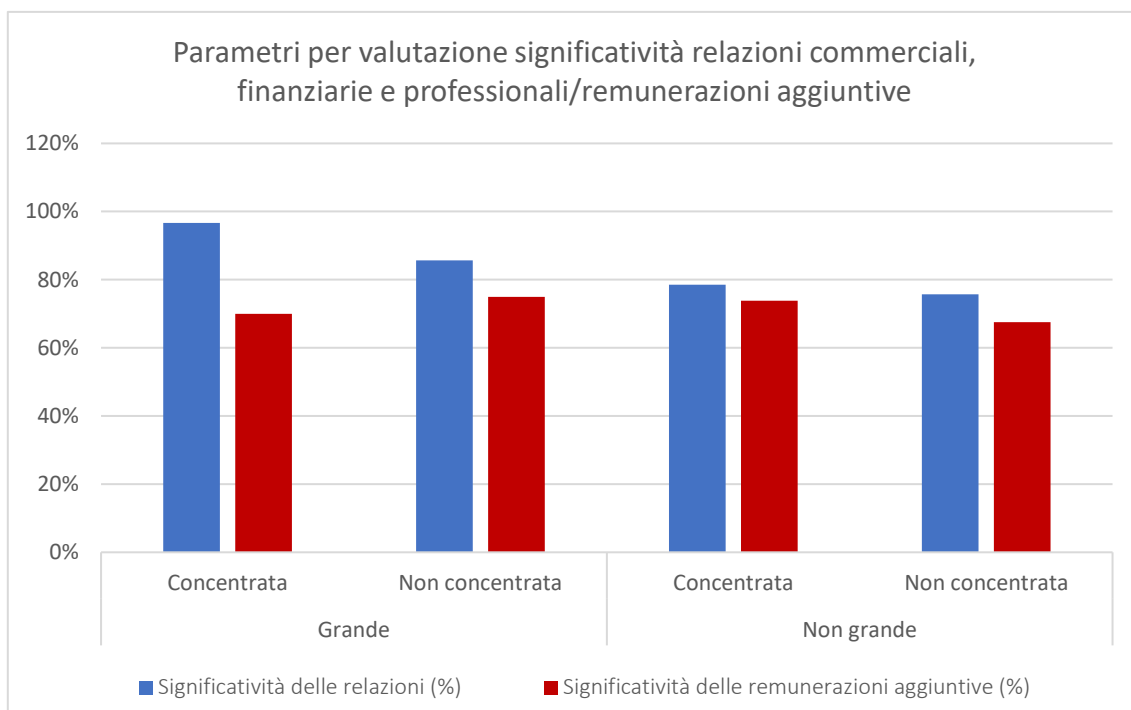
Il 72% delle società quotate che adottano il Codice (erano il 61% nel 2023, il 46% del 2021 e appena il 15% nel 2020) ha espressamente esteso i medesimi parametri quantitativi o ne ha previsto altri specifici anche per la valutazione della significatività della remunerazione aggiuntiva degli amministratori indipendenti. In questo caso, la frequenza della previsione dei parametri non è legata al fattore dimensionale¹⁶¹.

¹⁵⁸ L'analisi è condotta su 135 società che hanno indicato chiaramente (ed esplicitamente) almeno un criterio quantitativo, mentre sono escluse le 7 società che hanno adottato soltanto criteri di natura qualitativa e le 5 che, pur dichiarando la definizione di criteri quantitativi e qualitativi, non li hanno resi disponibili sul sito della società né hanno sintetizzato il loro contenuto nella relazione sul governo societario. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁵⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁶⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁶¹ Sono rispettivamente il 71% delle FTSE Mib, l'85% delle Mid Cap e il 67% delle Small Cap. Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Nella maggior parte dei casi (74%), il parametro utilizzato è quello del compenso per la carica di amministratore, seguito dal *cap* assoluto (24%) e in alcuni più rari casi (9%) dal parametro del reddito dell'amministratore. Nella prima ipotesi, legata al parametro del compenso per la carica di amministratore, le società identificano come compensi aggiuntivi quelli ulteriori rispetto al compenso fisso per la carica; talvolta è espressamente compresa tra i compensi aggiuntivi la remunerazione percepita dalle società controllate. Il peso della remunerazione aggiuntiva che si ritenga incidere sull'indipendenza di giudizio dell'amministratore è identificato in media nel 97% del compenso fisso: la variazione è tuttavia molto ampia, tra il 30% e il 300% del compenso fisso dell'amministratore¹⁶². Quanto al secondo criterio, quello relativo all'introduzione di un limite massimo monetario alla remunerazione aggiuntiva degli amministratori, le società hanno indicato soglie anche molto diverse con una mediana di circa 60mila euro e una media di 83mila euro¹⁶³.

¹⁶² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁶³ Il valore mediano non ha subito variazioni rispetto al 2024, si osserva invece una lieve diminuzione della media che lo scorso anno era pari a 90mila euro. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

2.6.4. Analisi delle situazioni oggettive di non indipendenza degli amministratori indipendenti

Appare sostanzialmente stabile il numero di società (37) 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 partecipazione al comitato esecutivo, della permanenza in carica oltre i nove anni (negli ultimi dodici) e di una remunerazione aggiuntiva particolarmente elevata.

Tali situazioni a rischio sono state riscontrate con riferimento a 55 consiglieri indipendenti¹⁶⁴. La ragione di questa qualificazione è nella maggior parte dei casi adducibile alla permanenza in carica per più di nove anni negli ultimi dodici.

Il numero degli amministratori indipendenti così qualificati “a rischio” è comunque costante nell’ultimo biennio e in costante diminuzione negli ultimi 6 anni sia in termini di singoli amministratori (erano 45 nel 2022, 45 nel 2021, 88 nel 2020, 104 nel 2019, 123 nel 2018 e 133 nel 2017) che di società (erano 35 nel 2022, 37 nel 2021, 59 nel 2020, 68 nel 2019, 84 nel 2018 e 87 nel 2017)¹⁶⁵.

Analizzando le informazioni fornite sul punto nelle relazioni sul governo societario di queste 37 società, si osserva che in un terzo dei casi (35%) esse non forniscono spiegazioni individuali per la sussistenza delle situazioni di “rischio”, mentre nei restanti casi le condizioni di rischio sono individualmente disapplicate e spiegate (65%).

Poiché il Codice non definisce un unico parametro di significatività delle remunerazioni aggiuntive che possono incidere sull’indipendenza dell’amministratore, l’analisi di Assonime anche quest’anno offre una panoramica anche generale dei compensi aggiuntivi degli amministratori indipendenti, intesi quali compensi diversi dal compenso fisso per la

¹⁶⁴ 45 amministratori su 55 superano il limite della permanenza di carica oltre i 9 anni negli ultimi 12. Assonime-Emittenti Titoli 2025. Sul tema anche TEH-Ambrosetti 2025 rileva 36 consiglieri indipendenti con una tenure superiore a 9 anni, non in linea con la raccomandazione del Codice (pari al 4,5% dei consiglieri oltre il terzo mandato).

¹⁶⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2024. Erano 35 nel 2024 e nel 2023. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

carica¹⁶⁶ e da quelli previsti per la partecipazione ai comitati raccomandati dal Codice o previsti dalla normativa vigente (*raccomandazione 7*, lett. d).

Dalle tabelle che seguono emerge che 8 amministratori indipendenti hanno un compenso aggiuntivo superiore alla metà del compenso totale.

Un aspetto di questa analisi riguarda i presidenti dei consigli di amministrazione qualificati come indipendenti. In particolare, osserviamo che la quasi totalità dei presidenti indipendenti non riceve compensi aggiuntivi significativi (40 su 41), un solo presidente riceve compensi aggiuntivi superiori al 60% del compenso fisso per la carica.

Classi compensi aggiuntivi (% sul totale)	# amministratori indipendenti	% amministratori indipendenti	# presidenti indipendenti	% presidenti indipendenti
0%-10%	950	99,3%	40	97,5%
10%-20%	0	0%	0	0%
20%-30%	0	0%	0	0%
30%-40%	0	0%	0	0%
40%-50%	0	0%	0	0%
50%-60%	2	0,2%	0	0%
60%-70%	1	0,1%	1	2,5%
70%-80%	0	0%	0	0%
80%-90%	1	0,1%	0	0%
90%-100%	3	0,3%	0	0%
totale	957	100%	41	100%

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

¹⁶⁶ Coerentemente con la Q.Racc.7(1), per “compenso fisso” per la carica si intende (i) la remunerazione determinata dall’assemblea o stabilita dall’organo di amministrazione per tutti gli amministratori non esecutivi nell’ambito dell’importo complessivo deliberato dall’assemblea per l’intero organo di amministrazione; (ii) l’eventuale compenso attribuito in ragione della particolare carica assunta dal singolo amministratore non esecutivo all’interno dell’organo di amministrazione (presidente, vicepresidente, LID), definito secondo le *best practice* previste dalla *raccomandazione 25* (cioè tenendo conto delle pratiche di remunerazione diffuse nei settori di riferimento e per società di analoghe dimensioni, considerando anche le esperienze estere comparabili). Al contrario, il compenso ricevuto per gli incarichi nella società controllante o nella società controllata è considerato quale “remunerazione aggiuntiva”. Nei “compensi per la partecipazione ai comitati raccomandati dal Codice” sono compresi i compensi che il singolo amministratore riceve in ragione della sua partecipazione ai comitati endoconsiliari, aventi competenze funzionali all’applicazione del Codice, incluso l’eventuale comitato istituito ai sensi della raccomandazione 1, lett. a), purché non sia un comitato esecutivo. Inoltre, come previsto espressamente dal Codice, sono assimilabili a tali compensi anche quelli per la partecipazione ai comitati (o organismi) previsti dalla normativa vigente, escluso l’eventuale comitato esecutivo.

2.7. Politica per la remunerazione

Il quinto articolo del Codice di Corporate Governance indica le *best practice* in materia di remunerazione degli amministratori, identificando i principi e le raccomandazioni per la redazione della politica per la remunerazione. Con l'obiettivo di raccomandare alle imprese di predisporre politiche per la remunerazione funzionali al perseguimento del successo sostenibile¹⁶⁷ della società e al contempo che tengano conto della necessità di disporre (nonché trattenere e motivare) persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto (*principio XV*), il Codice svolge un insieme di raccomandazioni sugli obiettivi delle politiche e sulle misure di *governance* attraverso le quali perseguirli.

Il Codice individua gli elementi chiave del pacchetto retributivo degli amministratori esecutivi e del *top management* che si fonda sulla necessità di assicurare il carattere incentivante della componente variabile e la sua coerenza con gli obiettivi strategici e la politica di gestione dei rischi dell'impresa (quali il bilanciamento tra componenti fisse e variabili), prevedendo comunque che la parte variabile rappresenti una parte significativa della remunerazione complessiva (*raccomandazione 27*, lett. a) e sia collegata a obiettivi di *performance* predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte temporale di lungo periodo (*raccomandazione 27*, lett. c).

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 (*raccomandazione 27*, lett. b) e d).

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

¹⁶⁷ Per completezza si segnala come il 2025 rappresenti il sesto anno di applicazione della nuova disciplina europea in materia di politiche e delle prassi di remunerazione. Una disciplina che – insieme agli altri temi toccati dalla Direttiva 2017/828/UE (cd. SHRD II) – incide su alcuni aspetti fondamentali del rapporto tra società e mercato e mira a un obiettivo ambizioso, ossia 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 della politica con la strategia aziendale, il perseguimento degli interessi a lungo termine e la sostenibilità della società. Quanto al rapporto con il mercato, per effetto della nuova disciplina le politiche per la remunerazione sono sottoposte al voto vincolante dei soci, mentre il rapporto sulle remunerazioni erogate è oggetto di voto consultivo. Cfr. Art. 123-ter, commi 3-bis, commi 3-ter e 6, TUF.

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 (*raccomandazione 27*, lett. f).

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) quando sia stato determinato sulla base di dati che si siano in seguito rilevati come manifestamente errati o in forza delle altre circostanze eventualmente individuate dalle società (*raccomandazione 27*, lett. e). Il Codice raccomanda altresì una dettagliata informazione contestuale e periodica sull'eventuale erogazione delle indennità di fine carica (*raccomandazione 31*). Le informazioni sull'applicazione dell'art. 5 sono contenute nelle relazioni sul governo societario¹⁶⁸ e nelle relazioni sulla remunerazione¹⁶⁹.

Nei seguenti paragrafi è esaminata l'applicazione delle citate raccomandazioni del Codice.

2.7.1. Remunerazione variabile e limiti massimi (*cap*)

Nelle società che aderiscono al Codice, il 92% delle politiche prevede la corresponsione di una componente variabile per gli amministratori esecutivi: tale prassi è quasi sempre presente tra le società del FTSE Mib e del Mid Cap (rispettivamente nel 100% e nel 98% dei casi), e comunque molto frequente anche tra le Small Cap (85%)¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Nelle relazioni di *governance* sono generalmente riportare 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 un limite massimo alle indennità eventualmente erogate.

¹⁶⁹ 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 vincolante in assemblea, mentre la seconda sezione (oggetto di voto assembleare non vincolante) 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.

¹⁷⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato stabile nel tempo.

Quasi tutte (99%) le società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile stabiliscono limiti massimi alla sua erogazione, come raccomandato dal Codice. Il dato appare stabile rispetto allo scorso anno e in lieve aumento rispetto al 96% del 2023 e al 90% del 2019.

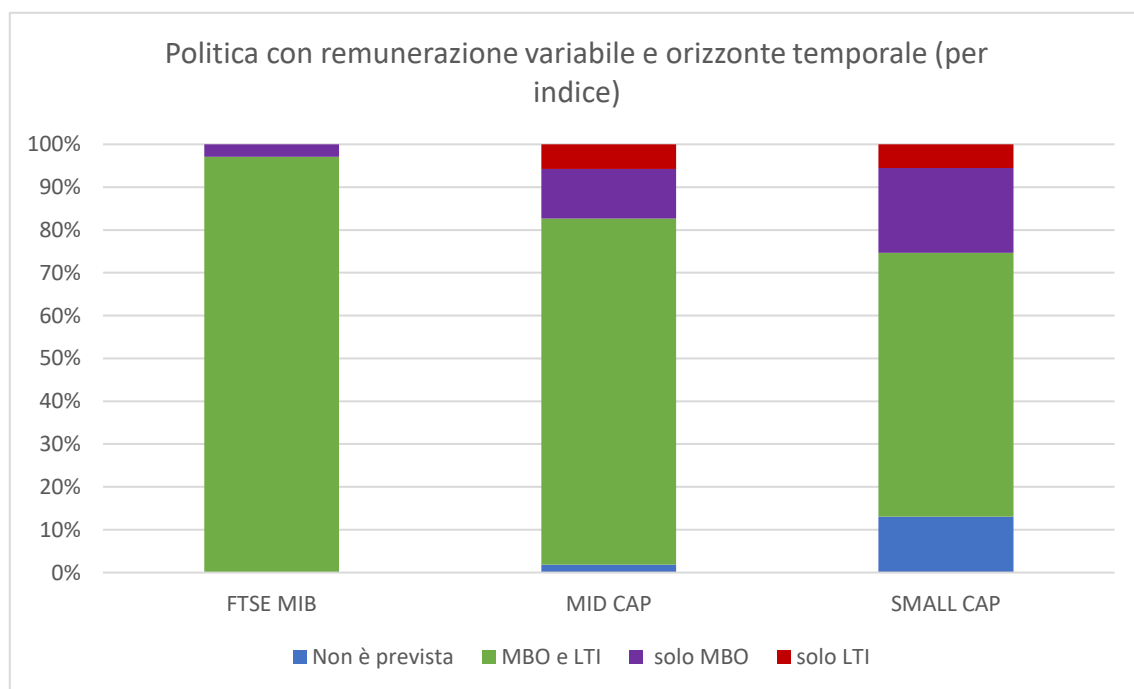
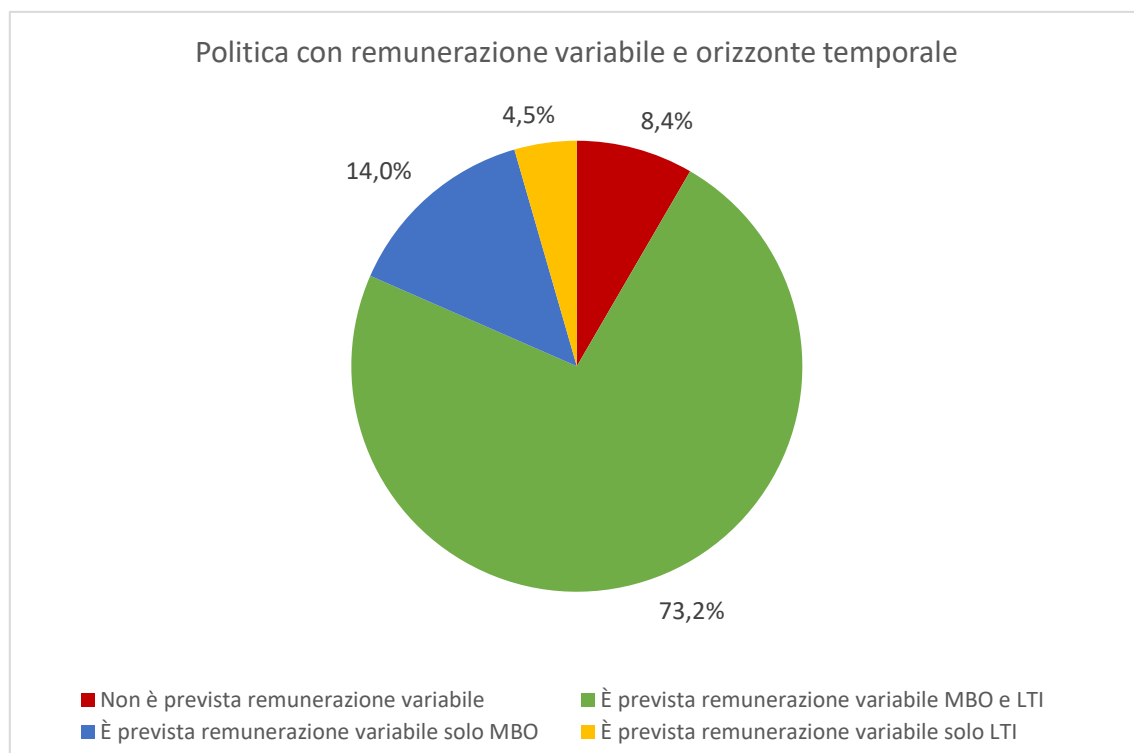
Rispetto al passato, la previsione di un *cap* al variabile non appare più sostanzialmente influenzata dalla dimensione della società: oltre alla conferma di tale previsione nella quasi totalità delle società grandi e medie (rispettivamente tutte le FTSE Mib e il 98% delle Mid Cap), appare elevata la previsione di un limite massimo al compenso variabile, ove previsto, anche tra le società di minori dimensioni (l'84% delle Small Cap).

2.7.2. Orientamento di breve e di lungo termine della remunerazione variabile

Il Codice raccomanda un adeguato bilanciamento tra componenti fissa e variabile, prevedendo che quest'ultima rappresenti una parte significativa della remunerazione complessiva (*raccomandazione 27*, lett. a). Nella definizione dei parametri della remunerazione variabile, il Codice raccomanda che gli stessi siano predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo, coerenti con gli obiettivi strategici della società e finalizzati a promuoverne il successo sostenibile (*raccomandazione 27*, lett. c).

Con riferimento a questa raccomandazione, si osserva che la componente variabile della remunerazione è legata a obiettivi sia di breve che di medio-lungo termine circa nel 73% delle società aderenti al Codice; soltanto a obiettivi di breve termine nel 14% dei casi, mentre ha un esclusivo orientamento al lungo termine in poco meno del 5% dei casi; nel restante 8% dei casi, la politica non prevede componenti di remunerazione variabile¹⁷¹.

¹⁷¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Complessivamente, dunque, circa l'85% delle società quotate che prevedono una forma di remunerazione variabile per gli esecutivi collega almeno una parte di tale remunerazione al conseguimento di obiettivi pluriennali; come in passato, la previsione di tali componenti è più frequente nelle società di maggiori dimensioni¹⁷².

L'assenza di una remunerazione variabile legata a obiettivi di lungo termine (LTI) occorre invece nel restante 22% delle società quotate (il 14% prevede soltanto un variabile legato a obiettivi di breve termine e l'8% non prevede una componente variabile)¹⁷³.

Focalizzando l'attenzione sulle società che prevedono esclusivamente un variabile di breve termine, si osserva che nella metà dei casi (13) non viene fornita alcuna spiegazione; mentre nell'altra metà dei casi (12) la scelta è motivata da diverse considerazioni: in alcuni casi si fa riferimento a condizioni transitorie, relative alla situazione economico-finanziaria in cui versa la società, alle incertezze derivanti da mutamenti nella regolamentazione del settore in cui la stessa opera, o ai contesti geopolitici. Poco più di un terzo delle società (5) spiega invece l'assenza del LTI in considerazione del fatto che gli attuali incentivi annuali sono già adeguati e coerenti con il piano strategico dell'impresa e con i relativi obiettivi di successo sostenibile¹⁷⁴.

2.7.3. Parametri di riferimento della remunerazione variabile

Il Codice raccomanda agli emittenti che aderiscono al Codice di identificare nella loro politica remunerativa obiettivi di *performance* predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo, coerenti con gli obiettivi strategici della società e finalizzati a promuoverne il successo sostenibile (*raccomandazione 27*, lett. c).

La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 99% delle società che

¹⁷² Tra le società che adottano la remunerazione variabile, il 93% sono di grandi dimensioni, mentre l'80% sono piccole. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁷³ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁷⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi: dato sostanzialmente stabile nel tempo¹⁷⁵.

I parametri scelti possono essere diversi: quasi tutte le politiche fanno riferimento almeno a un indicatore di matrice contabile, mentre nel 62% dei casi le società collegano l'erogazione e l'entità della remunerazione variabile anche al raggiungimento di obiettivi di “*business*” quali, ad esempio, il raggiungimento di specifici obiettivi strategici, operazioni straordinarie, di crescita, di sviluppo internazionale e di digitalizzazione, ma anche obiettivi legati alla *customer satisfaction* o al contenimento dei rischi reputazionali o legali; la previsione di questi ultimi è sostanzialmente stabile nel triennio¹⁷⁶.

Nel 51% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al valore di mercato delle azioni (piani *stock-based*): un dato che appare sostanzialmente stabile rispetto al 2024 (54%), al 2023 (53%), al 2022 (56%), al 2021 (59%) e al 2020 e che conferma dunque il *trend* osservato negli anni scorsi rispetto al 66% del 2019¹⁷⁷.

Sia la previsione di obiettivi di “*business*” sia il collegamento di almeno parte del variabile all'andamento del titolo rimane più frequente nelle società di maggiori dimensioni (rispettivamente 74% e 67% delle grandi e 76% e 74% delle FTSE Mib)¹⁷⁸.

Dall'esame delle politiche per la remunerazione emerge un elevato numero di casi in cui almeno parte della remunerazione variabile appare espressamente legata a obiettivi ESG, utilizzati nel 87% delle società che hanno una remunerazione variabile. Il dato, stabile rispetto al 2024, conferma il forte incremento registrato progressivamente negli anni precedenti (79% nel 2023, 74% nel 2022, 60% nel 2021) rispetto al 30% delle società che prevedeva tali parametri soltanto nel 2020 e il 15% circa nel 2019, dimostrando una maggiore attenzione delle imprese per l'utilizzo di obiettivi di *performance* legati al raggiungimento di obiettivi strategici di tipo ambientale e sociale, soprattutto nelle società di grandi e medie dimensioni. Al contempo si osserva come ancora una parte significativa

¹⁷⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁷⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁷⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2019*.

¹⁷⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

delle politiche preveda, talvolta anche accanto a parametri ambientali e sociali, altri parametri generici di sostenibilità o “ESG”.

Nonostante i richiami del Comitato a porre attenzione alla misurabilità e chiarezza dei parametri ESG nelle politiche di remunerazione, la qualità dei criteri utilizzati risulta ancora un’area di miglioramento per un numero rilevante di società, in tutte le classi dimensionali. Considerando tutte le società che hanno previsto almeno un parametro ESG, si rileva infatti che circa nel 33% dei casi la società ha previsto esclusivamente chiari obiettivi di natura ambientale o sociale, nel 22% dei casi il parametro utilizzato è esclusivamente generico (es. “obiettivi di sostenibilità/ESG”), quindi difficilmente misurabile, e nel restante 45% dei casi sono stati previsti sia obiettivi specifici ambientali e/o sociali sia obiettivi generici¹⁷⁹. Ne risulta dunque che complessivamente il 67% delle società che prevedono criteri ESG optano per l’indicazione di almeno un obiettivo generico che non sembra rispondere ai criteri di misurabilità degli obiettivi di *performance* raccomandati dal Codice per le componenti variabili.

Nei casi in cui i criteri ESG utilizzati sono misurabili, questi sono quasi equamente ripartiti tra criteri di natura ambientale (88%) e/o di natura sociale (77%)¹⁸⁰ – di questi ultimi, nel 58% dei casi sono obiettivi di salute e sicurezza sul lavoro o legati alla catena di fornitura; nel 69% sono obiettivi di *diversity*; nel 15% dei casi sono obiettivi di *welfare* aziendale¹⁸¹.

Complessivamente sono in aumento i casi in cui almeno parte della remunerazione variabile appare legata a obiettivi strategici, utilizzati nel 91% delle società che hanno definito una politica di remunerazione basata su obiettivi di medio-lungo termine (MBO e LTI). Ai fini dell’analisi si intendono obiettivi strategici quelli legati ai risultati di *business* e quelli legati a obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale (ESG). Il dato appare stabile rispetto al 2024 (93%), ma in progressivo aumento rispetto agli anni precedenti (75% nel 2022, 60% nel 2021, circa il 30% nel 2020 e circa il 15% nel 2019),

¹⁷⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

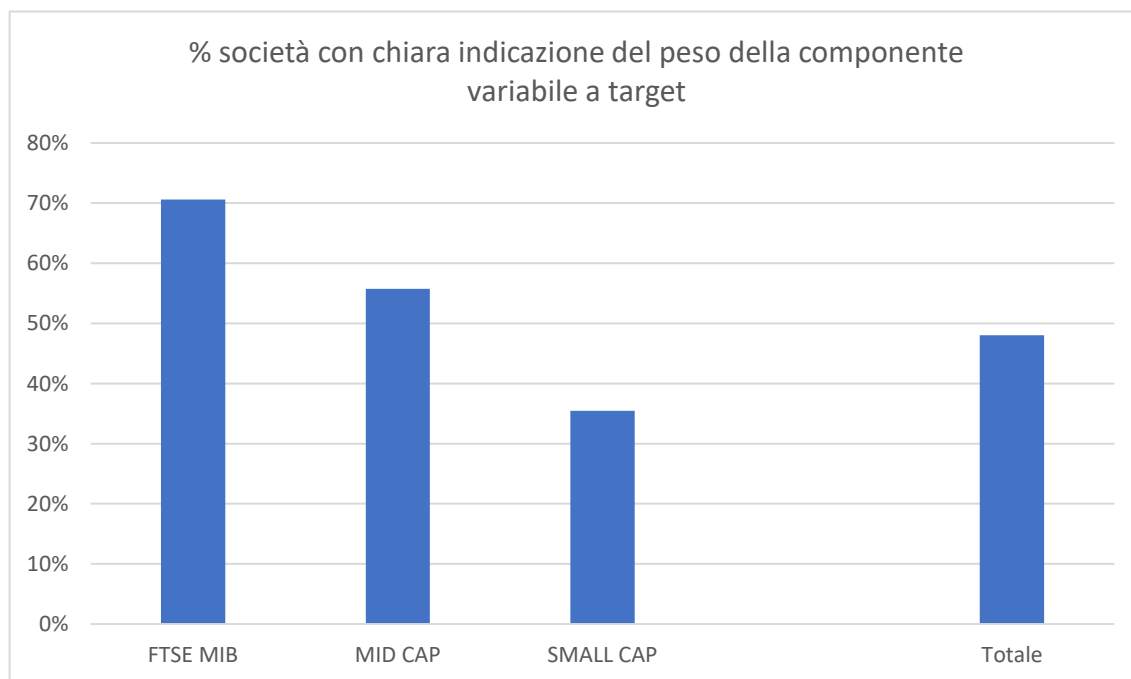
¹⁸⁰ Si tratta nella maggior parte di casi cumulativi, dove è previsto sia almeno un parametro ambientale sia almeno uno sociale. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁸¹ Si tratta anche in questo caso di opzioni tra esse cumulative. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

ciò in ragione del raddoppio nell'ultimo triennio delle società che utilizzano criteri ESG, soprattutto nelle società di grandi e medie dimensioni.

2.7.4. La misurabilità dei parametri cui è legata la corresponsione della componente variabile

Soltanto il 48% delle società che aderiscono al Codice fornisce una chiara indicazione del peso percentuale della remunerazione di breve e lungo periodo rispetto al compenso fisso o totale¹⁸². Il dato appare in lieve miglioramento rispetto alle rilevazioni degli anni precedenti (43% nel 2024 e 42% nel 2023) nonostante le raccomandazioni del Comitato a fornire con maggiore chiarezza tale informazione, eventualmente anche nella forma sintetica di un *executive summary* della politica di remunerazione; prassi, quest'ultima, che è stata seguita dal 45% del totale delle società quotate¹⁸³.

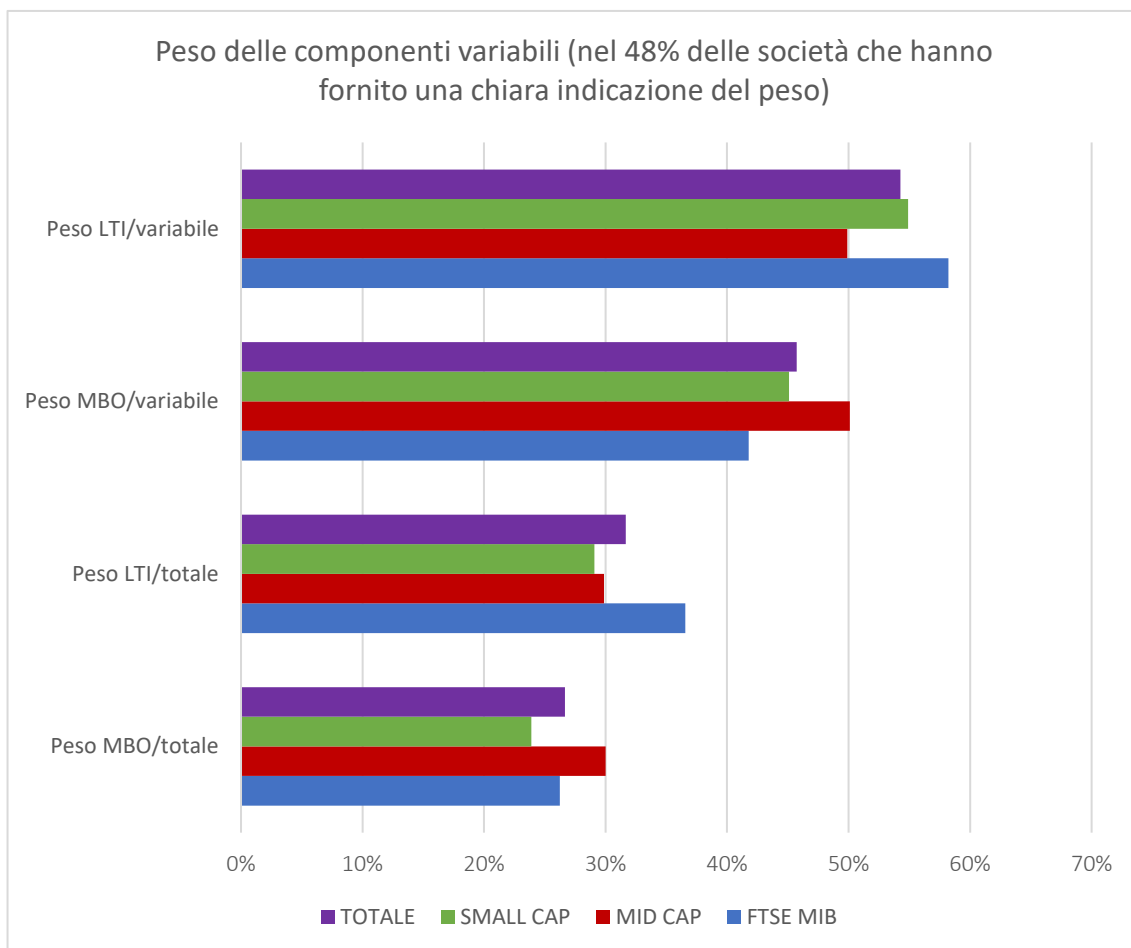


Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

¹⁸² Assonime-Emittenti Titoli 2025.

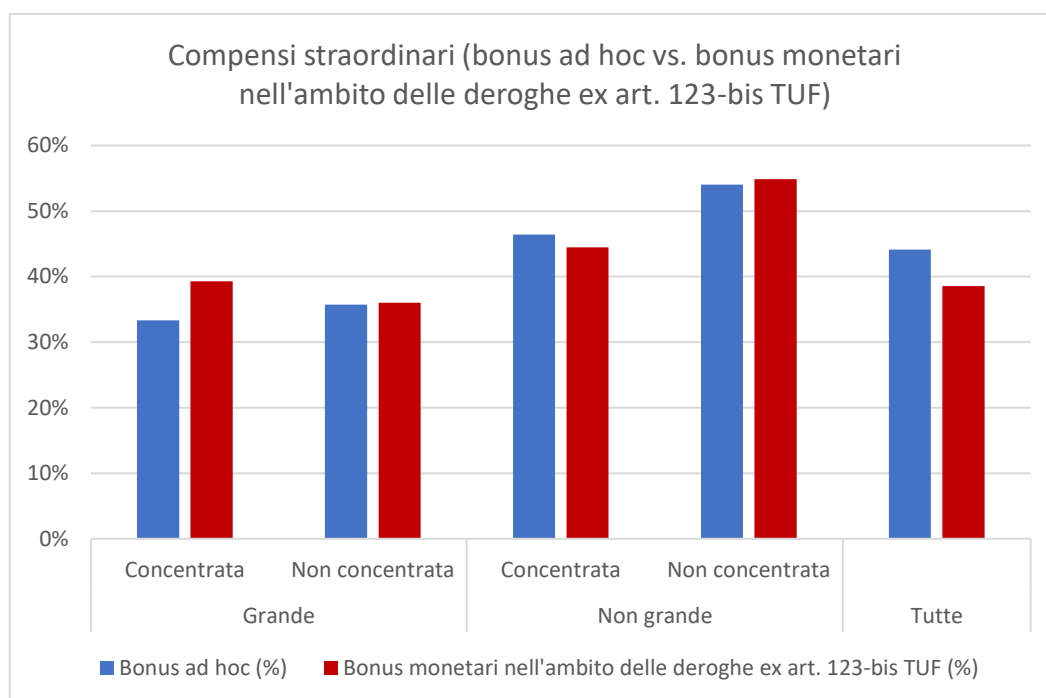
¹⁸³ FIN-GOV 2025, p. 50, che riporta tale informazione per 82 società, pari al 45% delle quotate (erano il 40% nel 2024 e il 30% nel 2022), evidenziando una migliore *disclosure* delle grandi (67% delle grandi vs. 34% delle piccole) e delle società pubbliche (83% per le pubbliche vs. 37% per le familiari). Sul tema anche TEH-Ambrosetti 2025, p.41, che riporta che la diffusione dell'*executive summary* si attesta all'85% per le FTSE Mib, al 55% tra le Mid Cap e al 49% tra le Small Cap. In particolare, nel 45% delle FTSE MIB l'*executive summary* ha un formato esteso per rappresentare in poche pagine i principali contenuti della Relazione. La forma tabellare rimane comunque la più adottata (85% delle società).

Sulla base dei dati disponibili, si osserva un equilibrio tra componenti di breve (27% del compenso totale) e lungo termine (32% del compenso totale): nelle società di grandi e medie dimensioni la componente LTI appare comunque maggiore rispetto alle società di minori dimensioni.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Oltre un terzo delle società (44%) prevede l'erogazione di *bonus* straordinari. La possibile erogazione di questi compensi è quasi sempre legata all'eventuale compimento di operazioni straordinarie e di importante valore strategico. Poco più della metà delle previsioni sui *bonus ad hoc* appare chiaramente legata a un parametro quantitativo o a un limite massimo; è piuttosto comune anche la previsione del coinvolgimento del comitato remunerazioni¹⁸⁴.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2025

Al contempo è ampiamente prevista dalle società la possibilità di derogare alla politica di remunerazione in circostanze eccezionali (87%). Questa facoltà è prevista dalla disciplina dell'art. 123-ter, comma 3-bis, TUF, unitamente alla previsione di subordinare tali erogazioni a specifiche condizioni procedurali – quale l'applicazione della procedura per le operazioni con parti correlate. Circa la metà delle deroghe (44% delle deroghe, 39% del totale delle società, v. grafico *supra*) riguarda la possibile erogazione di componenti straordinarie che possono assumere, ad esempio, la forma di *entry bonus* o di *bonus* legati a operazioni straordinarie nelle circostanze eccezionali¹⁸⁵.

¹⁸⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁸⁵ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

2.7.5. Clausole di *claw-back*

Il Codice raccomanda di prevedere intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate (*claw-back*) o di trattenere somme oggetto di differimento, qualora determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

Le clausole di *claw-back* sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione del 80% di tutte le quotate che aderiscono al Codice. Il dato appare stabile rispetto all'anno scorso confermando l'aumento progressivo nel tempo: tali clausole erano presenti nel 79% dei casi nel 2024, nel 74% dei casi nel 2023, nel 64% dei casi nel 2020, mentre solo nel 34% dei casi nel 2015. La previsione di tale clausola è in aumento in tutte le categorie; la frequenza della sua previsione varia comunque in ragione della dimensione (100% delle società del FTSE Mib, rispetto al 90% delle Mid Cap e al 67% delle Small Cap) e del settore di appartenenza (nel settore finanziario tali clausole sono previste nel 100% dei casi, contro il 78% di quello non finanziario).

2.7.6. 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 anni¹⁸⁶.

¹⁸⁶ 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, [2025 Benchmark Policy Guidelines – Italy](#), p. 23 (“*severance payments should be limited to two years’ fixed salary*”), mentre non sembra esplicitata da ISS, [Continental Europe Proxy Voting Guidelines, 2025](#), p. 24, 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 a supporto delle analisi assembleari svolte per conto di investitori istituzionali, gennaio 2024](#), pp. 30: “*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 nei 3 esercizi precedenti) o, se di importo inferiore, l’equivalente di 2 annualità di compenso fisso. In considerazione delle pratiche comuni sul mercato italiano, possono essere valutate favorevolmente anche politiche che prevedono 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 o il compenso fisso risulta significativamente inferiore alla mediana dei peers.*”

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita. Soltanto poco più della metà (57%) delle società definisce chiare regole sulla futura ed eventuale erogazione delle indennità di fine carica¹⁸⁷ come richiesto dal Codice. Nel restante 43% dei casi, le società sembrano escludere l'erogazione di un'indennità (22%) o non escludono l'eventuale pagamento di tale indennità né prevedono regole per la sua eventuale erogazione (poco meno del 21%)¹⁸⁸. Complessivamente, dunque, circa un quarto delle società che aderiscono al Codice non appare in linea con la relativa raccomandazione.

¹⁸⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

¹⁸⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

3. La governance del successo sostenibile

Quest'anno il Comitato ha deciso di dedicare un particolare focus sul perseguimento del successo sostenibile per esaminare l'evoluzione delle prassi di applicazione del Codice in un anno di particolare rilievo per le grandi imprese che hanno pubblicato le prime relazioni sulla sostenibilità.

3.1. L'informazione sulla sostenibilità

Il 2025 ha rappresentato il primo anno di applicazione degli obblighi di *reporting* previsti dalla CSRD da parte degli emittenti che erano già precedentemente tenuti alla pubblicazione della Dichiarazione Non Finanziaria (cd. DNF). Questi emittenti hanno pubblicato, infatti, nel 2025 le prime relazioni sulla sostenibilità in base dei principi di rendicontazione ESRS.

Il tema è rilevante per il Comitato che aveva già evidenziato le potenziali sovrapposizioni tra la relazione sulla sostenibilità e la relazione sul governo societario, fornendo attraverso il Format per la redazione di quest'ultima una guida alle informazioni di *governance* della sostenibilità¹⁸⁹.

La relazione sulla sostenibilità è stata pubblicata da 145 società (il 79% del campione), con una frequenza che, come lo scorso anno, è elevata in quelle appartenenti al FTSE Mib (97%) e nelle Mid Cap (94%) e inferiore nelle Small Cap (64%)¹⁹⁰. La maggior parte delle relazioni è pubblicata su base obbligatoria (134), mentre negli altri casi (11) l'informativa è pubblicata su base volontaria¹⁹¹.

Come da previsione normativa, le relazioni sulla sostenibilità sono contenute nella relazione sulla gestione; talvolta le società affiancano al documento ufficiale un secondo documento ("rapporto" o "bilancio" di sostenibilità) più sintetico, pubblicato su base volontaria, avente la finalità di comunicare in maniera più snella i dati ritenuti

¹⁸⁹ Format per la redazione della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari ([edizione 2024](#)).

¹⁹⁰ FIN-GOV 2025, p. 79 e TAB.1.RDS. Lo scorso anno, le DNF sono state pubblicate da 160 società (il 77% del campione) e, in particolare, sempre da quelle appartenenti al FTSE Mib, quasi sempre (93%) dalle *Mid Cap* e con frequenza inferiore (64%) dalle *Small Cap*, FIN-GOV 2024, p. 81 e TAB.1.DNF.

¹⁹¹ *Ibidem*.

fondamentali¹⁹². Negli altri casi di pubblicazione su base volontaria, le relazioni assumono la forma di un documento autonomo o di un “bilancio di sostenibilità”¹⁹³.

Per quanto riguarda la struttura, FIN-GOV evidenzia che, se da un lato le relazioni sulla sostenibilità continuano a presentarsi come documenti corposi (mediamente 141 pagine, lo scorso anno erano 151)¹⁹⁴, dall’altro, nel complesso, appaiono più leggibili, osservando come la standardizzazione imposta dalla nuova normativa abbia condotto all’eliminazione di contenuti secondari e a una maggiore sintesi dei commenti a fronte della pubblicazione di alcune informazioni in forma tabellare¹⁹⁵. Quanto alle informazioni sulla *governance* della sostenibilità contenute nelle relazioni sulla sostenibilità FIN-GOV osserva come tali informazioni, almeno in parte, si sovrappongono a quelle che le società erano già in precedenza tenute a pubblicare nella relazione annuale sulla *corporate governance*; in altre parti, sembrano poter utilmente integrare la stessa tradizionale informativa sulla *governance*¹⁹⁶.

Al riguardo, il rapporto pubblicato da TEH-Ambrosetti ha dedicato una specifica analisi sulla concreta collocazione di ciascuna delle informazioni sulla *governance* richieste

¹⁹² Segnatamente, ciò avviene nel 3% dei casi. FIN-GOV 2025, p. 79 e TAB.1.RDS.

¹⁹³ Queste forme alternative sono sostanzialmente adottate dalla società non soggette agli obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità, nonché da quelle poche il cui esercizio non coincide con l’anno solare e che, pertanto, hanno pubblicato l’ultima Relazione sulla sostenibilità ancora in forma di DNF, FIN-GOV 2025, p. 79 e TAB.1.RDS. Lo scorso anno, invece, la DNF è stata inclusa raramente nella Relazione sulla Gestione (14%), mentre ha assunto prevalentemente la forma di un documento autonomo (71%); inoltre, in casi limitati, è stata predisposta una Relazione “integrata”, con le informazioni di sostenibilità distribuite in tutta la Relazione sulla Gestione (9%) e 9 società non tenute alla redazione della DNF hanno pubblicato un bilancio di sostenibilità, FIN-GOV 2024, p. 81 e TAB.1.DNF.

¹⁹⁴ FIN-GOV 2025, p. 79 e TAB.1.RDS.

¹⁹⁵ FIN-GOV 2025, p. 79. Al riguardo FIN-GOV osserva che il contraltare è rappresentato da un maggiore appiattimento dell’informazione in quanto la maggiore sintesi comporta che talune informazioni prima fornite volontariamente ora vengono riportate con minore frequenza, *Ibidem*.

¹⁹⁶ Format cit. (ed. 2024). Allo scopo di offrire agli emittenti uno strumento che potesse risultare utile anche per coordinare i processi interni di elaborazione della “tradizionale” relazione di *corporate governance* con quelli relativi all’elaborazione della nuova rendicontazione di sostenibilità, il Format è stato integrato, inserendo, nelle sezioni pertinenti, i riferimenti alle informazioni richieste dagli ESRS in materia di *corporate governance*. In tal modo gli emittenti – in particolare i *team* interni impegnati nella stesura della relazione di governo societario e della rendicontazione di sostenibilità – hanno avuto a disposizione uno strumento più agevole per individuare i punti di contatto dell’informativa richiesta nei rispettivi ambiti e, conseguentemente, valutare la modalità migliore per fornire complessivamente al mercato una descrizione chiara, coerente e completa del proprio sistema di governo societario.

dagli ESRS, classificando le casistiche riscontrate in base alle seguenti alternative: (i) solo nella relazione sulla sostenibilità, ovvero (ii) sia nella relazione di *governance* che in quella di sostenibilità (duplicazione), ovvero (iii) nella relazione sulla sostenibilità (e/o, per le informazioni sulla remunerazione, nella relativa relazione) con un semplice rimando (dettagliato o generico) nell'ambito della relazione di *governance*¹⁹⁷.

L'analisi di TEH-Ambrosetti¹⁹⁸ evidenzia una elevata eterogeneità sul livello di informazione presente nella relazione sul governo societario, rilevando come le società di maggiori dimensioni (FTSE MIB e Mid Cap) forniscono più frequentemente una informazione completa sulla *governance* della sostenibilità sia nelle relazioni sulla sostenibilità sia nelle relazioni sul governo societario, mentre le società di minori dimensioni (Small Cap) hanno più frequentemente utilizzato la tecnica del rinvio, inserendo nelle relazioni sul governo societario un rimando alle informazioni sulla *governance* di sostenibilità contenute nelle relazioni sulla sostenibilità. In particolare, TEH-Ambrosetti rileva come le informazioni generalmente presenti nella relazione di *governance* (ossia replicando quelle contenute nella relazione sulla sostenibilità) sono quelle relative alla composizione e alle competenze del consiglio, al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, ai rapporti con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti; mentre, nel caso delle informazioni sulla remunerazione, circa la metà delle società analizzate ha rimandato alla relazione sulla remunerazione.

3.2. Il perseguimento del successo sostenibile e i piani di sostenibilità

Per esaminare l'applicazione del “successo sostenibile”, il monitoraggio Assonime ha esaminato il grado di implementazione di uno degli elementi fondamentali del Codice, ovvero la raccomandazione al consiglio di guidare la società “*perseguendone il successo sostenibile*”, inteso quale “*obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e 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*”¹⁹⁹.

¹⁹⁷ TEH-Ambrosetti, 2025, p. 79 ss.

¹⁹⁸ TEH-Ambrosetti, 2025, p. 87.

¹⁹⁹ V. Codice di Corporate Governance 2020, *principio I e Definizioni*.

Dalle relazioni di *corporate governance* pubblicate nel 2025 emerge che l'83% di tutte le società che aderiscono al Codice²⁰⁰ non si è limitato a dichiarare genericamente l'adesione alla raccomandazione sul perseguimento del successo sostenibile²⁰¹, ma ha fornito informazioni sulle modalità attraverso le quali questo principio guida si declina nella propria *governance* societaria. Nella maggior parte dei casi, si tratta di società che illustrano l'integrazione degli obiettivi ambientali e sociali nelle proprie strategie (70%) e/o forniscono informazioni circa l'adozione di politiche o piani ambientali o sociali (71%)²⁰². In alcuni rari casi (13 società)²⁰³, emersi dall'esame delle modifiche statutarie occorse negli ultimi anni, si rileva che alcune società hanno inserito l'obiettivo del perseguimento del successo sostenibile nello scopo sociale statutario. Oltre tre quarti delle società che indicano le modalità con cui perseguono il successo sostenibile dichiarano l'adozione di almeno due degli strumenti sopra indicati (78%)²⁰⁴.

Il Rapporto FIN-GOV, sulla base delle relazioni di sostenibilità, rileva come la grande maggioranza degli emittenti del campione osservato²⁰⁵ (83%, in significativo aumento rispetto al 61% del 2022) fornisca nelle relazioni di sostenibilità indicazioni in merito all'esistenza di un piano di sostenibilità, frequenza che varia in base alle dimensioni e agli assetti proprietari²⁰⁶. Il piano di sostenibilità è frequentemente integrato nel piano

²⁰⁰ In aumento rispetto agli scorsi anni: era l'80% nel 2024, il 77% nel 2023 e il 67% nel 2022. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id. *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*.

²⁰¹ Adesione dichiarata quest'anno dal 98% degli emittenti aderenti al Codice, dato in leggera crescita rispetto a quanto riscontrato nelle relazioni esaminate l'anno scorso (quando era il 96%) e che rappresenta più del doppio rispetto al 2021 (quando era il 43%). Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2021*.

²⁰² Si tratta di dati tendenzialmente stabili o in leggero aumento rispetto all'anno scorso, quando si attestavano rispettivamente al 70% e al 63%. Assonime-Emittenti Titoli 2025; Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

²⁰³ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato rimasto invariato rispetto allo scorso anno. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

²⁰⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Dato in notevole aumento rispetto allo scorso anno, quando si attestava al 66%. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

²⁰⁵ Si tratta delle 145 società per le quali sono state recepite le relazioni di sostenibilità.

²⁰⁶ La frequenza aumenta tra le società più grandi e/o strutturate. In particolare, un piano di sostenibilità è stato adottato da tutte le FTSE Mib e dal 96% delle finanziarie e delle grandi non concentrate. Tutte le

industriale (87% dei casi, in forte aumento rispetto al 73% dello scorso anno), in questo caso con forti variazioni in relazione alla struttura dell'azionariato²⁰⁷.

L'esame delle relazioni di sostenibilità condotto da FIN-GOV si sofferma poi sul collegamento tra la predisposizione del piano di sostenibilità e la costituzione di un comitato "dedicato", osservando come la probabilità di elaborazione di un piano aumenti dal 54% (in assenza di comitato) all'83% laddove sia presente un comitato accorpato, fino a raggiungere il 98% in presenza di un comitato autonomo²⁰⁸; anche l'integrazione del piano di sostenibilità nel piano industriale appare correlata all'esistenza e struttura del comitato sostenibilità, con un aumento dal 42% (in assenza di comitato) al 72% quando venga costituito un comitato accorpato, fino a raggiungere l'89% in presenza di un comitato autonomo, dati tutti in aumento rispetto allo scorso anno.

Lo stesso Rapporto FIN-GOV evidenzia inoltre come, sulla base delle Relazioni di Sostenibilità, l'assunzione di impegni verso gli *stakeholders* si traduca quasi sempre nella definizione formale di indicatori (*Key Performance Indicators*- KPI) che permettono di fissare *ex ante* obiettivi precisi e di misurarne *ex post* il raggiungimento. A fronte delle importanti novità introdotte dal D.Lgs. 125/2024²⁰⁹ rispetto alla normativa previgente, che non prevedeva la *disclosure ex ante* dei *target* di sostenibilità, il Rapporto rileva un sensibile miglioramento della *disclosure*. La trasparenza *ex-ante* sui KPI quantitativi è infatti aumentata dal 49% al 68%²¹⁰. Varie società indicano di non essersi ancora dotate di una strategia in materia, o si limitano a descrivere gli obiettivi di sostenibilità in termini qualitativi. Per le società pubbliche e le *widely held*, si osserva, come in passato, la

società *widely held* hanno comunicato l'esistenza di un piano, come il 96% delle società pubbliche, mentre la frequenza per la *family firms* è del 77%. FIN-GOV 2025, p. 80.

²⁰⁷ Un piano integrato figura in tutte le società pubbliche e che *widely held* e nel 78% delle familiari. FIN-GOV 2025, p. 80.

²⁰⁸ FIN-GOV 2025, p.80 e 81(figura 43).

²⁰⁹ L'art. 3, co.2 lett. b) del D.Lgs. 124/2024 impone di descrivere gli "obiettivi temporalmente definiti connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa, inclusi, se del caso, obiettivi quantitativi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno per il 2030 e 2050, una descrizione dei progressi da essa realizzati nel conseguimento degli stessi". FIN-GOV 2025, p. 81.

²¹⁰ La ragione per cui non tutte le società indicano tali KPI pare da rintracciare nella formulazione della nuova normativa, che chiede di "descrivere gli obiettivi" in materia di sostenibilità, che non sono però necessariamente quantitativi FIN-GOV 2025, p. 81.

disclosure più frequente e ricca, con un forte aumento nella *disclosure* dei KPI quantitativi che hanno raggiunto entrambi il 100% rispetto all'88% e al 72%, rispettivamente, dell'anno precedente²¹¹.

3.3. Composizione e ruolo degli organi societari in materia di sostenibilità

3.3.1. Le competenze di sostenibilità nel consiglio di amministrazione

Tra gli elementi che sono stati considerati per l'esame della concreta attitudine delle società a perseguire il successo sostenibile, l'analisi di TEH-Ambrosetti ha rilevato anche quest'anno il dato della presenza di competenze di sostenibilità all'interno del consiglio di amministrazione e dell'effettiva implementazione di attività di *induction* sui temi di sostenibilità a beneficio degli amministratori. In proposito, lo studio di Ambrosetti evidenzia dati in crescita rispetto a quelli dell'anno scorso per gli emittenti del campione appartenenti all'indice FTSE Mib e Mid Cap, ma in riduzione per quelli appartenenti all'indice Small Cap. In particolare, emerge che il 100% degli emittenti del campione appartenenti all'indice FTSE Mib ha dichiarato la presenza in consiglio di membri con competenze specifiche e/o l'effettuazione di *induction* mirate (era il 94% lo scorso anno). Il valore si attesta al 60% per gli emittenti appartenenti all'indice Mid Cap (era il 56% lo scorso anno) e al 49% per quelli appartenenti all'indice Small Cap (era il 55%)²¹².

3.3.2. Il ruolo del board nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine e l'attività di supporto dei comitati sostenibilità

Nel definire il ruolo del consiglio di amministrazione, il Codice raccomanda che tale organo definisca le strategie della società e del gruppo ad essa facente capo in coerenza con l'obiettivo del successo sostenibile e ne monitori l'attuazione (*principio II*).

In particolare, il Codice richiede al consiglio di amministrazione di “*esaminare e approvare il piano industriale anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine*”, prevedendo la possibilità che tale analisi venga effettuata con il supporto di un comitato la cui composizione e le cui funzioni sono definite dal consiglio stesso (Racc.1, lettera a)).

²¹¹ FIN-GOV 2025, p. 82.

²¹² TEH-Ambrosetti 2025, p. 26.

L'attribuzione di questo compito al consiglio di amministrazione (e, in particolare, della previsione che l'esame e l'approvazione dei piani sia preceduto dall'analisi dei temi rilevanti per il perseguimento del successo sostenibile), ricorre nell'83% dei casi, dato stabile rispetto allo scorso anno ma in significativo aumento rispetto alle rilevazioni del 2022 (62%)²¹³.

Pur rilevando una elevata *compliance* delle società nelle attribuzioni del consiglio, l'analisi di Assonime rileva tuttavia come la concreta *disclosure* sullo svolgimento di tali attribuzioni e, in particolare, sull'effettivo coinvolgimento del consiglio nella valutazione dei temi rilevanti per il successo sostenibile, appaia meno frequente. La valutazione di Assonime si basa fondamentalmente su un indicatore considerato di particolare rilievo, ossia la informazione che viene fornita dalle società sul dialogo con gli *stakeholder* rilevanti, quale canale di confronto essenziale per la individuazione delle tematiche rilevanti per la creazione di valore nel lungo termine. Al riguardo, se è elevato il numero delle società aderenti al Codice che dichiarano di aver promosso tale dialogo (87%), Assonime rileva come poco meno dei due terzi delle aderenti (62%) riporti informazioni più o meno puntuali sulle modalità con cui le informazioni raccolte durante le occasioni di dialogo con gli *stakeholder* siano state veicolate al consiglio di amministrazione (cd. *reporting* al consiglio)²¹⁴.

L'analisi di Assonime si estende, altresì, alle informazioni fornite dalle società sull'eventuale supporto di un comitato nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione di

²¹³ In linea con gli scorsi anni, la frequenza di tale attribuzione all'organo di amministrazione appare più elevata considerando soltanto le società aderenti al Codice che sono tenute a pubblicare la rendicontazione di sostenibilità o che pubblicano tale documento in via volontaria (89%) rispetto a quelle che non pubblicano alcun tipo di *reporting* non finanziario (62%). È poi interessante notare che, sebbene quasi tutte (91%, in crescita rispetto all'87% dello scorso anno) le società che aderiscono al Codice e pubblicano la rendicontazione di sostenibilità abbiano istituito (almeno) un comitato con funzioni in materia di sostenibilità, solo il 63% (in crescita rispetto al 57% dello scorso anno) delle stesse ha espressamente attribuito a tali comitati il compito di supportare il consiglio nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo periodo. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²¹⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Si tratta di dati (soprattutto il secondo) in decisa crescita rispetto a quelli dello scorso anno, quando le società che dichiaravano di aver promosso il dialogo con gli *stakeholder* rappresentavano il 79% delle aderenti, mentre quelle che riportavano informazioni sulle modalità con cui le informazioni raccolte durante questi incontri erano veicolate al consiglio rappresentavano il 26% delle aderenti.

valore nel lungo termine, funzionali all'esame e all'approvazione del piano industriale²¹⁵. Dalle relazioni pubblicate nel 2025, emerge che il 51% delle società quotate che aderiscono al Codice²¹⁶ ha espressamente attribuito ad un comitato – avente funzioni in materia di sostenibilità – il compito di supportare il consiglio nell'analisi dei temi rilevanti²¹⁷. Il coinvolgimento del comitato sostenibilità nella fase fondamentale della analisi dei temi rilevanti appare influenzato dalla dimensione della società (il comitato è coinvolto nel 72% delle grandi rispetto al 44% delle società non grandi), mentre non sembra sostanzialmente condizionato dagli assetti proprietari (il comitato è coinvolto nel 52% delle concentrate e nel 55% delle non concentrate)²¹⁸.

Un quadro analogo emerge dall'analisi FIN-GOV, riferita, come già detto, a tutte le società quotate su EXM Milan, incluse quelle non aderenti al Codice. In particolare, il rapporto FIN-GOV rileva che:

²¹⁵ V. Codice di Corporate Governance 2020, *raccomandazione* 1, lett. a) e Q.Racc.1.

²¹⁶ Si tratta del 53% delle società che dichiarano di perseguire il successo sostenibile. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²¹⁷ Si tratta di dati in crescita rispetto all'anno scorso (quando erano rispettivamente il 40% delle aderenti e il 42% delle società che dichiaravano di perseguire il successo sostenibile) e che consolidano la crescita rispetto ai dati del 2023 (dove erano rispettivamente il 37% delle società aderenti al Codice e il 39% di quelle che dichiaravano di perseguire il successo sostenibile) e del 2022 (rispettivamente 32% e 36%). Comitato Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*.

Considerato solo l'insieme degli emittenti aderenti al Codice che hanno costituito (almeno) un comitato con funzioni in materia di sostenibilità (83% degli aderenti, v. *infra* par. 3.2.3), il 61% degli stessi ha espressamente attribuito a tali comitati il compito di supportare il consiglio nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo periodo. Rispetto allo scorso anno, è cresciuta sia la quota di emittenti che hanno costituito il comitato sostenibilità (74% delle aderenti), sia la quota dei comitati a cui è stato espressamente attribuito il compito di supportare il consiglio nell'analisi dei temi strategici (54%). Assonime-Emittenti Titoli 2025, Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

²¹⁸ Anche questi dati risultano in lieve aumento (l'anno scorso, il comitato era coinvolto nel 63% delle società grandi rispetto al 30% delle non grandi e nel 39% delle società concentrate rispetto al 42% delle non concentrate). Comitato Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

- il 76% degli emittenti (era il 73% lo scorso anno) comunica in modo esplicito che il consiglio di amministrazione ha effettivamente esaminato e approvato il piano industriale²¹⁹;
- il 67% (era il 59% nell'anno passato) precisa che l'approvazione è avvenuta anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine²²⁰;
- solo il 34% precisa che – nell'approvazione del piano – il consiglio di amministrazione è stato effettivamente assistito dal comitato consiliare (comunque denominato) avente competenze in ambito di sostenibilità²²¹.

In relazione a tale ultimo aspetto, il rapporto FIN-GOV osserva che *“valori così bassi suscitano dubbi riguardo alla corrispondenza, al di là delle etichette, tra il modello di Comitato sostenibilità prevalente nella prassi e quello raccomandato dal Codice, il cui elemento fondamentale è proprio il ruolo istruttorio nell'approvazione del piano industriale”*²²².

3.3.3. I dati relativi alla presenza e alla composizione dei comitati sostenibilità

Benché, come detto, il Codice non raccomandi l'istituzione di un comitato con funzioni specifiche in materia di sostenibilità, indicando soltanto l'eventuale supporto che un comitato, sia consiliare sia a composizione mista²²³, potrebbe fornire al consiglio d'amministrazione nell'analisi di temi rilevanti per il successo sostenibile, Assonime ha condotto anche quest'anno un esame dei comitati, endoconsiliari, manageriali o misti cui sia stata attribuita (in generale) una funzione in materia di sostenibilità. L'83% delle società aderenti al Codice ha optato per l'attribuzione di funzioni in materia di

²¹⁹ FIN-GOV 2025, p. 18, precisa che *“altre società forniscono un'informazione boilerplate ossia si limitano a richiamare il Codice o a dire che le regole esistenti prevedono che il CdA esamini e approvi il piano, senza affermare con chiarezza che tale passaggio è effettivamente avvenuto e con quali modalità”*.

²²⁰ FIN-GOV 2025, p. 18, ove è anche chiarito che *“la precisazione è più frequente tra le società pubbliche (83% dei casi) rispetto alle società familiari (65%) o widely held (52%)”*.

²²¹ FIN-GOV 2025, p. 18, puntualizza che *“la precisazione è più frequente tra le società medio-grandi (53% nel FTSE-Mib, 48% nelle Mid Cap, contro il 20% nelle Small Cap) e tra le società pubbliche (65% dei casi) mentre è poco diffusa tra le società familiari (28%) o widely held (24%)”*.

²²² FIN-GOV 2025, *ibidem*.

²²³ V. Codice di Corporate Governance 2020, raccomandazione 1, lett. a) e Q.Racc.1.

sostenibilità a un comitato, che può essere composto, a seconda dei casi, solo da amministratori (comitato endoconsiliare), solo da *manager* (comitato manageriale), ovvero da amministratori e *manager* (comitato misto)²²⁴, confermando l'evoluzione della *governance* sostenibile delle imprese che aderiscono al Codice riscontrata negli ultimi cinque anni²²⁵.

Quanto alla natura dei comitati (endoconsiliare, manageriale o mista), dai dati Assonime emerge come, nella maggior parte dei casi (65%, dato peraltro in costante calo nel corso degli anni)²²⁶, si tratta di comitati endoconsiliari; in particolare, il 39% del totale dei comitati sostenibilità è rappresentato da comitati consiliari già esistenti e il 26% da comitati consiliari istituiti *ad hoc*²²⁷.

Specularmente, cresce anche quest'anno il dato relativo alla configurazione di comitati a composizione mista o anche solo manageriale, che rappresentano ora il 35% del totale dei comitati sostenibilità²²⁸.

Nel 26% dei casi, la società ha istituito più di un comitato con funzioni in materia di sostenibilità, anche in tal caso confermando il *trend* di crescita di questa prassi nel corso degli anni²²⁹.

²²⁴ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²²⁵ Nel 2021, un comitato avente funzioni in materia di sostenibilità era stato indicato dal 43% delle società aderenti; nel 2022, con la prima applicazione del (nuovo) Codice, la percentuale era già salita al 60% delle società aderenti; nel 2023, la percentuale aveva raggiunto il 68% delle aderenti e nel 2024 il 74% delle società aderenti. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*; Id., *Relazione annuale 2021*.

²²⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Erano il 74% nel 2024, il 77% nel 2023 e l'80% nel 2022. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*.

²²⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Erano rispettivamente il 47% e il 27% nel 2024. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*.

²²⁸ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Era il 26% nel 2024, il 23% nel 2023, il 20,5% nel 2022 e il 15% nel 2021. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*; Id., *Relazione annuale 2021*.

²²⁹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Negli anni precedenti, le società che avevano istituito più di un comitato con funzioni in materia di sostenibilità erano il 20% del totale nei dati pubblicati nel 2024 e il 16% del totale nei dati pubblicati nel 2023. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*.

Per quanto riguarda la composizione dei comitati aventi funzioni in materia di sostenibilità, dai dati Assonime emerge che, da un lato, la maggior parte delle società aderenti al Codice continua ad optare per l'istituzione di comitati composti esclusivamente da amministratori non esecutivi/indipendenti²³⁰; dall'altro lato, è confermato il *trend* di costante crescita della quota di comitati sostenibilità che presentano (anche) una componente esecutiva: ad oggi, il 44% dei comitati aventi funzioni in materia di sostenibilità, inclusi quelli a composizione mista o manageriale, ha almeno un amministratore esecutivo (CEO o talvolta Presidente esecutivo) e/o un manager, manifestando dunque una più chiara vocazione strategica²³¹.

Passando ai dati del Rapporto FIN-GOV²³², l'analisi ha preso in considerazione anche quest'anno i comitati "sostenibilità" composti da soli amministratori (*i.e.* quelli a natura endoconsiliare), rilevandone la presenza nel 76% delle quotate, dato in costante crescita negli ultimi anni²³³. Il Rapporto FIN-GOV conferma altresì l'esistenza di una forte variabilità sulla istituzione legata sia alla dimensione degli emittenti (un comitato sostenibilità endoconsiliare è presente nel 95% delle società grandi e nel 67% delle società piccole) che ai loro assetti proprietari (presenza nel 100% delle società a controllo pubblico, nell'81% delle *widely held* e nel 66% delle *family firms*)²³⁴.

²³⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²³¹ Assonime-Emittenti Titoli 2025. Era il 36% nel 2024, il 33% del 2023, il 29% del 2022 e il 24% del 2021. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*; Id., *Relazione annuale 2021*.

²³² FIN-GOV 2025, p. 44 e TAB.16CG.

²³³ Era il 69% lo scorso anno, il 63% nel 2023, il 54% nel 2022 ed il 47% nel 2021. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2024*; Id., *Relazione annuale 2023*; Id., *Relazione annuale 2022*; Id., *Relazione annuale 2021*.

²³⁴ FIN-GOV 2025, p. 44. I dati riferiti alle società piccole e alle *family firms* sono comunque in crescita rispetto allo scorso anno (erano rispettivamente il 58% e il 60%). La variabilità di costituzione del comitato rispetto alle dimensioni dell'emittente è confermata nell'analisi di TEH-Ambrosetti 2025, p. 52: con riferimento agli emittenti inclusi nel campione di riferimento, il comitato è presente nel 100% degli emittenti appartenenti all'indice FTSE Mib (era il 97% l'anno scorso), nel 90% di quelli appartenenti all'indice Mid Cap (era il 93%) e nel 65% di quelli appartenenti all'indice Small Cap (era il 74%). TEH-Ambrosetti (*ibidem*) riporta anche il dato sulla presenza di un altro presidio organizzativo funzionale alla gestione delle tematiche di sostenibilità, ossia del *Chief Sustainability Officer*: con riferimento al campione analizzato quest'anno, esso non è presente in nessun emittente FTSE Mib (contro il 3% delle società nel campione dell'anno scorso), è presente nel 3% degli emittenti Mid Cap (era il 2% lo scorso anno) e non è presente in nessun emittente Small Cap (3% lo scorso anno).

Sempre dall'analisi di FIN-GOV emerge che, come lo scorso anno, solo nel 37% si tratta di un comitato autonomo, mentre nel restante 63% continua ad essere accorpato con altri (quasi sempre col comitato controllo e rischi), e che dimensione e struttura proprietaria influiscono anche su questa scelta²³⁵.

In merito al funzionamento dei comitati sostenibilità endoconsiliari, anche quest'anno l'analisi di FIN-GOV rileva come la *disclosure* sulla frequenza delle riunioni e sul *time commitment* sia fornita quasi sempre laddove sia stato istituito un comitato autonomo, ma quasi mai dove esso sia accorpato con altri²³⁶. Prendendo in considerazione i casi di comitati autonomi in cui tali informazioni sono fornite, il numero medio di riunioni annue è pari a 6,5²³⁷ per un impegno complessivo pari a 10,8 ore²³⁸.

3.4. La promozione del dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti

Il Codice dedica particolare attenzione alle interazioni con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società: il *principio* IV raccomanda all'organo di amministrazione il compito di promuovere, nelle forme più opportune, il dialogo con tali soggetti.

3.4.1. Le politiche di dialogo con la generalità degli azionisti

Per quanto riguarda il dialogo con gli azionisti, la *raccomandazione* 3 affida al CdA, su proposta del presidente formulata d'intesa con il CEO, il compito di adottare e descrivere nella relazione sul governo societario “una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate

²³⁵ FIN-GOV 2025, p. 45 e TAB.16CG. In particolare, la costituzione di un comitato autonomo è rara tra le società piccole concentrate (22%) mentre è frequente tra le società grandi e non concentrate (71%); è molto rara tra le società familiari (16%) ma è maggioritaria tra le *widely held* (59%) e ancora più frequente tra quelle pubbliche (74%).

²³⁶ FIN-GOV 2025, p. 43.

²³⁷ FIN-GOV 2025, p. 45 e TAB.16CG (dato in lieve aumento rispetto a 6 riunioni dello scorso anno). Anche quest'anno FIN-GOV precisa che si tratta di un dato medio che nasconde “*numeri molto variabili a livello di singolo emittente*”, dal momento che “*il numero di riunioni varia tra 0 e 17*”.

²³⁸ FIN-GOV 2025, p. 45 e TAB.16CG (in linea con le 11,9 ore dell'anno scorso). Anche quest'anno FIN-GOV precisa che i dati medi variano molto sia in base alle dimensioni dell'emittente (“*l'impegno medio è pari a 7,4 ore nelle società piccole e sale a 13,3 ore nelle grandi*”), sia in base agli assetti proprietari (“*l'impegno medio è pari a 5,3 ore tra le società familiari, ma sale a 14 ore nelle pubbliche e a 16,4 ore nelle widely held*”).

dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi”²³⁹. Al presidente viene altresì raccomandato di assicurare che l’organo di amministrazione sia informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con gli azionisti (*raccomandazione 3*).

Un nutrito numero di emittenti ha adottato e reso disponibile sul proprio sito *internet* una politica per la gestione del dialogo con gli azionisti²⁴⁰. Molte di queste incorporano previsioni destinate a regolare anche il dialogo avviato su iniziativa degli azionisti²⁴¹, mentre sono pochi i casi in cui la politica si limita a formulare considerazioni generiche o a descrivere la normale attività di *investor relation*. Come raccomandato dal Codice, la politica viene frequentemente descritta nella relazione sulla *corporate governance*²⁴².

Il livello di *disclosure* ex-post, nelle relazioni sul governo societario, in merito alle informazioni sui temi più rilevanti che sono stati oggetto del dialogo con gli azionisti e sulle eventuali iniziative adottate per tener conto delle indicazioni emerse (che era stato oggetto di specifica raccomandazione per il 2023 nella Lettera del Presidente del Comitato) è in miglioramento sotto il primo profilo (per quanto riguarda le attività di

²³⁹ La raccomandazione va inquadrata alla luce della Direttiva 2017/828, c.d. *Shareholder Rights Directive 2* (SRD2), che richiede agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, secondo il principio *comply or explain*, di sviluppare e comunicare al pubblico una politica di impegno (*engagement policy*) – che spieghi, tra l’altro, come vengono monitorate e ingaggiate le società partecipate, e come viene esercitato il diritto di voto nelle assemblee di queste ultime – nonché le modalità di attuazione di tale politica. Cfr. art 3-*octies*, co. 1, lett. a) della SRD2, recepito in Italia attraverso l’art. 124-*quinquies* TUF.

²⁴⁰ Sulla base dell’analisi condotta da Assonime-Emittenti Titoli 2025, si tratta di 138 società, pari al 77% delle società aderenti al Codice, in particolare, del 97% delle grandi e del 68% delle società non grandi ai sensi del Codice; all’interno delle due classi dimensionali, la concentrazione degli assetti appare giocare un ruolo secondario (96% delle grandi-non concentrate, 97% delle grandi concentrate, 78% delle non grandi-non concentrate, 63% delle non grandi-concentrate). Dati simili si rinvergono nell’analisi di FIN-GOV 2025, p. 29 ss., che rileva tale informazione nel 76% di tutte le società quotate (in lieve aumento rispetto al 70% dell’anno passato), comprese le non aderenti al Codice, ed evidenzia come la politica sia reperibile quasi sempre tra le società pubbliche e le *widely held* (rispettivamente il 96% e l’86%) e con frequenza inferiore tra le società familiari (69%, in leggero aumento rispetto al 63% dell’anno scorso). Un quadro simile è tratteggiato anche dall’analisi di TEH-Ambrosetti, p. 14, dove si evidenzia come l’adozione delle politiche risulti più diffusa soprattutto per le aziende con maggiore esposizione verso il mercato: in particolare, risultano aver adottato politiche il 100% delle società del FTSE Mib, l’87% delle società del Mid Cap e il 95% delle società dello Small Cap (su un campione che considera 34 società del FTSE Mib, 60 del Mid Cap e 37 dello Small Cap).

²⁴¹ FIN-GOV 2025. TAB.1EP evidenzia come tali casi siano 137 su 140, pari al 97% delle società che hanno adottato e pubblicato la politica.

²⁴² Nell’86% dei casi, secondo il Rapporto FIN-GOV 2025, p. 30.

investor relations)²⁴³ ma si conferma basso per quanto riguarda il secondo: solo in casi sporadici sono riportate informazioni sull'oggetto del dialogo avviato su sollecitazioni di azionisti o su eventuali iniziative adottate a seguito di esso²⁴⁴.

Circa la metà delle politiche adottate prevede non solo iniziative di dialogo *two-way* (dove avviene un effettivo scambio di informazioni tra società e investitori), ma anche *one-way* (in cui sono solo gli investitori a esporre la loro visione su specifiche questioni ai partecipanti lato società)²⁴⁵, in aderenza alle diverse modalità di dialogo contemplate dagli investitori²⁴⁶ - di cui il Codice raccomanda di tenere conto nell'adozione della politica.

3.4.2. Il dialogo con gli altri stakeholder rilevanti

Con riferimento al dialogo con gli *stakeholder* rilevanti per la società diversi dagli azionisti, l'analisi di Assonime evidenzia la crescente attenzione delle società quotate a questa prassi: l'87% delle società aderenti dichiara, infatti, di identificare i propri *stakeholder* e promuovere iniziative di *engagement*, in aumento rispetto al 79% del 2024, al 68% del 2023 e al 40% del 2022. Un'evoluzione positiva si riscontra anche nella quota di società che dichiara di riportare le risultanze del dialogo svolto al consiglio di

²⁴³ L'analisi di Assonime rileva una migliore diffusione delle informazioni fornite sull'attuazione della politica di dialogo con gli azionisti. L'informazione è rilevata infatti in oltre un terzo delle società quotate (48% delle aderenti al Codice, il 62% delle società che hanno adottato una politica rispetto al 10% del 2022); analizzando anche il contenuto delle informazioni così fornite, si rileva che esse riguardano prevalentemente le attività condotte dalla funzione di *investor relator* e dal *management*. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁴⁴ FIN-GOV 2025, p. 31.

²⁴⁵ Nell'analisi di FIN GOV 2025, pp. 30, TAB.1EP, si evidenzia come tali casi si riscontrino in oltre la metà delle politiche considerate (72 su 140, pari al 51%, in lieve aumento rispetto all'anno passato) e con maggiore frequenza tra le società del FTSE Mib (58% dei casi, a fronte del 43% nelle Small Cap), nel settore finanziario (62%) e tra le società *widely held* (61%) e pubbliche (64%). Tra le *family firms* la previsione si ritrova nella metà dei casi (50%).

²⁴⁶ Una raccolta delle *best practice* considerate dagli investitori in tema di *engagement* con i consigli di amministrazione (c.d. *shareholder-director engagement*) è offerto dagli *Italian Shareholder-Director Exchange – I-SDX*, sviluppati da Assogestioni nel 2021. Il documento costituisce un *framework* per l'organizzazione e gestione di engagement efficaci e reciprocamente proficui tra azionisti e *board member* e raccoglie la visione e l'impegno degli investitori in tale direzione. L'I-SDX contempla sia modalità di dialogo *two-way* sia modalità di dialogo *one-way*, traendo spunto dai protocolli di *engagement* e *stewardship* adottati in ambito nazionale e internazionale (come lo *Shareholder Director Exchange (SDX) Protocol* adottato negli Stati Uniti, il *Collective Engagement Framework* elaborato da *The Investor Forum* in UK, l'*EFAMA Stewardship Code* in ambito europeo, e i Principi Italiani di *Stewardship*).

amministrazione, significativamente aumentata dal 26% del 2024 al 62% del 2025. Questo aumento evidenzia una maturazione dell'approccio delle imprese al dialogo con gli *stakeholder* rilevanti in funzione del perseguimento dell'obiettivo del successo sostenibile²⁴⁷. Tuttavia, le informazioni rese sono spesso di carattere generale, seguendo in parte anche la impostazione più qualitativa e discorsiva degli standard di rendicontazione²⁴⁸, e non sempre consentono di comprendere in che modo il dialogo sia stato effettivamente gestito. Risultano infatti ancora limitate le descrizioni delle modalità di ingaggio con le diverse categorie di *stakeholder* e dei processi attraverso cui gli esiti del confronto vengono sottoposti al consiglio di amministrazione e da questo valutati e considerati nella definizione delle strategie aziendali.

Da una analisi più mirata di Assonime²⁴⁹, volta a verificare l'esistenza e la portata di procedure più strutturate per il dialogo con gli *stakeholder* rilevanti diversi dagli azionisti emerge la scelta di alcune imprese di formalizzare tale attività attraverso una vera e propria politica. Sulla base delle informazioni disponibili il contesto appare però ancora molto frammentato, sia per la tipologia di informazioni fornite sia per gli strumenti utilizzati dalle imprese, talvolta mancando una cornice unitaria che consenta di ricostruire in modo organico il processo del loro coinvolgimento.

In particolare, l'analisi di Assonime evidenzia che meno di un quinto delle società aderenti ha adottato una politica per il dialogo con gli *stakeholder* non finanziari²⁵⁰. Nella

²⁴⁷ Una maturazione che è stata in parte favorita dalla prima applicazione della Direttiva 2022/2464/UE (cd. CSRD), attuata nel nostro ordinamento con il D.lgs. 6 settembre 2024, n. 125 e, in particolare, degli standard di rendicontazione dedicati proprio al tema del dialogo: si veda, in particolare, l'ESRS 2 GOV-2 (*Information provided to and sustainability matters addressed by the undertaking's administrative, management and supervisory bodies*) e l'ESRS 2 SBM-2 (*Interests and views of stakeholders*).

²⁴⁸ V. nota precedente.

²⁴⁹ Che copre non soltanto le informazioni fornite nella relazione sul governo societario e nella relazione sulla sostenibilità, ma anche le informazioni volontarie presenti sul sito internet o in altra documentazione resa pubblica dalle società.

²⁵⁰ Il 27% delle società aderenti dichiara di aver adottato una politica per il dialogo con gli *stakeholder*, tuttavia, soltanto il 12% dei casi prevede espressamente il coinvolgimento di *stakeholder* non finanziari. Questa seconda previsione è più frequente tra le società grandi (circa il 18%). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

maggior parte di questi casi la politica risulta unificata²⁵¹ a quella di dialogo con gli azionisti²⁵², mentre in rari casi²⁵³ si tratta di un documento autonomo. Inoltre, anche nella categoria delle società che hanno espressamente esteso la politica di dialogo con gli azionisti anche ad altri *stakeholder* “non finanziari” rilevanti per il successo sostenibile dell’impresa, l’informazione fornita è poco omogenea con diversi gradi di specificità: in particolare, nella metà dei casi, gli *stakeholder* vengono puntualmente identificati, con un minimo grado di dettaglio sui relativi canali o modalità di coinvolgimento, mentre nella restante metà delle politiche il riferimento agli altri *stakeholder* è generico e privo di ulteriori specificazioni.

Nei casi di politiche non unificate, le modalità di dialogo con le altre categorie di *stakeholder* risultano richiamate in modo eterogeneo in altri documenti, come piani di sostenibilità, specifiche sezioni del *reporting* di sostenibilità, o in principi generali enunciati nelle politiche ESG, mentre sono raramente (2 casi) fornite informazioni puntuali sulle procedure di ingaggio e sulla frequenza del dialogo.

3.5. Gli obiettivi di sostenibilità nella politica di remunerazione degli amministratori esecutivi

Il Codice raccomanda che la politica di remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management* definisca obiettivi di *performance* predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo, nonché coerenti con gli obiettivi strategici della società e finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari (*raccomandazione* 27, lett. c).

A completamento di quanto illustrato nel paragrafo 2.7.3. – che, sulla base dei dati Assonime, fornisce un quadro sulla previsione e sul dettaglio dei parametri ESG nelle politiche per la remunerazione delle società che aderiscono al Codice – si riportano di

²⁵¹ Circa il 76% delle politiche di *stakeholder engagement*, complessivamente il 9% delle società aderenti al Codice. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁵² Al riguardo, si noti che in molti casi le politiche di dialogo con gli azionisti vengono nominalmente estese anche ad altre categorie di *stakeholder*. Tuttavia, al di là del nome della politica, le prassi ivi contenute sono quasi sempre riferite soltanto al dialogo con gli azionisti e sono eventualmente estese, in maniera esplicita, a una ristretta categoria di altri *stakeholder* “finanziari” quali i *proxy advisor*, gli analisti finanziari, le agenzie di *rating* ecc. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁵³ Si tratta di 5 società. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

seguito i dati del rapporto FIN-GOV sulla previsione di tali parametri (rispettivamente nelle componenti remunerative legate a obiettivi di breve e medio-lungo termine) nelle politiche di remunerazione di tutte le società quotate.

3.5.1. Gli obiettivi di sostenibilità nei piani di breve periodo (MBO)

Per quanto concerne i piani di breve periodo, l'analisi di FIN-GOV conferma una leggera crescita delle società quotate che fanno ricorso a parametri ESG, passate dal 71% al 73% (erano il 67% nel 2023, il 56% nel 2022 e il 42% nel 2021). In tal modo, gli obiettivi ESG si confermano essere il secondo *cluster* per frequenza di utilizzo, dopo gli obiettivi economico-finanziari (tipicamente facenti riferimento a grandezze contabili o di *budget*), presenti nel 95% dei casi, e prima degli obiettivi di *business* (ad esempio quote di mercato, sviluppo di nuovi prodotti etc.), cui è fatto ricorso nel 44% dei casi²⁵⁴. L'utilizzo di parametri ESG è correlato soprattutto all'identità dell'azionista di riferimento: in particolare, obiettivi ESG sono utilizzati più spesso da società pubbliche (91%) e *widely held* (94%) e meno da quelle familiari (62%, in leggera flessione dal 64% dell'anno passato)²⁵⁵.

Il peso complessivo delle remunerazioni variabili collegate a parametri ESG sugli MBO (a *target*) – che, viene comunicato dall'88% delle società che hanno adottato tali parametri, in crescita dall'83% dell'anno passato²⁵⁶ – è tuttavia piuttosto limitato e pari al 19%, livello invariato rispetto all'anno precedente²⁵⁷. Con riferimento alla misurabilità

²⁵⁴ FIN-GOV 2025, p. 51 e TAB.3PR, dove viene altresì evidenziato che nei piani MBO è molto raro (3% dei casi) il riferimento a obiettivi azionari (*i.e.*, legati all'andamento del valore delle azioni dell'emittente).

²⁵⁵ FIN-GOV 2025, p. 52, Figura 22. TEH-Ambrosetti 2025, pp. 43 e 50, evidenzia come i parametri ESG, nei piani di remunerazione a breve termine, risultino i più utilizzati dalle società del campione in tutti gli indici di mercato, sia per le società non finanziarie, sia per quelle finanziarie.

²⁵⁶ FIN-GOV 2025, p. 54. Lo stesso rapporto FIN-GOV (p. 53) ricorda come la remunerazione legata a parametri ESG è oggi soggetta al *Disclosure Requirement* (DR) GOV-3 ex ESRS-2, allegato al Regolamento Delegato UE 2023/2772, che ha imposto – alle sole società tenute alla redazione della relazione di sostenibilità – di individuare i parametri di sostenibilità e i relativi pesi eventualmente utilizzati nei piani di incentivazione. L'obbligo riguarda l'individuazione dei macro-parametri ESG e il peso complessivo loro attribuito. La normativa europea si pone su un piano diverso rispetto all'invito del Presidente del Comitato CG citato *infra* nel testo, in quanto quest'ultimo riguarda l'individuazione dei singoli parametri in ambito ESG e del peso attribuito a ciascuno di essi nella remunerazione (mentre il Regolamento UE fa riferimento, come detto, al peso complessivamente attribuito a tutti i parametri ESG).

²⁵⁷ FIN-GOV 2025, p. 52-53, in particolare la Figura 23 e TAB.3PR che riporta altresì un'ulteriore analisi, raffrontando il peso medio dei singoli *cluster* individuati con il peso complessivo a livello di sistema, in

dei parametri ESG, FIN-GOV rileva altresì come il 93% delle società che hanno adottato obiettivi di sostenibilità (in forte aumento dal 77,5% dell'anno passato) ha effettivamente raccolto l'invito del Presidente del Comitato a *“fornire tutte le informazioni utili sulle modalità di applicazione della Raccomandazione 27 (del Codice) tenendo conto che la previsione nella politica di remunerazione di componenti variabili legate a generici obiettivi di sostenibilità di cui non si forniscono gli specifici parametri di valutazione (...) può configurare la disapplicazione della Raccomandazione*²⁵⁸, mentre solo il 53% di queste (in lieve diminuzione dal 55%) ha fornito altresì informazioni sul peso individuale di ciascun obiettivo²⁵⁹.

3.5.2. Gli obiettivi di sostenibilità nei piani di medio-lungo termine (LTI)

L'analisi FIN-GOV rileva come quasi tutti i piani LTI (97%) prevedano dei c.d. *entry gates*, ovvero il collegamento dell'attribuzione dei compensi al verificarsi di una condizione rappresentata dal conseguimento di obiettivi di *performance*. Con riferimento ai parametri ESG si rileva che tali *gates* sono previsti nel 71% dei casi: come rilevato in ambito MBO, si tratta di un parametro in lieve crescita rispetto al dato dell'anno passato (pari al 70%; era il 64% nel 2023 e il 57% nel 2022), che rappresenta il secondo *cluster*

modo da riflettere anche la frequenza con cui i singoli piani includono le varie componenti e restituendo il peso complessivo di ciascuna (calcolato sempre sul variabile a *target*) a livello di sistema complessivo. Secondo tale statistica, i parametri ESG ricoprono un peso molto basso rispetto al totale (15%), sebbene si rileva un lieve incremento rispetto all'anno precedente (13%).

²⁵⁸ FIN-GOV 2025, pp. 52-55. In particolare la Figura 24 fornisce una classificazione degli obiettivi ESG adottati dalle società: la classe più frequente è legata alla riduzione di emissioni/impatto ambientale (28% delle società che danno *disclosure* sui singoli *target*); è altresì piuttosto frequente la fissazione di obiettivi legati alla *diversity & inclusion* (27%), all'implementazione di progetti di investimento sostenibili (27%), a progetti in materia di sicurezza sul lavoro (23%), e al raggiungimento/mantenimento di rating di sostenibilità (19%). Seguono obiettivi legati allo sviluppo di prodotti sostenibili (17%), obiettivi definiti in termini di *compliance* (10%), obiettivi legati alla formazione (10%) e all'economia circolare (10%). Riguardo al tema della misurabilità delle remunerazioni variabili si rimanda anche ai dati riportati nel par. 2.6.3. della presente Relazione annuale del Comitato, forniti da Assonime-Emittenti Titoli 2025, con informazioni sulla misurabilità dei parametri utilizzati per la remunerazione variabile e, con particolare dettaglio, sui parametri ESG considerati “generici”.

²⁵⁹ FIN-GOV 2025, p. 56-57. In particolare, la Figura 25 fornisce una disamina dei pesi medi attribuiti ai singoli obiettivi ESG – come classificati alla nota che precede – comunicati dalle società. Tale peso medio varia tra il 7% di formazione e il 18% di investimenti sostenibili. FIN-GOV rileva, inoltre, come il grado di dettaglio offerto rispetto ai singoli obiettivi vari molto da una società all'altra, potendo passare da esempi di *disclosure* molto dettagliata ad altri dove l'informativa è invece del tutto generica ovvero dove i KPI non vengono definiti. FIN-GOV evidenzia che tale tipo di informativa non favorisce gli azionisti ai fini dell'espressione del voto sulle politiche di remunerazione (FIN-GOV p. 56-57).

per frequenza di utilizzo nei piani LTI, dopo gli obiettivi economico-finanziari (presenti nel 99% dei casi), e prima di quelli legati alla *performance* azionaria (46%)²⁶⁰.

Anche in questo caso, l'utilizzo di parametri ESG è correlato soprattutto all'identità dell'azionista di riferimento: in particolare, sono utilizzati più spesso da società pubbliche (100%) e *widely held* (75%) e meno da quelle familiari (60%, in aumento rispetto al 58% dell'anno scorso)²⁶¹.

Come per gli MBO, il peso delle remunerazioni variabili collegate a parametri ESG sugli LTI, per le società che lo prevedono, raggiunge dei livelli molto limitati, attestandosi al 21% (in lieve aumento rispetto al 20% dell'anno scorso)²⁶².

Come per gli MBO, il peso delle remunerazioni variabili collegate a parametri ESG sugli LTI, per le società che lo prevedono, raggiunge dei livelli molto limitati, attestandosi al 21% (in lieve aumento rispetto al 20% dell'anno scorso)²⁶³.

Con riferimento all'insieme delle società che prevedono obiettivi ESG nei piani LTI, è in aumento (86% rispetto al 76% dell'anno scorso) la quota di quelle che hanno comunicato il peso complessivo di tali obiettivi all'interno del piano. Inoltre, similmente a quanto rilevato per i piani MBO, appare in forte aumento (96% rispetto al 81% dell'anno scorso) anche la quota di quelle che hanno effettivamente fornito un'indicazione dei singoli obiettivi di *performance* da raggiungere, raccogliendo l'invito del Presidente del Comitato citato in precedenza²⁶⁴. Tuttavia, solo il 56% di queste (in lieve calo dal 59%

²⁶⁰ FIN-GOV 2025, p. 59-60 e TAB.5PR. TEH-Ambrosetti 2025, pp. 43 e 50, evidenzia come i parametri ESG, nei piani di remunerazione a lungo termine: a) per le società non finanziarie, risultano i più utilizzati negli indici FTSE Mib e Mid Cap, mentre si trovano al secondo posto nello Small Cap; b) per le società finanziarie, risultano i più utilizzati in ogni segmento di mercato.

²⁶¹ FIN-GOV 2024, p. 59-60, in particolare la Figura 29, e TAB.5PR.

²⁶² FIN-GOV 2025, p. 60 e TAB.5PR. Il Rapporto FIN-GOV 2025 riporta altresì che i parametri ESG rappresentano, a livello di sistema, un peso del 14% rispetto al totale delle remunerazioni LTI (dato invariato rispetto all'anno passato).

²⁶³ FIN-GOV 2025, p. 60 e TAB.5PR. Il Rapporto FIN-GOV 2025 riporta altresì che i parametri ESG rappresentano, a livello di sistema, un peso del 14% rispetto al totale delle remunerazioni LTI (dato invariato rispetto all'anno passato).

²⁶⁴ FIN-GOV 2025, p. 61-62, in particolare la Figura 31. La classe degli obiettivi ESG più frequentemente adottata dalle società è legata alla riduzione di emissioni/impatto ambientale (47% delle società che danno *disclosure* sui singoli *target*). È altresì presente la fissazione di obiettivi legati alla *diversity & inclusion*

dello scorso anno) ha fornito altresì informazioni sul peso individuale di ciascun obiettivo²⁶⁵.

3.6. La promozione della parità di trattamento e di opportunità tra i generi a livello aziendale

In ambito nazionale, la legge 12 luglio 2011, n. 120 (cosiddetta legge Golfo-Mosca) e il D.P.R. 30 novembre 2012, n. 251, hanno introdotto obblighi di equilibrio di genere negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate e in quelle controllate dalle pubbliche amministrazioni.

In particolare, con tali disposizioni, successivamente aggiornate e integrate da ulteriori interventi legislativi, si è inteso affrontare la questione della sottorappresentazione delle donne nelle posizioni apicali delle imprese in Italia, dando attuazione a un principio di uguaglianza sostanziale tra i generi.

L'autodisciplina ha inteso recepire e salvaguardare gli effetti prodotti dalla suddetta normativa apportando già nel 2018 modifiche al Codice di Autodisciplina, poi rafforzate nella nuova edizione del 2020 in cui il Codice di Corporate Governance ha esteso il principio della diversità penetrando ben più nel profondo della realtà aziendale rispetto alla mera presenza negli organi sociali. A tale proposito, appare utile richiamare quanto previsto dalla *raccomandazione* 8 del Codice, secondo cui la società – oltre a definire i criteri di diversità per la composizione degli organi di amministrazione e di controllo, gli strumenti per una loro efficace attuazione, e prevedere che almeno un terzo dei componenti di questi organi sia costituito dal genere meno rappresentato – adotta misure atte a promuovere la parità di trattamento e di opportunità tra i generi all'interno dell'intera organizzazione aziendale, mediante monitoraggio della concreta attuazione.

La centralità del tema in esame emerge altresì da un contesto normativo europeo in costante evoluzione. A livello comunitario si segnala la Direttiva UE 2022/2381 (c.d.

(34%), all'implementazione di progetti di investimento sostenibili (26%), ai *rating* di sostenibilità (24%), allo sviluppo di prodotti sostenibili (12%), alla formazione (12%) e all'economia circolare (12%). Seguono obiettivi legati alla sicurezza sul lavoro (7%) e alla *compliance* (1%).

²⁶⁵ FIN-GOV 2025, p. 61-62, in particolare la Figura 32. Le singole classi di obiettivi hanno un peso medio sul totale del piano compreso tra lo 0% (*compliance*) e il 17% (economia circolare e sviluppo di prodotti sostenibili). Anche in questo caso, similmente a quanto osservato per i piani MBO, FIN-GOV rileva che “La trasparenza sui pesi attribuiti ai singoli obiettivi nel piano LTI è [...] ampiamente migliorabile”.

“*Women on boards*”), pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea il 7 dicembre 2022, il cui obiettivo è quello di migliorare l’applicazione del principio di pari opportunità tra donne e uomini nei Consigli di amministrazione, stabilendo, secondo trasparenza e meritocrazia, i requisiti per la procedura di selezione dei candidati alla carica di amministratori. Si richiama anche quanto previsto dalla *Non Financial Reporting Directive* – NFRD (Direttiva UE/2014/95), recepita in Italia con il decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254 che ha introdotto per gli enti di interesse pubblico (EIP)²⁶⁶ l’obbligo di redigere le Dichiarazioni Non Finanziarie (c.d. DNF) sulla sostenibilità ambientale e sociale, prevedendo, proprio per il profilo sociale, la comunicazione di tutte le informazioni sulla gestione del personale, incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere. Sul punto, si evidenzia inoltre che la *Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD (che ha trovato applicazione a partire dal 1° gennaio 2024 e recepita in Italia con il D.lgs. 125/2024) modifica ambito di applicazione e requisiti contemplati dalla NFRD, prevedendo altresì che la rendicontazione delle informazioni non finanziarie, incluse informazioni relative a fattori sociali, avvenga in base a *standard di reporting* europei comuni sviluppati dallo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG).

Al riguardo, l’analisi condotta da FIN-GOV si basa proprio sulle relazioni di sostenibilità, evidenziando che il Regolamento UE 2023/2772 impone trasparenza sul divario retributivo di genere (c.d. *gender pay gap*) inteso come la differenza percentuale che intercorre tra i livelli retributivi medi corrisposti ai lavoratori di genere femminile e a quelli di genere maschile²⁶⁷. Sul punto viene evidenziato che la *disclosure* sulle differenze di remunerazione tra uomini e donne è senz’altro migliorata per quanto riguarda la categoria dei dipendenti, rispetto alla quale le società che forniscono informazioni sulle remunerazioni sono l’85% (rispetto al 62% dell’anno precedente). Inoltre, l’82% delle emittenti comunica la differenza di remunerazione tra uomini e donne o fornisce dati

²⁶⁶ Per enti di interesse pubblico (EIP) si intendono tutti quelli definiti nel D.Lgs. 39/2010 e quindi le società italiane emittenti valori mobiliari quotati in un mercato regolamentato italiano o dell’Unione europea come banche, imprese di assicurazione e imprese di riassicurazione che abbiano avuto, in media, durante l’esercizio finanziario: un numero di dipendenti superiore a cinquecento e alla data di chiusura del bilancio abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro.

²⁶⁷ FIN-GOV 2025, pp. 88 ss.

disaggregati in modo tale da renderla ricostruibile. Anche in questo caso FIN-GOV osserva un significativo aumento della trasparenza, considerato che nel 2024 il dato era ricostruibile solo per il 47% degli emittenti.

Diversamente, si riscontrano criticità con riferimento alla categoria dei dirigenti, rispetto alla quale occorre evidenziare, in via preliminare, che non sussiste uno specifico obbligo informativo previsto dalla normativa²⁶⁸.

Ciò premesso, FIN-GOV evidenzia come l'informativa per i dirigenti non sia uniforme essendo caratterizzata da informazioni dispersive e poco confrontabili. Le cause di tale disallineamento, secondo il Rapporto, sarebbero ascrivibili alla circostanza che se da un lato molte società di grandi dimensioni tentano di dare un'informativa di maggior dettaglio e quindi forniscono dati di *gender pay gap* riferiti a categorie omogenee (differenziate, ad esempio, a livello di *senior* e di *middle-management*) dall'altro lato il Regolamento UE 2023/2772, consentendo l'*Incorporation by reference* nella relazione di sostenibilità delle informazioni contenute in altri documenti del fascicolo di bilancio, favorisce la dispersione delle informazioni.

Lo scenario sopra descritto ha portato a una statistica finale che mostra una rilevante riduzione della *disclosure* sul *gender pay gap* a livello totale dei dirigenti: dal 58% del 2024 al 34% del 2025²⁶⁹. La comunicazione del *pay gap* effettivo, a sua volta, è scesa al 32% rispetto al 47% dell'anno precedente²⁷⁰.

Dall'analisi di FIN-GOV emerge inoltre un *pay gap* significativo (verosimilmente collegato a differenze di ruolo nell'organigramma aziendale) e anzi maggiore rispetto al passato nelle società che forniscono tale informazione. In particolare, le donne percepiscono in media l'83% della remunerazione dei colleghi uomini (nel 2024 era l'88%) a livello generale, e l'85% tra i dirigenti (la percentuale, in questo caso, non ha subito variazioni rispetto all'anno precedente). La variabilità tra un gruppo e l'altro

²⁶⁸ Appare utile ricordare che il paragrafo 98 del Regolamento UE 2023/2772 prevede che "l'impresa può comunicare" una ripartizione del divario retributivo di genere come definito al paragrafo 97, lett. a), per categoria di dipendenti e/o per paese/segmento (paragrafo che invece prevede l'obbligo di *disclosure* per i dipendenti nel loro complesso).

²⁶⁹ FIN-GOV 2025, p. 88.

²⁷⁰ FIN-GOV 2025, p. 88.

continua a essere contenuta²⁷¹: a livello generale, la differenza è maggiore tra le società familiari (81%) e tra le *widely held* (e più ridotta – 93% - tra le società pubbliche), rilevante è la differenza tra settore finanziario (76%) e non finanziario (85%)²⁷². Anche tra i dirigenti il *pay gap* è più contenuto nelle società pubbliche (91%) rispetto alle *family firms* (85%) e alle *widely held* (75%)²⁷³. Anche tra i dirigenti, è notevole anche la differenza tra settore finanziario (78%) e non finanziario (87%)²⁷⁴.

A livello dipendenti, FIN-GOV evidenzia che il *pay gap* più elevato si riscontra in una società industriale (remunerazione media femminile pari al 48% di quella maschile); in 6 società di vari settori il rapporto si inverte e si osserva che la remunerazione femminile è più alta (fino a un massimo del 7%) di quella maschile. A livello dirigenziale, il *pay gap* più elevato (48%) si riscontra in una banca; il rapporto si inverte presso 4 società non finanziarie (di cui due appartenenti al settore trasporti). Il *pay gap* più elevato a favore delle donne dirigenti si riscontra in una società del settore beni esercizi industriali (170%)²⁷⁵.

Per quanto riguarda invece la presenza di componenti femminili all'interno dei Consigli di Amministrazione, secondo i dati riportati dallo studio TEH-Ambrosetti, la tendenza continua a essere positiva grazie anche all'applicazione della citata legge Golfo-Mosca e della Legge di Bilancio 2020. A tale proposito, viene registrato un progressivo incremento della quota del numero di donne in Consiglio di amministrazione: considerando il FTSE Mib, 33 società su 34 (97%) presentano almeno 4 donne in Consiglio (nel 2015 solo 9 società su 34, pari al 24%). Nello specifico, con riferimento alla presenza femminile per segmento nel Consiglio di Amministrazione, si registra il 42,3% nelle società FTSE Mib, il 43,5% nelle società Mid Cap e il 41,3% nelle società Small Cap. Pertanto, a livello generale, la presenza femminile nei C.d.A. supera il 40% in tutti i segmenti, raggiungendo

²⁷¹ FIN-GOV 2025, p. 90.

²⁷² FIN-GOV 2025, p. 90.

²⁷³ FIN-GOV 2025, p. 90.

²⁷⁴ FIN-GOV 2025, p. 90.

²⁷⁵ FIN-GOV 2025, pp. 90-91.

la piena conformità alla Legge di Bilancio 2020 e consolidando i progressi avviati con la Legge Golfo-Mosca.

Lo studio TEH-Ambrosetti evidenzia infine che il numero complessivo di consiglieri di genere femminile del FTSE Mib è quasi raddoppiato: da 101 del 2015 a 180 nel 2025.

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

1. Le Raccomandazioni del Comitato per il 2026

1.1. L'adesione al Codice

A fine 2024, il 97% delle società italiane con azioni quotate sul mercato Euronext Milan (di seguito, “EXM”) ha dichiarato formalmente di aderire al Codice di Corporate Governance. La scelta di non aderire è limitata a pochi casi (6 società) ed è generalmente motivata dalle ridotte dimensioni della società (5 società sono “non grandi”)²⁷⁶.

Un segnale positivo della funzione strutturale che l'adesione al Codice svolge nel processo di accesso al mercato è costituito dal fatto che tutte le società italiane che si sono quotate sull'EXM negli ultimi dieci anni abbiano aderito al Codice²⁷⁷, mostrando peraltro un livello di applicazione delle raccomandazioni superiore a quello delle società quotate da più tempo.

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

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

Il Codice del 2020 ha infatti ampliato le possibili modalità attuative di alcune *raccomandazioni* in funzione delle caratteristiche dimensionali e degli assetti proprietari delle società, consentendo in particolare alle società “non grandi” e a quelle a “proprietà concentrata” di adottare soluzioni organizzative e procedurali semplificate rispetto a quelle previste per le altre società. Questa scelta non rappresenta una

²⁷⁶ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁷⁷ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

diminuzione delle ambizioni del Codice rispetto alle *best practices* attese, come definite nei *principi*, ma intende offrire una maggiore flessibilità nella definizione delle specifiche modalità attuative per le società che presentano una minore complessità organizzativa, anche allo scopo di evitare che, in un'ottica comparata, queste società vengano sistematicamente considerate meno in linea con il Codice rispetto a quelle più grandi e dotate di modelli organizzativi più complessi.

La valorizzazione del principio di proporzionalità è in realtà volta a rafforzare l'applicazione del Codice e, in particolare, a ottimizzare uno dei suoi fondamentali principi ispiratori, quello della “*prevalenza della sostanza sulla forma*”²⁷⁸ che, con il progressivo accumularsi di nuovi strati di regolazione e di *best practices*, rischia di essere sacrificato dal prevalere di una *compliance* formale che penalizza soprattutto le realtà imprenditoriali meno consolidate e può scoraggiare l'accesso al mercato dei capitali.

A fronte di un'amplissima e crescente adozione del Codice da parte delle società italiane quotate, si conferma invece come l'adesione appaia sostanzialmente poco considerata dalle società di diritto estero che hanno nel mercato italiano il principale mercato di quotazione. Ciò si osserva nonostante il fatto che il nuovo Codice abbia superato l'impostazione precedente che limitava il suo ambito di applicazione alle sole società nazionali e si rivolga ora a tutte le società, italiane ed estere, quotate sul mercato regolamentato italiano²⁷⁹ e abbia adottato un approccio di neutralità rispetto ai diversi modelli societari, consentendo un'agevole applicazione anche per le società che adottano i modelli societari monistico o dualistico, prevalenti a livello internazionale.

Delle 12 società di diritto estero che hanno la principale quotazione in Italia, ad oggi solo una società ha adottato il Codice italiano²⁸⁰.

²⁷⁸ Espressamente riconosciuto quale principio generale del Codice. V. Codice di Corporate Governance, *Introduzione*.

²⁷⁹ Tema che è stato sottolineato già nelle precedenti Relazioni del Comitato e che ha formato l'oggetto di una raccomandazione più ampia nella Lettera del Presidente del 25 gennaio 2023, dove si invitavano tutte le società quotate sull'EXM, ivi incluse quelle di diritto estero, a considerare l'adesione al Codice italiano.

²⁸⁰ Assonime-Emittenti Titoli 2025.

1.2. Le informazioni sull'applicazione del Codice

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

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

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

1.3. Gli effetti delle raccomandazioni per il 2025

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

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

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

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

Nell'area della *informativa pre-consiliare* si osserva un elevato livello di *disclosure* delle regole generali sulla circolazione della documentazione al consiglio e sul loro effettivo rispetto: i termini per l'invio della documentazione preventiva al consiglio sono indicati quasi sempre (96% dei casi, dato elevato anche negli anni passati ma che ha visto una crescita costante negli ultimi 5 anni)²⁸¹, così come è frequente anche l'informazione sul loro effettivo rispetto (85% dei casi, in aumento rispetto al passato)²⁸²; meno diffusa invece, seppur in lieve aumento, la *disclosure* sui termini di preavviso stabiliti per l'invio della documentazione ai comitati endoconsiliari, anch'essa raccomandata dal Codice (fornita dal 59% delle società). Resta invece sostanzialmente invariata la diffusione della prassi, evidenziata nella seconda raccomandazione della Lettera 2024 e più volte segnalata negli anni precedenti, di prevedere deroghe alla tempestività dell'informativa pre-consiliare per ragioni di riservatezza. Questa casistica continua a riscontrarsi nel 25% delle società che aderiscono al Codice²⁸³. Nella maggior parte dei casi si tratta di previsioni generali che consentono alla società di derogare al rispetto dei termini di preavviso in presenza di ragioni di riservatezza o segretezza delle informazioni, talvolta anche con formule ampie che comprendono le informazioni sui

²⁸¹ Era il 75% nel 2020, 80% nel 2021, 87% nel 2022, 90% nel 2023, 93% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁸² Era il 60% nel 2020, 68% nel 2021, 67% nel 2022, 73% nel 2023, 80% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁸³ Erano il 37% nel 2022, il 26% nel 2023 e il 24% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

dati previsionali o su operazioni strategiche; mentre in rari casi l'esimente si palesa nella informativa *ex post*, ossia riconoscendo che – per ragioni di riservatezza – non è stato possibile rispettare il termine di preavviso preventivamente identificato nelle regole di funzionamento del consiglio e sono state fornite informazioni soltanto durante la riunione consiliare.

Un miglioramento è rilevabile anche nell'area delle informazioni fornite sul **ruolo esecutivo del Presidente** dell'organo di amministrazione. Rispetto alla prassi di attribuire al Presidente la carica di CEO o rilevanti deleghe gestionali, che riguarda una quota significativa e sostanzialmente stabile delle società quotate che aderiscono al Codice (51%)²⁸⁴, si osserva un significativo aumento delle società che forniscono una spiegazione di tale scelta (77%, in aumento rispetto agli anni passati)²⁸⁵.

Quanto all'area delle **remunerazioni** su cui si è concentrata la Lettera del 2024, si riscontrano soltanto parziali segnali di miglioramento. La Lettera aveva individuato, in particolare, due criticità emerse dall'analisi delle politiche di remunerazioni, ossia la previsione di componenti variabili legate a generici obiettivi di sostenibilità e/o di erogazioni straordinarie *una tantum* di cui non sono identificati natura e obiettivi, e non sono definite adeguate procedure deliberative. Se sulla prima si riscontra un miglioramento graduale, considerando che la previsione di componenti variabili legate a obiettivi di sostenibilità definiti soltanto in maniera generica è gradualmente diminuita (22% rispetto al 31% del 2024)²⁸⁶, nessun progresso si osserva invece con riferimento alla possibilità di erogare compensi variabili straordinari che non appaiono legati a chiari obiettivi di *performance*. Quest'ultima prassi appare infatti ancora molto diffusa, riguardando poco meno della metà delle società che aderiscono al Codice (44%), e sostanzialmente stabile nel tempo²⁸⁷.

²⁸⁴ Dato stabile nel tempo: erano il 48% nel 2023 e il 52% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁸⁵ Era il 43% nel 2022, il 59% del 2023 e il 60% nel 2024. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁸⁶ Per completezza si rileva che nel 45% delle politiche che prevedono almeno un criterio ESG sono presenti sia obiettivi specifici ambientali e/o sociali sia obiettivi generici (era oltre il 50% nel 2024). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2025. V. anche Lettera 2024, p. 13.

²⁸⁷ Era il 41% delle società quotate nel 2020. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

1.4. Le raccomandazioni per il 2026

L'esame approfondito²⁸⁸ delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2025 così come l'esame puntuale dell'evoluzione delle prassi su cui sono state rilevate le principali criticità negli ultimi cinque anni mostra segnali di miglioramento in diverse aree, evidenziando sia l'efficacia a lungo termine delle raccomandazioni contenute nelle Lettere del Presidente, sia i progressi nella graduale adesione delle società al Codice.

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

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

²⁸⁸ Si rinvia alla parte II del Rapporto.

A) Misurabilità delle componenti della politica per la remunerazione

Nel primo caso, si ricorda che il Presidente ha più volte posto l'attenzione sulla previsione di compensi straordinari e non misurabili, invitando le società a *“limitare a singoli casi eccezionali, previa adeguata spiegazione, la possibilità di erogare somme non legate a parametri predeterminati”*²⁸⁹, ritornando anche più recentemente su questa area di criticità, con l'invito ai consigli delle società quotate a *“fornire tutte le informazioni utili sulle modalità di applicazione della Raccomandazione 27, tenendo conto che la previsione nella politica di remunerazione [...] di erogazioni straordinarie una tantum di cui non sono identificati natura e obiettivi e non sono definite adeguate procedure deliberative può configurare la disapplicazione della Raccomandazione 27 del Codice”*²⁹⁰.

La previsione di erogazioni straordinarie è rimasta sostanzialmente invariata negli anni: erano previste nel 41% delle politiche per la remunerazione pubblicate nel 2020 e continuano ad essere presenti nel 44% di quelle pubblicate nel 2025. Se, da un lato, alcune delle modalità di erogazione prevedono alcune misure di *governance*, quale il coinvolgimento del comitato remunerazioni, dall'altro lato, il grado di discrezionalità delle componenti così individuate non sembra essere significativamente diminuito²⁹¹.

Anche la seconda prassi relativa alla mancata o poco chiara definizione delle regole per l'eventuale erogazione delle indennità di fine carica è stata più volte oggetto di attenzione del Presidente del Comitato. Nel tempo, le Lettere hanno invitato più volte gli emittenti a definire adeguati *“criteri e procedure per la erogazione di eventuali indennità di fine carica”*²⁹², ribadendo, da ultimo nella Lettera 2021, *“l'opportunità di un miglioramento*

²⁸⁹ Seppur l'analisi parta dagli effetti della Lettera del 2020, si ricorda che le stesse considerazioni sono state svolte anche nel 2018 e che restano tutt'ora valide, considerato che l'edizione 2020 del Codice di Corporate Governance non ha intaccato le raccomandazioni in materia di misurabilità delle componenti variabili. Cfr. Lettera 2018 e Lettera 2020.

²⁹⁰ Lettera 2024.

²⁹¹ Analisi che si fonda sulle componenti straordinarie diverse dalle componenti che la società indica di poter derogare nei casi eccezionali previsti dall'art. 123-ter TUF.

²⁹² Si vedano rispettivamente le Lettere del 2016, del 2018 e del 2020, tutte volte a raccomandare la previsione di adeguati *“criteri e procedure per la erogazione di eventuali indennità di fine carica”*.

delle politiche nella definizione di regole chiare e misurabili per l'erogazione della componente variabile e delle eventuali indennità di fine carica"²⁹³.

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

Queste prassi sono frequentemente contestate anche dal mercato, come emerge dalle analisi del voto assembleare sulle politiche per la remunerazione degli amministratori: il dissenso²⁹⁴ è spesso motivato proprio con riferimento a possibili erogazioni straordinarie e politiche di *severance pay* giudicate eccessive²⁹⁵.

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

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

- **verificare l'esistenza di previsioni circa possibili erogazioni straordinarie e/o possibili indennità di fine carica per gli amministratori esecutivi;**

²⁹³ Lettera 2021.

²⁹⁴ Seppur limitato allo studio delle assemblee 2025 delle società di diritto italiano appartenenti all'indice FTSE MIB, l'analisi di Georgeson, *Say on Season 2025*, rileva un dissenso medio del 12,17% sulle politiche di remunerazione (23,31% delle minoranze azionarie).

²⁹⁵ Così Georgeson 2025 che ha rilevato la criticità di tali voci anche nelle stagioni assembleari precedenti.

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

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

B) Lo sviluppo del dialogo con gli altri stakeholder rilevanti

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

aderiscono al Codice)²⁹⁶, manca una più incisiva informazione sulla proceduralizzazione del dialogo, ossia sulle modalità di ingaggio con le singole categorie di *stakeholder* e sulle modalità attraverso le quali gli esiti di tale dialogo vengono portati al (e considerati dal) consiglio di amministrazione.

Nello specifico, se concentriamo la nostra attenzione su questi aspetti osserviamo: da un lato, che il 62% delle società aderenti ha fornito informazioni relative al coinvolgimento del consiglio di amministrazione sulle risultanze del dialogo con gli altri *stakeholder*, con un aumento significativo rispetto al 26% dell'anno scorso²⁹⁷ che è ragionevolmente anche il frutto della prima applicazione della CSRD e dei relativi standard di rendicontazione²⁹⁸; dall'altro lato, l'informazione fornita a riguardo è spesso generica, considerato che meno di un quinto delle società fornisce puntuali informazioni sulle modalità di svolgimento del dialogo con gli *stakeholder* non finanziari²⁹⁹.

L'analisi specifica di queste informazioni più puntuali evidenzia come l'informazione fornita sia spesso poco armonizzata e talvolta distribuita anche in diversi documenti informativi³⁰⁰. Questa "disorganicità" si riflette nelle stesse regole di ingaggio che talvolta sono cristallizzate in vere e proprie politiche di dialogo, sono indicate nell'ambito del piano di sostenibilità o sono enunciate a livello di principio. Quando sono formalizzate, le politiche di dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti sono spesso unificate³⁰¹ con le

²⁹⁶ Di seguito si fa sintetico riferimento ai dati di Assonime-Emittenti Titoli, più diffusamente illustrati nella parte II, par. 3, della presente Relazione.

²⁹⁷ Dati Assonime-Emittenti Titoli 2025.

²⁹⁸ Si veda il contenuto della rendicontazione di sostenibilità, disciplinato con D.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, che attua la direttiva 2022/2464/UE (cd. CSRD) e, in particolare, gli standard ESRS 2 GOV-2 (*Information provided to and sustainability matters addressed by the undertaking's administrative, management and supervisory bodies*) e ESRS 2 SBM-2 (*Interests and views of stakeholders*).

²⁹⁹ Il 27% delle società aderenti dichiara di aver adottato una politica per il dialogo con gli *stakeholder*; tuttavia, soltanto il 12% dei casi prevede espressamente il coinvolgimento di *stakeholder* non finanziari. Questa seconda previsione è più frequente tra le società grandi (circa il 18%). Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁰⁰ Oltre alle relazioni sul governo societario e alla rendicontazione di sostenibilità, utili riferimenti si trovano talvolta anche sul sito della società o in altre pubblicazioni.

³⁰¹ Circa il 76% delle rare politiche di *stakeholder engagement*: complessivamente, dunque, questa prassi si riscontra nel 9% delle società aderenti al Codice. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

politiche di dialogo con gli azionisti³⁰², mentre sono rare le politiche di dialogo autonome³⁰³. Anche nelle ipotesi di politiche formalizzate, l'informazione fornita è poco omogenea e presenta diversi gradi di specificità: in particolare, nella metà dei casi, gli *stakeholder* vengono puntualmente identificati, con un minimo grado di dettaglio sui relativi canali o modalità di coinvolgimento, mentre nella restante metà delle politiche il riferimento agli altri *stakeholder* non finanziari è generico e privo di ulteriori specificazioni.

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

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

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

L'obiettivo dell'adozione di una politica è dunque valorizzare le prassi adottate dalle imprese che hanno maggiormente sviluppato tali canali di dialogo e incentivare le altre a

³⁰² Al riguardo, si noti che in molti casi le politiche di dialogo con gli azionisti vengono nominalmente estese anche ad altre categorie di *stakeholder*. Tuttavia, al di là del nome della politica, le prassi ivi contenute sono quasi sempre riferite soltanto al dialogo con gli azionisti e sono eventualmente estese, in maniera esplicita, a una ristretta categoria di altri *stakeholder* “finanziari” quali i *proxy advisor*, gli analisti finanziari, le agenzie di rating ecc. L'esame approfondito è dunque condotto soltanto sulle politiche di dialogo che sono espressamente rivolte alle diverse categorie di *stakeholder* “non finanziari”. Sul punto si veda Assonime-Emittenti Titoli 2025.

³⁰³ In 5 società. Assonime-Emittenti Titoli 2025.

farlo, nell'ambito di una cornice essenziale che identifica i criteri generali per la conduzione del dialogo, i soggetti responsabili per la sua attuazione e una chiara informativa al consiglio sugli esiti di tale attività.

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

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

La politica:

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

Il Comitato invita gli organi di amministrazione a fornire nella prossima relazione sul governo societario l'informazione sulle iniziative intraprese e nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel 2027 una adeguata informazione sulla politica e sulla effettiva attività di dialogo svolta con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società, riportando i temi oggetto del dialogo e le eventuali iniziative intraprese dalla società a seguito del dialogo.

Comitato per la Corporate Governance:

Massimo Tononi (Presidente)

Maria Luisa Gota (Vicepresidente)

Veronica Buzzi

Alberta Figari

Emilio Franco

Aldo Fumagalli Romario

Fabio Galli

Giovanni Gorno Tempini

Patrizia Grieco

Gian Maria Gros-Pietro

Giovanni Liverani

Nicola Maione

Antonio Matonti

Pietro Carlo Padoan

Claudia Parzani

Stefano Pontecorvo

Marco Elio Rottigni

Paolo Scaroni

Andrea Sironi

Fabrizio Testa

Carlo Trabattoni

Giuseppe Zafarana

Esperti:

Bruno Cova, Piergaetano Marchetti, Angelo Provasoli

Segreteria Tecnica:

Marcello Bianchi (Coordinatore – rappresentante di Assonime), Francesco La Manno (Segretario del Comitato e rappresentante di Borsa Italiana), Alessandra Diotallevi (rappresentante di ANIA), Massimo Menchini (rappresentante di Assogestioni), Francesca Palisi (rappresentante di ABI) e Annarita Sofia (rappresentante di Confindustria).

La Segreteria Tecnica si avvale di un *drafting group*, coordinato da Mateja Milič (Assonime), e composto da Alessandra Masako Amato (Assonime), Anna Maria David (ANIA), Concetta Fargetta (Borsa Italiana), Francesco La Manno (Segretario del Comitato, Borsa Italiana), Simona Nardi (ABI), Andrea Palmeri (ANIA), Dimitri Romessis (Assogestioni) e Annarita Sofia (Confindustria).