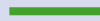


C O M I T A T O  
I T A L I A N O  
C O R P O R A T E  
G O V E R N A N C E



## RELAZIONE 2018

*sull'evoluzione  
della corporate governance delle società quotate*

6° RAPPORTO

SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

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

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

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

## INDICE

<b>I. Relazione Annuale 2018 .....</b>	<b>3</b>
1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance .....	3
1.1. Le attività del Comitato e il piano di lavoro .....	3
1.2. La partecipazione del Comitato alle iniziative in ambito internazionale .....	4
1.3. La Italy Corporate Governance Conference .....	5
2. Evoluzione dell'autodisciplina europea e internazionale .....	6
2.1. Le modifiche ai Codici per la corporate governance nei principali paesi europei .....	6
2.2. I Codici per la corporate governance delle società di minori dimensioni e/o non quotate .....	13
2.3. L'evoluzione delle best practice rivolte agli investitori istituzionali .....	17
2.4. Lo studio dell'OCSE sulla flessibilità e la proporzionalità nell'ambito del policy making della corporate governance .....	19
3. L'evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di <i>governance</i> .....	21
3.2. Il recepimento della nuova direttiva sui diritti degli azionisti.....	23
3.3. L'evoluzione normativo e autoregolamentare in materia di sostenibilità .....	25
3.4. Le novità regolamentari del settore assicurativo in materia di corporate governance ..	28
<b>II. Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina.....</b>	<b>30</b>
2. Valutazione sintetica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice.....	32
2.1. Applicazione del Codice .....	33
2.2. Applicazione del Codice in rapporto alle caratteristiche delle società quotate .....	35
3. Valutazione analitica dell'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice.....	40
3.1. Composizione dell'organo amministrativo .....	40
3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo .....	46
3.3. Le valutazioni e gli orientamenti strategici del consiglio su competenza e professionalità degli amministratori.....	51
3.4. Amministratori indipendenti .....	55
3.5. Comitati consiliari.....	60
3.6. Politica sulla remunerazione .....	65
<b>III. Iniziative del Comitato per una migliore adesione al Codice di autodisciplina .....</b>	<b>74</b>
1. Le attività di monitoraggio dell'applicazione dei codici e l'interazione con le società quotate .....	74
1.1. L'attività di monitoraggio .....	75
1.2. L'interazione con le società quotate.....	76
2. Le raccomandazioni del Comitato alle società quotate .....	77
2.1. Effetti delle raccomandazioni inviate nel 2017.....	77
2.2. Principali aree di miglioramento individuate nel 2018 .....	79



## I. RELAZIONE ANNUALE 2018

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

Il Comitato ha assunto l’attuale configurazione nel 2011 ad iniziativa di alcuni degli storici promotori del Codice (oltre a Borsa Italiana, Abi, Ania, Assogestioni, Assonime e Confindustria) con la finalità di garantire un processo continuo e strutturato all’attività di produzione e monitoraggio dei principi di comportamento applicabili alle società italiane con azioni quotate, al fine di promuoverne l’evoluzione.

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

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

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

Dalla riunione del 9 dicembre 2013, il Comitato ha deciso di approvare, insieme alla relazione annuale sulle proprie attività anche un Rapporto sull’applicazione del Codice (in seguito anche solo “Rapporto”). Sin dalla sua prima edizione nel 2013, il Rapporto si compone di una prima parte, dedicata a una analisi sintetica dell’applicazione del Codice da parte delle società quotate che vi aderiscono e una parte analitica che esamina la concreta applicazione di specifiche raccomandazioni del Codice e la concreta adesione delle società ai principi che regolano singoli istituti<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Le relazioni precedenti (disponibili nell’apposita [sezione](#) del sito internet del Comitato) erano dedicate rispettivamente all’istituto dell’autovalutazione, alla qualità del *comply or explain*, all’effettività del consiglio di amministrazione e alla politica sulle remunerazioni, alla prima applicazione delle raccomandazioni sulla sostenibilità.

Nel corso della riunione di [luglio 2018](#) il Comitato ha approvato le revisioni al Codice in materia di diversità, anche di genere, negli organi sociali e nelle strutture aziendali delle società quotate.

In tale occasione, il Comitato ha anche deciso di avviare una revisione complessiva del Codice, che sarà completata nel corso del 2019, volta a razionalizzarne la struttura, a rafforzare il ruolo della governance nell'orientare le società verso una crescita sostenibile nel lungo periodo e a favorire l'accesso al mercato. Nel corso della riunione di dicembre 2018, il Comitato ha esaminato il piano di lavoro predisposto dalla Segreteria Tecnica con il supporto degli Esperti.

Accanto ai lavori preparatori per la futura revisione del Codice, il Comitato ha proseguito l'attività di monitoraggio sulla corretta applicazione del Codice di autodisciplina, che sarà accompagnata, come negli anni precedenti, dall'invio di una lettera formale a tutte le società quotate italiane, nella quale si darà evidenza degli effetti della lettera trasmessa a dicembre 2017 e delle principali criticità riscontrate nel monitoraggio di quest'anno.

Infine, nella riunione di dicembre 2018, il Comitato ha approvato la presente Relazione Annuale, che comprende il Sesto Rapporto sull'applicazione del Codice, predisposto dalla Segreteria Tecnica con il supporto scientifico degli Esperti sulla base di dati tratti dagli studi pubblicati o trasmessi al Comitato.

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

Anche nel 2018 il Presidente del Comitato ha incontrato i Presidenti delle entità competenti sui codici di autodisciplina in Francia, Germania, Olanda, Regno Unito e Svezia. In tale occasione, i Presidenti hanno ribadito la volontà di promuovere tali incontri per assicurare la stabilità del dialogo e per promuovere un'azione comune sui temi della *corporate governance*.

Dall'incontro è emersa l'opinione condivisa circa il ruolo fondamentale che i codici di corporate governance rivestono nello sviluppo delle best practice in materia di sostenibilità dell'impresa e la necessità di mantenere, anche in questo ambito, un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, sia a livello nazionale che quello europeo. A tal fine, ad esito della riunione, i Presidenti hanno adottato una posizione comune sull'opportunità di valorizzare il contenuto e l'evoluzione delle best practice in materia di sostenibilità. Nella posizione i sei Presidenti hanno identificato il perimetro della sostenibilità e dei fattori ESG (*enviromental, social and governance*)

che sono oggetto di alcune recenti proposte legislative, per chiedere unanimemente al legislatore, europeo e nazionale, di analizzare e valutare adeguatamente l'evoluzione e l'efficienza delle best practice esistenti. I codici di corporate governance rappresentano, infatti, lo strumento più adatto per recepire tempestivamente le evoluzioni delle richieste del mercato in tale ambito e per adeguarle alle peculiarità del quadro nazionale e delle caratteristiche dell'impresa, favorendo una applicazione integrata e, pertanto, efficace di tali best practice.

A supporto di tali considerazioni, i Presidenti hanno assunto l'impegno a promuovere e rafforzare l'attenzione alla sostenibilità nell'evoluzione delle best practice esistenti, anche attraverso l'identificazione di un insieme di principi guida comuni.

Il Comitato, per mezzo del coordinatore della Segreteria Tecnica, partecipa, in rappresentanza dei *policy maker* italiani, ai lavori dell'OCSE per la definizione degli standard internazionali in materia di *corporate governance*, che prevedono un ruolo congiunto e complementare come specificato dalla medesima Organizzazione nei suoi Principi<sup>2</sup>, di disposizioni legislative, regolamentari e autoregolamentari.

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

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

Al fine di promuovere il dialogo sulla *corporate governance* in Italia, il Comitato ha ospitato il 10 e l'11 dicembre 2018, presso la sede di Borsa Italiana, la quarta edizione dell'*Italy Corporate Governance Conference*, che rappresenta per la comunità finanziaria europea e internazionale un'importante occasione di incontro per la discussione dei temi più rilevanti sul fronte della *corporate governance*, sia per gli investitori istituzionali che per le società quotate. La partecipazione dei più alti rappresentanti delle istituzioni, e il coinvolgimento degli esponenti di vertice delle società quotate italiane e degli investitori, nazionali e internazionali, dimostrano l'importanza di questo appuntamento che offre, con cadenza annuale, un'occasione di

---

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

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

dialogo sui temi più discussi e rilevanti per l'evoluzione della corporate governance in Italia.

Quest'anno, l'agenda della conferenza offre numerosi spunti per la discussione, focalizzandosi sull'evoluzione delle pratiche di engagement tra società e investitori e sugli effetti dell'introduzione del voto maggiorato e plurimo rispettivamente per le società quotate e le società di futura quotazione. Infine, la conferenza dedica un approfondimento sulle opportunità e le sfide dell'evoluzione tecnologica con riferimento alla governance delle società quotate, ponendo particolare attenzione alle novità offerte dalla tecnologia della cd. *blockchain*.

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

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

Nel presente capitolo sono esaminati i più recenti aggiornamenti dei codici di autodisciplina per le società quotate in Europa presentati o approvati nel corso del 2018 ed è, inoltre, illustrato lo stato dell'arte dei codici di autodisciplina rivolti agli investitori istituzionali.

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

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

Nell'arco del 2018 sono state completate alcune importanti opere di riforma dei codici di autodisciplina che trovano applicazione nei principali mercati europei.

In **Francia**, Afep e Medef, le due principali associazioni rappresentative delle imprese francesi, che hanno promosso l'adozione del Codice e hanno contribuito all'istituzione dell'Alto Comitato francese competente per il monitoraggio sulla sua applicazione, hanno completato il processo di revisione del Codice, che conclude la pubblica



consultazione avviata con la pubblicazione delle proposte di aggiornamento all'inizio del 2018<sup>4</sup>.

Le novità sono volte a valorizzare il ruolo del consiglio di amministrazione, posto ora strategicamente all'inizio del codice, e il suo impegno per promuovere la creazione di valore nel lungo termine, tenendo in adeguata considerazione gli aspetti sociali e ambientali che impattano sulla sua attività. Al contempo, anche in risposta alle richieste pervenute in sede di consultazione, il nuovo codice responsabilizza il consiglio nella gestione e prevenzione dei rischi, chiedendo a quest'ultimo di assicurare l'implementazione di un meccanismo per la prevenzione e la rilevazione della corruzione e stabilendo che esso debba ricevere tutte le informazioni a tal fine rilevanti<sup>5</sup>. Tra i compiti del consiglio è stato inoltre rafforzata la best practice dell'interazione del consiglio con gli investitori sui temi di corporate governance: a tal fine il codice individua quali interlocutori ideali, il presidente del consiglio di amministrazione e il *lead independent director*, ponendo in capo a quest'ultimo un espresso obbligo di reporting verso il plenum consiliare. Con una raccomandazione più di dettaglio, il codice affronta anche la gestione delle situazioni di conflitto, raccomandando che il consigliere portatore di un interesse in conflitto con quello sociale non solo si astenga dal votare la delibera, ma non presenti nemmeno a quella parte del dibattito consiliare che attiene a tale decisione.

Le novità del codice francese riguardano anche alcuni aspetti di composizione e trasparenza del consiglio di amministrazione. Quanto alla sua composizione, le nuove raccomandazioni valorizzano la rappresentanza dei lavoratori all'interno del Cda e l'approvazione, da parte di quest'ultimo, di una politica di diversità tesa a un migliore bilanciamento della rappresentanza del genere maschile e di quello femminile negli organi di governo della società, ivi inclusi gli esecutivi, i comitati manageriali e il senior management. Il nuovo codice francese è teso a rafforzare, inoltre, la trasparenza delle relazioni di governance in merito alla composizione del consiglio, e alle caratteristiche e all'effettiva partecipazione dei singoli componenti. Una maggiore trasparenza che il nuovo codice intende estendere anche alla fase di nomina dei consiglieri, nella parte in

---

<sup>4</sup> La [proposta di aggiornamento](#) del Codice è disponibile sul sito *web* dell'Afep. La consultazione si è chiusa ad aprile 2018. La nuova edizione del codice è stata pubblicata a giugno 2018 ed è disponibile al seguente [link](#). Ad esito della consultazione è stata pubblicata anche una [tabella di comparazione](#) della nuova edizione del codice con quella precedente (2018-2016).

<sup>5</sup> Più precisamente il codice raccomanda al consiglio di curare l'implementazione di tali misure, se applicabili. Cfr. codice francese, par. 1.6.

cui raccomanda alla società di fornire agli azionisti adeguata motivazione delle ragioni sulle quali si fonda la decisione di proporre la rielezione di ciascun consigliere.

Il nuovo codice francese ha rafforzato ulteriormente<sup>6</sup> alcune best practice sulla remunerazione, tra le quali, in particolare, quelle che attengono alla definizione della componente variabile e dei compensi erogati per cessazione della carica. Il nuovo codice raccomanda, infatti, che la remunerazione variabile degli esecutivi sia legata anche a uno o più aspetti di *corporate social responsibility* e che una parte della remunerazione derivante da schemi pensionistici complementari sia condizionata a determinati risultati di performance. Sono state inoltre introdotte alcune raccomandazioni particolarmente restrittive sugli accordi di non concorrenza: il nuovo codice vieta, infatti, la stipula di tali accordi al momento della cessazione dalla carica<sup>7</sup> e stabilisce un limite al pagamento dei compensi dovuti in base clausole stipulate in corso di mandato; con riferimento a quest'ultimo punto, il nuovo codice mantiene i limiti massimi del compenso erogabile in tale sede<sup>8</sup>, ma introduce anche nuove limitazioni al pagamento degli impegni di non concorrenza<sup>9</sup>.

Infine, le novità delle best practice francesi si estendono anche alla composizione dell'Alto comitato che, anche a fronte del suo crescente impegno nella fase di monitoraggio dell'applicazione del codice, ha deciso di ampliare la propria composizione<sup>10</sup>, assicurando una maggiore rappresentatività in termini di professionalità e genere e consentendo la partecipazione anche a consiglieri non esecutivi di società quotate.

---

<sup>6</sup> Area già oggetto di numerose modifiche in occasione della revisione del codice completata a fine 2016.

<sup>7</sup> Un accordo di non concorrenza potrà essere stipulato, dunque, soltanto in costanza di carica. Cfr. codice francese, par. 23. Nella sua versione precedente (2016), il codice francese consentiva al consiglio di valutare l'erogazione di un compenso a titolo di non concorrenza, anche se non precedentemente stipulato con l'amministratore interessato.

<sup>8</sup> Complessivamente due annualità del compenso totale, compresi dunque sia fisso che variabile. Limite massimo che vale sia in presenza del solo compenso legato a clausole di non concorrenza, sia in caso di erogazione di indennità di fine carica (in questo caso il limite di due annualità risulta molto più restrittivo, in quanto riguarda il compenso complessivo risultante dalla somma del compenso legato alle clausole di non concorrenza e della remunerazione corrisposta a titolo di indennità di fine carica). Cfr. codice francese, par. 23.

<sup>9</sup> La sua erogazione non sarà più possibile dal momento in cui l'interessato riceve il trattamento previdenziale o abbia comunque superato il sessantacinquesimo anno di età.

<sup>10</sup> Da sette a nove membri.

In **Germania**, la Commissione competente per la redazione del Codice di autodisciplina ha pubblicato il 6 novembre 2018 un insieme di proposte di aggiornamento<sup>11</sup> del Codice. Oltre alle novità proposte per la revisione del codice, la Commissione tedesca ha avviato una nuova prassi di consultazione pubblica che prevede l'interazione con gruppi rappresentativi dei consigli di gestione e di sorveglianza delle società quotate, degli investitori nazionali e internazionali, dei diversi consulenti esterni, degli accademici e di eventuali altri interessati. La procedura di consultazione prevede la pubblicazione dei commenti ricevuti e si chiude il 31 gennaio 2019. Il testo del nuovo codice sarà trasmesso alla competente commissione ministeriale ad aprile 2019.

Quanto ai contenuti della proposta, la Commissione tedesca, di nomina governativa, ha presentato un ambizioso progetto di riforma, anche strutturale del codice, volto a enfatizzare il codice quale fonte principale delle best practice in corso di evoluzione. Dal punto di vista della struttura, la proposta è tesa a snellire il codice, valorizzare i principi di best practice (a fronte di una riduzione delle raccomandazioni di dettaglio) e a sviluppare maggiormente strumenti di supporto all'applicazione del codice, con l'elaborazione di linee guida e raccomandazioni volte a chiarire la portata dei principi. La revisione strutturale è completata dalla proposta della Commissione di rafforzare la concreta applicazione dei principi del codice rendendoli vincolanti e pertanto soggetti alla più incisiva formula dell'“apply and explain”<sup>12</sup>.

Quanto ai contenuti, la proposta della Commissione tedesca è volta rafforzare molte delle raccomandazioni del codice che attengono alla remunerazione dei componenti del consiglio di gestione e a introdurre una chiara indicazione dei parametri che dovrebbero trovare applicazione per la qualifica dei componenti indipendenti del consiglio di sorveglianza. Quanto al primo aspetto, le proposte sono volte a migliorarne la trasparenza e a rafforzare le raccomandazioni sul rapporto tra remunerazione e performance, valorizzando in tal senso i piani che prevedono un pagamento in azioni, e l'utilizzo di parametri remunerativi legati agli obiettivi di business. La Commissione propone inoltre un intervento chiarificatore sulla disciplina delle indennità di fine

---

<sup>11</sup> La documentazione relativa alla consultazione è disponibile, anche [in versione inglese](#), sul sito *web* della Commissione.

<sup>12</sup> A tal fine, il nuovo preambolo precisa che i principi riflettono requisiti e standard fondamentali per una governance responsabile dell'impresa e che la loro applicazione deve essere sempre adeguatamente spiegata nella relazione sul governo societario. Limitatamente ai principi, dunque, la proposta tedesca segna il passaggio dal principio del “comply or explain” a quello più incisivo e vincolante del “apply and explain”.

mandato dei consiglieri di gestione, per specificare che l'erogazione di una indennità in ragione del cambio degli assetti di controllo non costituisce una best practice raccomandata dal codice<sup>13</sup>. Quanto all'indipendenza dei consiglieri di sorveglianza, il codice introduce un nuovo elenco di indicatori di indipendenza<sup>14</sup>, la cui assenza segnalava una importante criticità dell'autodisciplina tedesca<sup>15</sup>, invitando le società a valutarli con formula ampia e consentendo anche una applicazione "sostanzialista" di tali criteri, purché accompagnata da una adeguata spiegazione nella relazione sul governo societario.

Le altre proposte di modifica del codice tedesco sono volte, tra l'altro<sup>16</sup>, a: i) rafforzare la trasparenza sulla composizione e sul funzionamento del consiglio di sorveglianza, raccomandando una minima informativa<sup>17</sup> sulla effettiva partecipazione dei consiglieri alle relative riunioni e una migliore attività di autovalutazione del consiglio di sorveglianza<sup>18</sup>; ii) adeguare la composizione del consiglio di sorveglianza alle best

---

<sup>13</sup> La raccomandazione di prevedere un cap alle indennità di fine carica previste anche in connessione all'attivazione della clausola di "change of control" è stata, come [riporta la Commissione](#), erroneamente intesa come una raccomandazione a prevedere una indennità in queste specifiche ipotesi.

<sup>14</sup> La proposta introduce oltre ai criteri di indipendenza desumibili dall'attuale formulazione del codice (essere stato membro del consiglio di gestione della società nei due anni anteriori alla nomina per il consiglio di sorveglianza; avere relazioni commerciali di portata sostanziale; avere legami personali con i componenti del consiglio di gestione; essere l'azionista di controllo della società), ulteriori due nuovi indicatori di non indipendenza: i) altre remunerazioni variabili dalla medesima società; ii) durata della carica di consigliere di sorveglianza superiore ai dodici anni.

<sup>15</sup> Il codice tedesco attualmente in vigore indica, ai fini della valutazione di indipendenza, soltanto l'assenza di rapporti personali o commerciali tali da causare una situazione sostanziale e non meramente temporanea di conflitto di interessi, che si traducono nei criteri elencati tra parentesi nella nota precedente. Cfr. [codice tedesco \(ed. 2017\)](#), par. 5.4.2.

<sup>16</sup> Per le ulteriori revisioni di dettaglio si rimanda alla [documentazione](#) pubblicata dalla Commissione tedesca, tra le quali anche la eliminazione del limite massimo auspicato alla durata delle riunioni assembleari e della convocazione immediata dell'assemblea straordinaria dei soci in presenza di una offerta pubblica di acquisto, accogliendo le criticità sollevate dal mercato con riferimento a queste prassi.

<sup>17</sup> In particolare, la nuova sezione 5.4.7. raccomanda che la relazione di governance indichi i casi in cui i consiglieri abbiano presenziato a meno della metà delle riunioni annuali del consiglio di sorveglianza e fornisca una adeguata disclosure dell'impegno individuale dei singoli consiglieri.

<sup>18</sup> La proposta di revisione estende l'autovalutazione del consiglio di sorveglianza anche alla composizione e al funzionamento dei suoi comitati e richiede che essa sia supportata, almeno ogni tre anni, anche da un consulente esterno.

practices internazionali, prevedendo la durata triennale del mandato dei singoli consiglieri<sup>19</sup>.

Nel **Regno Unito**, il Financial Reporting Council ha completato una revisione complessa e articolata del codice di autodisciplina, che si inserisce nel più generale progetto di riforma governativo promosso dal Rapporto del *House of Commons' Business, Energy and Industrial Strategy Committee*<sup>20</sup> e, soprattutto, si lega alle novità contenute nel *Green Paper*<sup>21</sup> sottoposto a consultazione pubblica nel corso del 2016, conclusasi con l'accoglimento governativo della proposta dell'FRC<sup>22</sup> di intervenire in via autoregolamentare per migliorare alcuni elementi di corporate governance segnalati nella consultazione. Nelle proposte di revisione l'FRC ha anche evidenziato come alcune proposte derivino dai risultati degli approfondimenti<sup>23</sup> e del monitoraggio condotto annualmente sulla applicazione delle best practice raccomandate dal codice.

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

Quanto ai contenuti, il nuovo codice inglese ha rafforzato la centralità e la responsabilità del consiglio di amministrazione nella definizione del piano strategico della società, ponendo particolare enfasi sulle prospettive di lungo termine per la sostenibilità dell'impresa, per produrre valore per gli azionisti e per contribuire alla società civile in generale<sup>24</sup>. Tale approccio è legato anche al recente rafforzamento degli obblighi di

---

<sup>19</sup> Attualmente il codice tedesco fissa un limite alla durata del mandato che è pari a cinque anni.

<sup>20</sup> Cfr. House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee - Corporate governance, [Fourth Report of Session 2016–17](#).

<sup>21</sup> Department for Business, Energy and Industrial Strategy, [Corporate Governance Reform Green Paper](#).

<sup>22</sup> Si veda la [risposta dell'FRC alla consultazione](#) avviata con il *Green Paper* citato sopra.

<sup>23</sup> Si veda in particolare *Financial Reporting Council*, [Corporate culture and the role of boards](#), luglio 2016 e la raccolta dei rapporti annuali sull'applicazione del codice inglese.

<sup>24</sup> Cfr. Principio 1A del [nuovo codice inglese](#).

trasparenza in merito alla concreta applicazione della sezione 172 del *Companies Act* inglese<sup>25</sup> che richiede a ciascun consigliere di agire, in buona fede, nel modo che ritiene più appropriato per promuovere il successo dell'impresa nell'interesse dei suoi soci tendendo contro, tra l'altro, delle eventuali conseguenze delle sue decisioni nel lungo termine, dell'interesse dei dipendenti della società, della necessità di favorire le relazioni della società con i fornitori, i clienti e altri soggetti, dell'impatto delle operazioni sociali sulla comunità e sull'ambiente, dell'opportunità per la società di mantenere un elevato standard di condotta e la necessità di assicurare un equo trattamento degli azionisti. Le strategie e i valori dell'impresa dovranno essere, inoltre, allineati con la cultura di impresa, che il consiglio di amministrazione è chiamato a valutare e monitorare nel corso dell'anno e darne informazione nella relazione di governance<sup>26</sup>.

Gli aspetti di sostenibilità dell'impresa sono stati rafforzati anche dal punto di vista della valutazione e della gestione dei rischi per l'attività di impresa nel lungo termine nonché della struttura della remunerazione degli esecutivi, che dovrebbe supportare la strategia e il successo sostenibile dell'impresa nel medio-lungo termine.

Un altro aspetto che ha influenzato il contenuto della riforma attiene alla partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa, auspicata dal *Green Paper*, che il codice di autodisciplina sviluppa già nei principi, raccomandando al consiglio di amministrazione di assicurare che le politiche e le prassi relative alla gestione della "forza lavoro" siano

---

<sup>25</sup> Cfr. Section 172 Uk Companies Act: "1. A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to: (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company. 2. Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes. 3. The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company." L'obbligo di reporting è stato introdotto nel 2018 con la seguente modifica alla Section 414 del medesimo Uk Companies Act: "A strategic report for a financial year of a company must include a statement (a "section 172(1) statement") which describes how the directors have had regard to the matters set out in section 172(1)(a) to (f) when performing their duty under section 172."

<sup>26</sup> Cfr. Principio 1B del [nuovo codice inglese](#). Nelle *provisions* di dettaglio, il codice raccomanda a tal fine al consiglio di monitorare la cultura di impresa anche attraverso l'adeguata gestione delle segnalazioni anonime dei lavoratori e l'adozione, nel corso dell'anno, di tutte le iniziative resesi opportune (*whistleblowing*).

allineate con i valori dell'impresa e con l'obiettivo di realizzarne la sostenibilità nel lungo termine<sup>27</sup>. A tal fine, il codice individua nelle "provisions"<sup>28</sup> diverse best practice, alternative tra loro, volte ad assicurare la compartecipazione della forza lavoro alla vita dell'impresa: dalla figura dell'amministratore nominato dai lavoratori, alla formazione di un *advisory panel* dei lavoratori, sino alla presenza di un amministratore non esecutivo designato a tal fine o altre soluzioni ritenute equivalenti dalla società.

Tra le restanti novità del codice inglese, si segnala inoltre un rafforzamento nella promozione della diversità sia nei consigli di amministrazione sia nel senior management delle società quotate e l'introduzione di una soglia al dissenso espresso in assemblea rispetto alle proposte del consiglio (20%), al di sopra della quale la società deve comunicare al mercato le iniziative che intende intraprendere.

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

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

A livello internazionale, l'OCSE ha pubblicato già nel 2006<sup>29</sup> uno studio sulla *corporate governance* delle società non quotate che si è concentrato sulle società a controllo familiare, pur evidenziando come queste rappresentino soltanto uno dei diversi tipi di

---

<sup>27</sup> Cfr. Principio 1E del [nuovo codice inglese](#), che non si riferisce soltanto ai lavoratori dipendenti ma al più ampio perimetro della "workforce" dell'impresa.

<sup>28</sup> Cfr. Principio 1E e provision 6 del [nuovo codice inglese](#).

<sup>29</sup> Cfr. OECD, [Corporate Governance of Un-Listed Companies in Emerging Markets](#), 2006, disponibile sul sito *web* dell'Organizzazione. Sul tema si veda più recentemente le riflessioni raccolte in OECD, [Corporate Governance, Value Creation and Growth](#), 2012, disponibile sul sito *web* dell'OECD. Nell'ambito dello studio delle *growth companies*, si veda anche OECD, [Growth companies, access to capital markets and corporate governance](#), settembre 2015, disponibile sul sito *web* dell'Organizzazione, che esamina le criticità che queste società possono incontrare nell'accesso al mercato di capitali e le caratteristiche di *corporate governance* che tali società dovrebbero assumere per rispondere alle esigenze degli investitori. Lo studio, fondato su un'estesa analisi empirica, evidenzia in particolare una diminuzione delle PMI nell'accesso al mercato dei capitali e un progressivo aumento delle dimensioni medie delle imprese in fase di nuova quotazione (c.d. IPO), adducendo tale fenomeno, tra l'altro, anche all'aumento dei costi di *compliance* della quotazione.

società non quotate.<sup>30</sup> Sono stati a tal fine analizzati i principali problemi della *governance* delle c.d. *family-owned firms*, evidenziando i principi fondamentali cui dovrebbe essere ispirato il loro modello di governo societario. Tra gli aspetti di maggiore rilevanza, si ritiene utile richiamare le riflessioni sulla composizione del consiglio e sulla sua nomina: nonostante l'importanza di un'indipendenza di giudizio sostanziale di uno o più amministratori indipendenti, lo studio evidenzia, ad esempio, la preminente importanza di un'adeguata professionalità e competenza dei componenti del consiglio (a prescindere dalla qualifica formale di indipendenza)<sup>31</sup>, così come la necessità di predisporre adeguate procedure per la successione degli esecutivi e del *management*, che prevedano il coinvolgimento degli azionisti diversi da quello di controllo. Un secondo elemento che è stato valutato è quello della trasparenza informativa che pur ingenerando potenzialmente maggiori costi per l'impresa costituisce un importante strumento per il monitoraggio e la gestione dei rischi dell'attività. Nell'ambito della trasparenza informativa, lo studio evidenzia anche l'importanza di un'adeguata e trasparente gestione degli eventuali conflitti di interesse. Quanto alla creazione di appositi codici di autodisciplina per le società non quotate, lo studio sembra ritenere preferibile un'applicazione meno stringente delle *best practice* rivolte alle società quotate (p.e. applicazione dell'obbligo del *comply or explain* soltanto su un numero limitato di raccomandazioni del codice), piuttosto che l'introduzione di un nuovo *set* di *standard* per le non quotate.

Nel Regno Unito, la *Quoted Companies Alliance*, un'organizzazione indipendente che promuove gli interessi delle piccole e medie società quotate, ha adottato nel 2013 un codice di autodisciplina rivolto alle società quotate di minori dimensioni definite quali “*growing companies*”<sup>32</sup>. Il codice si rivolge, infatti, alle società quotate che non sono soggette al “codice generale”<sup>33</sup>, richiamando esplicitamente quelle quotate sul segmento *Standard* del mercato regolamentato di *London Stock Exchange* e quelle quotate

---

<sup>30</sup> Sono citate, ad esempio, le *family-owned companies*, le *state-owned companies*, le *group-owned companies*, le *private investor-owned companies*, le *joint ventures* e le c.d. *mass-privatised companies*.

<sup>31</sup> Cfr. OECD, cit., p. 10: “*corporate governance problems could be minimised by the appointment of competent – rather than independent – professional outside directors*”.

<sup>32</sup> Cfr. Quoted Companies Alliance, [Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies](#), 2018.

<sup>33</sup> Si fa qui riferimento allo UK Corporate Governance Code, redatto e monitorato dal *Financial Reporting Council*, che si rivolge esplicitamente alle sole società quotate sul segmento *Premium* del mercato regolamentato di *London Stock Exchange*.



sull'AIM UK e sui mercati gestiti dall'ICAP<sup>34</sup>. Il Codice si compone di dieci principi che comprendono gli elementi principali dello *UK Corporate Governance Code*, le prassi sviluppate e altre linee guida che si considerano particolarmente rilevanti per le piccole e medie imprese quotate. Il Codice trova applicazione in base al principio del *comply or explain*.

Sempre nel Regno Unito, anche l'istituto rappresentativo degli amministratori (*Institute of Director*, anche solo "IoD") ha adottato nel 2010 un codice che riunisce linee guida e principi di *corporate governance* rivolti alle società non quotate<sup>35</sup>. Il documento individua, in particolare, gli elementi di *governance* che ritiene fondamentali per una società non quotata: competenza e formazione degli amministratori, efficace funzionamento del consiglio (riunioni, adeguatezza informativa), un efficace dialogo tra consiglio e azionisti, una remunerazione adeguata per incentivare e trattenere i consiglieri.

Infine, nel Regno Unito è stata promossa anche una raccolta di best practice per società grandi non quotate. Nell'agosto 2017, gli esiti delle consultazioni avviate dal *Green Paper*<sup>36</sup> hanno riscontrato la richiesta di incoraggiare alti standard per la corporate governance delle grandi società inglesi non quotate, in ragione del significativo impatto che tali imprese hanno sui dipendenti, fornitori, consumatori e altri soggetti interessati dalla loro attività. A tal fine, il Governo inglese ha nominato James Wates alla presidenza di un Coalition Group<sup>37</sup>, attribuendo a tal gruppo l'incarico di sviluppare principi di corporate governance per tali imprese. A giugno 2018, il Coalition Group ha pubblicato un documento di consultazione<sup>38</sup> che propone un insieme di principi di

---

<sup>34</sup> L'AIM UK è un MTF, gestito dal *London Stock Exchange* e rivolto alle società di minori dimensioni. Quanto ai mercati gestiti dall'ICAP, essi si distinguono in *ISDX main board*, mercato principale, e *ISDX growth market*, un MTF rivolto alle *growing companies*.

<sup>35</sup> Cfr. IOD, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, 2010, disponibili sul sito web dell'Istituto, che hanno adattato i principi elaborati a livello europeo dall'EcoDa, [Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe](#), adottati sempre nel 2010 e disponibili sul sito dell'EcoDa.

<sup>36</sup> Cfr. Department for Business, Energy and Industrial Strategy, [Corporate Governance Reform Green Paper](#). Sul quale si veda ampiamente *supra*.

<sup>37</sup> Il Coalition Group comprende il Financial Reporting Council, custode dei principali codici di autodisciplina per società quotate e per gli investitori e i rappresentanti di alcune associazioni rappresentative: Institute of Directors, Confederation of British Industry, Institute for Family Business, British Private Equity & Venture Capital Association, Institute of Business Ethics, Investment Association, Climate Disclosure Standards Board, ICASA.

<sup>38</sup> È disponibile il [documento di consultazione](#).

buona governance, finalizzati a definire lo scopo dell'impresa, la composizione e le responsabilità del CdA, l'importanza dell'orientamento a lungo termine dell'attività di impresa e dell'adeguata gestione dei rischi, la remunerazione degli amministratori e i rapporti con gli stakeholders. La consultazione si è chiusa a settembre 2018 e la prima edizione dei cd. *Wates Principles* è attesa per dicembre 2018.

In Francia, l'associazione francese delle piccole e medie imprese quotate (*Middlenext*) ha adottato nel 2009 e aggiornato nel 2016 un codice di autodisciplina dedicato sia alle PMI quotate sul mercato principale che hanno una capitalizzazione inferiore a €1 miliardo, sia alle PMI che sono ammesse a quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione (p.e. *Alternext*).<sup>39</sup> Il Codice per sua espressa previsione non si pone in contrasto con il Codice adottato dalle associazioni *Afep* e *Medef* (codice "ordinario" per le quotate), ma costituisce un'alternativa per le società quotate di minori dimensioni. Il Codice riassume, semplificando o rendendo meno stringenti, le *best practice* normalmente contenute nei codici di autodisciplina "ordinari" e prevede che la loro applicazione debba seguire il principio generale del *comply or explain*. *MiddleNext* procede, sin dal 2009, anche al monitoraggio<sup>40</sup> della sua applicazione, evidenziando nel tempo un crescente numero di società che vi aderiscono.

In Italia, l'associazione italiana rappresentativa delle società familiari, l'Aidaf, ha pubblicato a ottobre 2017 con la collaborazione dell'Università Bocconi un codice di autodisciplina<sup>41</sup> per le società familiari non quotate, elaborando numerose raccomandazioni del Codice di autodisciplina delle società quotate, adattandole alle esigenze delle società familiari, anche di rilevanti dimensioni, per promuovere lo sviluppo della loro *corporate governance*, anche in vista di un possibile percorso di quotazione.

Una raccolta di *best practice* per le piccole e medie imprese non quotate è stata predisposta anche dall'associazione italiana degli amministratori non esecutivi (Ned

---

<sup>39</sup> Cfr. Middlenext, [Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites](#), 2016, disponibile sul sito *web* di Middlenext.

<sup>40</sup> Cfr. l'ultimo rapporto pubblicato da Middlenext, [Rapport 2017 sur les entreprises faisant reference au Code de gouvernance Middlenext](#), aprile 2018, disponibile sul sito *web* dell'associazione.

<sup>41</sup> Si tratta più precisamente dei Principi per il governo delle società non quotate a controllo familiare. Codice di autodisciplina, disponibile alla seguente [sezione](#) del sito dell'associazione italiana delle imprese familiari (Aidaf).

Community)<sup>42</sup> che ha adottato i principi elaborati dalla corrispondente associazione europea (EcoDA), adattandoli alle specifiche caratteristiche dell'ordinamento nazionale. Entrambi i codici trovano applicazione in base al principio del “comply or explain”.

A metà novembre 2018 Elite ha presentato il “Framework di governo societario” attraverso cui fornire alle imprese in fase di crescita e che ambiscono ad accedere al mercato dei capitali, e in particolare alle imprese che partecipano al progetto Elite, un primo approccio strutturato alla corporate governance, con un formato più agile rispetto ai codici di comportamento esistenti. Ciò nell'intento di offrire supporto anche a imprese di minori dimensioni, secondo il principio di proporzionalità, e anche a imprese operanti in un contesto giuridico e regolamentare diverso da quello italiano. Il Framework – elaborato da Elite con il contributo di Borsa Italiana, Assonime e Confindustria, e con la collaborazione dell'avvocato Alessandro Chieffi – si pone su una linea di continuità rispetto al Codice di autodisciplina delle società quotate, di cui condivide alcuni pilastri, quali la centralità dell'organo amministrativo, la suddivisione dei compiti all'interno di tale organo, il criterio della managerialità. In tale ottica, il documento si focalizza attorno ad alcuni principi guida: i) la presenza di un organo amministrativo collegiale, aperto nella sua composizione a figure autonome rispetto alla proprietà; ii) un presidente che garantisca l'efficace funzionamento dell'organo stesso; iii) un capo azienda professionale; iv) un assetto organizzativo, ivi comprese procedure idonee a presidiare i rischi aziendali, coerente con gli obiettivi strategici e adeguatamente formalizzato; v) criteri di remunerazione degli amministratori idonei ad attrarre i talenti necessari per realizzare gli obiettivi strategici dell'impresa.

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

La prima codificazione delle *best practice* rivolte agli investitori istituzionali per la corretta gestione delle loro “stewardship responsibilities” ha avuto luogo nel Regno Unito con l'adozione dello *UK Stewardship Code*, un codice di condotta rivolto agli investitori istituzionali che trae le sue origini dallo *Statement of Principles*<sup>43</sup>, pubblicato dall'*Institutional Shareholders Committee (ISC)*. In seguito alla riforma Walker del

---

<sup>42</sup> Si tratta dei Principi di Corporate Governance delle PMI non quotate, disponibili al seguente [link](#) del sito dell'associazione italiana degli amministratori non esecutivi (Ned Community).

<sup>43</sup> Si veda Institutional Shareholders Committee (ISC), [The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles](#), 2002, disponibile sul sito web dell'ECGI.

2009, il *Financial Reporting Council (FRC)* fu incaricato della revisione e della redazione del codice. La prima versione dello *Stewardship Code* fu pubblicata dal *Financial Reporting Council* nel 2010, e successivamente soggetto a revisione<sup>44</sup> che si concluse nel 2012. Dal 2014, il *Financial Reporting Council*, competente anche per la redazione e il monitoraggio del codice di autodisciplina per le società quotate, cura il monitoraggio sull'applicazione delle raccomandazioni contenuto anche nel codice per gli investitori.<sup>45</sup> L'FRC ha annunciato che entro la fine del 2018 sarà pubblicato un documento di consultazione per la revisione dei principi di *stewardship*.

A livello internazionale si sono sviluppati alcuni importanti esempi di codificazione delle best practice rivolte agli investitori istituzionali: i Principi di *corporate governance* dell'*International Corporate Governance Network*<sup>46</sup> e il *Code for External Governance*, adottato nel 2011 dall'associazione europea dei fondi e dei gestori (*European Fund and Asset Management Association*, in seguito anche solo "Efama"). Il richiamo alle *stewardship responsibilities* si ritrova anche nella nuova edizione dei Principi di Corporate Governance dell'OCSE e del G20, nei quali si precisa che l'*engagement* non si esaurisce nell'esercizio dei diritti di voto, ma comprende anche lo sviluppo di un dialogo continuo con la società partecipata.<sup>47</sup>

In Italia, il Consiglio direttivo dell'Assogestioni ha approvato, il 1° ottobre 2013, i Principi italiani di *stewardship*, che riproducevano, nella loro originaria formulazione, i principi contenuti nell'analogo codice europeo ("Codice Efama"). I Principi così formulati declinano i principali diritti e doveri delle società che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli, al fine di stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse

---

<sup>44</sup> La revisione del 2012 era principalmente volta a migliorare la definizione di *stewardship* e *stewardship responsibilities* nonché a precisare l'ambito di applicazione del codice, in particolare in relazione al principio del *comply or explain*.

<sup>45</sup> L'ultimo monitoraggio pubblicato dal *Financial Reporting Council*, sull'applicazione di entrambi i codici è stato pubblicato nel 2018: cfr. FRC, [Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/18](#), disponibile sul sito *web* dell'FRC.

<sup>46</sup> I [Global Governance Principles](#) dell'ICGN, da ultimo modificati nel 2017, raggruppano le migliori pratiche internazionali sia per le società che per gli investitori istituzionali: essi si dividono, infatti, in due sezioni, la prima dedicata al consiglio di amministrazione, mentre la seconda si rivolge agli investitori istituzionali, intesi sia come *asset owners* (proprietari delle partecipazioni sociali) sia come *asset managers* (i gestori delle partecipazioni sociali, come, ad esempio, le società di gestione del risparmio).

<sup>47</sup> Cfr. G20/OECD Corporate Governance Principles, cit., pp. 29-30, che richiamano la prassi dei codici di *stewardship*.

investono. Le raccomandazioni riguardano, in particolare, sia l'adozione e l'applicazione di una politica sull'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti detenuti in portafoglio, sia la responsabile gestione del dialogo continuo con gli emittenti partecipati, curando in particolare l'adeguatezza e la correttezza dell'eventuale interlocuzione con i loro organi sociali. A settembre 2015, Assogestioni ha introdotto anche i criteri applicativi nei Principi che recepiscono, di fatto, le raccomandazioni contenute nel Codice Efama, adattandolo alle caratteristiche dell'ordinamento nazionale. A maggio 2016, il Consiglio direttivo della Assogestioni ha condotto una operazione di *fine-tuning* dei Principi, volta ad affinare alcune delle raccomandazioni di *best practice* nell'ottica di contribuire a sviluppare ulteriormente la cultura della buona *governance* del mercato italiano e un sempre più costruttivo confronto dialettico tra emittenti e investitori<sup>48</sup>.

#### ***2.4. Lo studio dell'OCSE sulla flessibilità e la proporzionalità nell'ambito del policy making della corporate governance***

L'OCSE elabora, sin dal 1999, gli *standard* internazionali che indentificano il quadro dell'etero e dell'autoregolazione in materia di *corporate governance*. Tali principi, da ultimo rivisti nel 2015, sono stati adottati ufficialmente dai principali organismi di coordinamento internazionale dei *policy makers* (G20 e *Financial Stability Board*)<sup>49</sup>.

I Principi G20/OECD evidenziano, tra l'altro, l'importanza di un quadro adeguato e proporzionato che possa sviluppare incentivi efficaci a una migliore allocazione delle risorse e, tal fine, raccomandano ai *policy makers* di stabilire un quadro regolamentare sufficientemente flessibile a rispondere alle necessità delle società e di sviluppare, ove opportuno, forme di proporzionalità (dimensione) e altri fattori che possono richiedere maggiore flessibilità (azionariato e struttura proprietaria, presenza geografica, settore di attività, livello di sviluppo). In particolare, i Principi raccomandano un approccio flessibile e tipicamente autodisciplinare per la creazione di un adeguato sistema di incentivi che favoriscano uno sviluppo personalizzato della *governance* e che possano

---

<sup>48</sup> L'ultima edizione dei Principi è disponibile sul sito dell'Assogestioni: cfr. [Principi italiani di stewardship](#), ed. 2016.

<sup>49</sup> Cfr. *OECD/G20 Corporate Governance Principles*, disponibili alla seguente [sezione](#) del sito dell'OCSE.

rispondere, in particolare, alle esigenze di crescita e di sviluppo che contraddistinguono le imprese di minori dimensioni o quelle di recente quotazione.

Per migliorare l'applicazione di questi principi, l'OCSE ha avviato nel 2017 uno studio sull'applicazione dei criteri di flessibilità e proporzionalità nella disciplina del diritto societario e dei mercati finanziari. In particolare, lo studio, pubblicato a novembre 2018<sup>50</sup>, si è concentrato su sei aree: la composizione del consiglio di amministrazione, la remunerazione degli amministratori con particolare dettaglio sul “say on pay”, la disciplina delle operazioni con parti correlate, la disclosure di informazioni finanziarie periodiche, la trasparenza sulle partecipazioni azionarie, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

Ciascun capitolo si conclude con un *case study* nazionale, finalizzato a esaminare il percorso di definizione e gli effetti di una regolamentazione graduata; per la disciplina delle operazioni con parti correlate è stato esaminato il quadro regolamentare italiano. Il *case study* ripercorre l'evoluzione del quadro di riferimento, partendo dall'esame del primo approccio autodisciplinare per poi concentrarsi sulle specificità dell'esperienza regolamentare, iniziata nel 2004 con l'introduzione dell'art. 2391-*bis* c.c. e completata nel 2010 con l'adozione del Regolamento Consob n. 17221. L'esperienza italiana in materia di regolamentazione delle operazioni con parti correlate è stata ritenuta particolarmente interessante e innovativa dall'OCSE proprio in ragione dell'utilizzo ampio e strutturale dei meccanismi di proporzionalità e flessibilità che la caratterizza. Proporzionalità che si concretizza in regole differenziate sia in funzione delle caratteristiche soggettive delle società, con regole meno stringenti per le società di minori dimensioni e per quelle di recente di quotazione, sia in funzione delle caratteristiche oggettive delle operazioni, con regole graduate in funzione della dimensione relativa e della natura delle operazioni. Flessibilità che ha invece trovato attuazione attraverso un ampio potere discrezionale di ogni società di scegliere tra diversi “modelli” regolamentari e di utilizzare un'ampia gamma di *opt-out* e *opt-in* da specifiche regole.

Dallo studio emerge la sensibilità dei Paesi OCSE all'esigenza di assicurare un'adeguata flessibilità e proporzionalità all'insieme delle regole in materia di *corporate governance*. Al contempo, i dati aggregati forniti dallo studio evidenziano come la proporzionalità risulti particolarmente diffusa, mentre criteri di flessibilità diversi da quello dimensionale appaiono ancora poco frequenti e usati in maniera

---

<sup>50</sup> OECD, [Flexibility and Proportionality in Corporate Governance](#), 2018, disponibile sul sito web dell'Organizzazione.

talvolta discontinua. Da questo punto di vista risulta interessante notare come altri criteri di flessibilità, come ad esempio quello della “recente quotazione”, siano stati più diffusamente utilizzati nelle recenti riforme statunitensi (cd. JOBS Act) che riflettono una strategia legislativa volta a favorire l’accesso delle *growth companies* al mercato dei capitali, prevedendo l’alleggerimento di alcune regole di *corporate governance* per un periodo di 5 anni per le società che accedono al mercato dei capitali e che non siano già di grandi dimensioni (capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro).

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

#### ***3.1. Le nuove raccomandazioni del Codice sulla diversità***

Il Comitato ha approvato nel 18 luglio 2018 le modifiche sulla diversità di composizione degli organi sociali e sulle pari opportunità nella struttura aziendale<sup>51</sup>.

La scelta di modificare il Codice di autodisciplina è stata motivata dall’opportunità di attrarre la materia della diversità nell’alveo dell’autoregolamentazione e di valorizzare, auspicandone il mantenimento, gli effetti positivi conseguiti con la Legge 12 luglio 2011, n. 120 (cd. legge Golfo-Mosca)<sup>52</sup> al di là della limitata efficacia temporale della previsione normativa. Come noto, infatti, la legge è destinata ad esaurirsi nel triennio 2022-2024, periodo in cui dovrebbe decorrere il terzo mandato degli organi sociali rispetto all’entrata in vigore della legge, ma potrebbe caducarsi anche prima per le società quotate che abbiano effettuato rinnovi con cadenza inferiore a quella triennale.

Per realizzare tali obiettivi, il Codice di autodisciplina raccomanda alle società di applicare criteri di diversità per la composizione degli organi sociali. Al contempo, il *principio* 2.P.4. non si limita a raccomandare l’obiettivo della *board diversity*, ma

---

<sup>51</sup> Per assicurare un approccio sistematico del Codice in materia di diversità sono stati adeguate anche le raccomandazioni relative al contenuto dell’autovalutazione del consiglio di amministrazione (cfr. *criterio* 1.C.1. lett. g) e alle informazioni che il consiglio è tenuto a fornire in merito alla sua composizione (cfr. *criterio* 1.C.1. lett. i).

<sup>52</sup> In seguito all’introduzione della Legge 12 luglio 2011, n. 120, gli art. 147-*ter*, co. 1-*ter* e 148, co. 1-*bis* Tuf disciplinano la parità di accesso agli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, richiedendo un obbligo di risultato (quota dell’organo sociale) pari a 1/5 del genere meno rappresentato per il primo mandato e 1/3 per il secondo e il terzo mandato. L’efficacia della legge è limitata a tre mandati consecutivi ed è destinata quindi ad esaurirsi entro il triennio 2022-2024.

esplicita anche una chiara gerarchia dei criteri che dovrebbero orientare gli azionisti e il consiglio stesso nella definizione della composizione ottimale degli organi sociali. Tale gerarchia emerge sia dall'ordine sistematico dei *principi*, al cui vertice si pone il *principio* 2.P.1. che raccomanda la presenza di amministratori esecutivi e non esecutivi, dotati di adeguata competenza e professionalità, sia dalla medesima raccomandazione contenuta al nuovo *principio* 2.P.4. che ribadisce che i criteri di diversità sono applicati "nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri"<sup>53</sup>.

I *criteri applicativi* concretizzano l'obiettivo di diversità di genere, definendo la quota di un terzo del "genere meno rappresentato" nel consiglio amministrazione e nel collegio sindacale, con l'effetto di promuovere, dunque, il mantenimento volontario degli effetti della Legge "Golfo-Mosca"<sup>54</sup>. La quota di un terzo così introdotta si distingue però dall'obbligo di risultato imposto dalla legge e riflette l'approccio tipicamente flessibile del quadro autodisciplinare. Il *commento* all'art. 2 del Codice individua, infatti, diversi strumenti che le società possono adottare per l'implementazione della quota di un terzo, invitandole a scegliere quello che ritengono più idoneo in considerazione dei propri assetti proprietari e del grado di vincolatività considerato più opportuno per il raggiungimento dell'obiettivo. Sono a tal fine individuati lo statuto, le politiche di diversità, gli orientamenti del Cda agli azionisti e la lista presentata dal Cda.

Per rafforzare l'efficacia della raccomandazione in commento e preservare al contempo, la flessibilità della proposta, il *commento* all'art. 2 suggerisce agli emittenti di richiedere, nelle forme ritenute più opportune, a chi presenta una lista per la nomina del consiglio di amministrazione di fornire adeguata informativa, nella documentazione presentata per il deposito della lista, circa la rispondenza o meno della lista stessa all'obiettivo di diversità di genere individuato dall'emittente.

Altro elemento innovativo del Codice di autodisciplina è l'auspicio, contenuto nel *commento* all'art. 2 del Codice, che gli emittenti adottino misure per promuovere la parità di trattamento e di opportunità tra i generi all'interno dell'intera organizzazione aziendale, monitorandone la concreta attuazione. L'auspicio, pur contenuto soltanto nel

---

<sup>53</sup> Si vedano in tal senso anche i chiarimenti contenuti nel *commento* all'art. 2 del Codice.

<sup>54</sup> Si veda rispettivamente il *criterio* 2.C.3. per il consiglio di amministrazione e il *criterio* 8.C.3. per il collegio sindacale.



*commento* del Codice, dovrebbe stimolare le imprese a sviluppare una sensibilità nei percorsi professionali di crescita all'interno all'azienda, portando così a un naturale equilibrio di merito e genere anche nelle prime linee manageriali, nelle posizioni di vertice e negli organi sociali, per un graduale superamento dell'opportunità stessa delle quote.

Gli emittenti sono invitati ad applicare le nuove raccomandazioni del Codice dal primo rinnovo delle cariche sociali successivo alla cessazione degli effetti della Legge "Golfo-Mosca": il regime transitorio così definito si riferisce alle parti "vincolanti" del Codice contenute nei *principi* e nei *criteri applicativi*.

Le riflessioni svolte con riferimento alle modifiche apportate all'articolo 2 ispirano le modifiche all'articolo 8, concernenti la composizione del collegio sindacale.

### ***3.2. Il recepimento della nuova direttiva sui diritti degli azionisti***

Entro il 10 giugno 2019 dovrà essere recepita la nuova direttiva sui diritti degli azionisti (la direttiva 828/2017/UE che modifica la direttiva 36/2007/CE) volta a incentivare l'impegno a lungo termine degli azionisti e a rafforzare la trasparenza delle informazioni che incidono sull'esercizio dei loro diritti di voto. La direttiva disciplina la trasparenza delle politiche di engagement degli investitori istituzionali e degli asset manager, l'attività dei consulenti in materia di voto (*proxy advisor*), il diritto delle società di identificare i propri azionisti e alcuni temi più strettamente di governance, quali la definizione e la trasparenza sulle remunerazioni degli amministratori e la trasparente e adeguata gestione delle operazioni con parti correlate.

La Direttiva europea offre ai legislatori nazionali, attraverso la previsione di molteplici opzioni di recepimento, la possibilità di un'implementazione graduata e bilanciata con l'esistente quadro di riferimento.

Il quadro di regole, di natura legislativa, regolamentare e autodisciplinare, che disciplina in Italia queste materie è relativamente recente (tra il 2010 e il 2011) ed è stato definito prendendo in considerazione sia le più significative esperienze estere sia le migliori pratiche e gli standard presenti a livello internazionale. A tal riguardo, si auspica che il legislatore italiano valorizzi le qualità dell'attuale impianto e gli effetti positivi che tale insieme di regole hanno avuto sulla trasparenza e sulla governance delle società quotate italiane: la quantità e la qualità delle informazioni pubblicate, in particolare, sulle remunerazioni e sulle operazioni con parti correlate è molto elevata, e per molti aspetti anticipatoria delle informazioni richieste dalla nuova normativa europea; anche la gestione del processo decisionale su queste materie da parte delle società quotate

italiane, grazie al concorso di norme regolamentari e delle raccomandazioni del Codice, appare particolarmente rigorosa, tanto da essere considerata un modello a livello internazionale.

In seguito alla pubblicazione della legge di delegazione europea 2016-2017<sup>55</sup> e nelle more della formazione della legge di delegazione europea 2018<sup>56</sup>, il 19 novembre 2018, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha posto in consultazione lo schema di decreto legislativo<sup>57</sup> per l'attuazione della direttiva.

Lo schema di decreto introduce modifiche alle norme primarie che disciplinano, in particolare:

- le operazioni con parti correlate (artt. 2391-*bis* c.c. e 192-*quinquies* Tuf), sviluppando i criteri per l'esercizio della delega regolamentare della Consob e introducendo uno specifico regime sanzionatorio per la violazione della disciplina opc in capo sia alla società quotate sia ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione: una proposta che estende notevolmente i poteri sanzionatori della Consob in tale materia, oggi limitati alle società per la violazione di regole di trasparenza e ai sindaci per la violazione degli obblighi di vigilanza *ex* art. 149 Tuf;
- l'identificazione degli azionisti (art. 83-*duodecies* Tuf), la cui novità più significativa riguarda la scelta di prevedere una soglia dello 0,5% per l'identificazione degli azionisti, esercitando l'opzione contenuta nella direttiva;
- la relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti (artt. 123-*ter* e 193 Tuf), proponendo il mantenimento della natura non vincolante del voto sulla politica di remunerazione e ponendo in consultazione l'esercizio dell'opzione di esentare le PMI dal voto sulla relazione sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione prevedendo, in alternativa, che tale sezione venga messa come punto separato all'ordine del giorno dell'assemblea;

---

<sup>55</sup> L'*iter* di recepimento è stato avviato con la pubblicazione della Legge di delegazione europea 2016-2017 ([l. 25 ottobre 2017, n. 163](#)). La direttiva 828/2017/UE deve essere recepita nel nostro ordinamento entro il 10 giugno 2019.

<sup>56</sup> Cfr. in particolare l'art. 6 dedicato al suo recepimento. Il disegno di legge di delegazione europea 2018 è attualmente in sede di consultazione presso le competenti [commissioni del Senato](#).

<sup>57</sup> Lo schema di decreto è disponibile [qui](#). La consultazione si chiude il 18 dicembre 2018.

- la trasparenza dei consulenti in materia di voto (artt. 124-*quater* e 124-*octies* Tuf) che la proposta intende sottoporre ai poteri informativi della Consob ex artt. 114, commi 5 e 6, e 115.

Altre modifiche riguardano la trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori degli attivi con particolare riferimento alla loro politica di engagement (artt. 124-*quater*-124-*septies*) e modifiche al Codice delle assicurazioni e alla disciplina delle forme pensionistiche complementari. Infine, lo schema di decreto interviene anche su una materia non prevista dalla direttiva 2017/828, proponendo una modifica dell'attuale disciplina sul diritto di porre domande prima dell'assemblea, prevedendo un'unica data di *cut-off*, corrispondente alla *record date*, che affronta alcune delle problematiche sorte per l'adeguata gestione del momento pre-assembleare e dell'adunanza stessa.

L'approccio adottato nello schema di decreto sembra nel complesso coerente con l'esigenza di privilegiare la stabilità del quadro di riferimento e di salvaguardare quindi quegli elementi di qualità del nostro sistema sopra evidenziati.

Tuttavia, l'importanza delle scelte effettuate, che comportano in alcuni casi mutamenti sostanziali della disciplina attuale e incidono profondamente sugli assetti di vigilanza o che costituiscono comunque *goldplating* rispetto al quadro europeo, necessiterebbero di una chiara indicazione delle motivazioni che hanno determinato la loro adozione, attraverso una attenta valutazione delle finalità e dell'impatto, che appare spesso sistemico.

Il Comitato auspica pertanto che si avvii un dialogo tra il mercato e il Governo e le Autorità di vigilanza per condividere la definizione degli aggiustamenti che saranno comunque necessari, richiamando l'importanza che questi siano sostenuti da un'analisi costi/benefici trasparente soprattutto, laddove si vogliano introdurre o mantenere oneri non presenti nella normativa europea, il cd. *goldplating*, o apportare modifiche di rilevanza sistemica, ad esempio nel sistema delle sanzioni.

### **3.3. L'evoluzione normativo e autoregolamentare in materia di sostenibilità**

In seguito alla firma degli Accordi di Parigi<sup>58</sup> e all'agenda fissata dalle Nazioni Unite per uno sviluppo sostenibile<sup>59</sup>, la Commissione ha istituito nel 2016 un gruppo di esperti

---

<sup>58</sup> L'accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi, costituisce il primo accordo universale sul clima mondiale per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C.

ad alto livello sulla finanza sostenibile. Il 31 gennaio 2018 il gruppo di esperti ha pubblicato la sua relazione finale<sup>60</sup> che presenta una visione globale sui modi per elaborare una strategia finanziaria sostenibile per l'UE. Dalla relazione emerge che la finanza sostenibile consta di due imperativi: i) migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; ii) consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti. La relazione propone otto raccomandazioni chiave, diverse raccomandazioni trasversali e azioni mirate a specifici settori del sistema finanziario.

Alla luce delle raccomandazioni espresse dal gruppo di esperti, la Commissione europea ha pubblicato un Piano di azione<sup>61</sup> che si prefigge l'obiettivo di riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi e promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle imprese. Tra le azioni che risultano di maggiore interesse ai fini della presente rassegna, si osservano in particolare le ultime tre azioni del Piano, volte rispettivamente a integrare alcuni aspetti di sostenibilità nei requisiti prudenziali degli enti creditizi (azione 8), rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile su tali aspetti (azione 9) e, soprattutto, l'intenzione della Commissione di promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati di capitali (azione 10). Con riferimento a quest'ultima azione, infatti, la Commissione, non prevede attualmente ipotesi normative ma intende avviare analisi e consultazioni per valutare la eventuale necessità di imporre ai consigli di amministrazione di elaborare una strategia in materia di sostenibilità e di chiarire le norme che impongono agli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa.

Il 24 maggio 2018, la Commissione europea ha presentato un primo pacchetto di misure per dare attuazione ad alcune delle azioni proposte. Le proposte legislative attengono principalmente agli obblighi di trasparenza e di gestione degli investitori istituzionali<sup>62</sup>, alla definizione di una tassonomia<sup>63</sup> delle attività eco-sostenibili, all'introduzione di due

---

<sup>59</sup> Cfr. Nazioni Unite, [The 2030 Agenda for Sustainable Development](#), 2015.

<sup>60</sup> Cfr. [Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#), 2018.

<sup>61</sup> Cfr. Commissione europea, [Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile](#), 2018.

<sup>62</sup> Cfr. [proposta di Regolamento](#).

<sup>63</sup> Cfr. [proposta di Regolamento](#).

nuovi indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale<sup>64</sup> nonché due consultazione pubbliche<sup>65</sup>, entrambe concluse a giugno 2018, sulle modifiche apportate agli atti delegati che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG (*enviromental, social and governance*).

Al pacchetto di proposte presentato dalla Commissione europea si aggiunge la risoluzione del Parlamento europeo sulla finanza sostenibile<sup>66</sup>, approvata il 29 maggio 2018, che estende ulteriormente l'area dei possibili interventi normativi a livello europeo, secondo linee non del tutto coerenti con l'attuale quadro normativo e con le proposte della Commissione europea.

Le misure proposte dalla Commissione europea accelerano l'approccio normativo al tema della sostenibilità, già recentemente mutato a seguito dei nuovi obblighi informativi sulle politiche di engagement degli investitori istituzionali, in corso di attuazione per effetto della trasposizione della Direttiva 2017/828/UE<sup>67</sup>, e sulle informazioni non finanziarie degli emittenti<sup>68</sup>, pubblicate per la prima volta nel corso del 2018. Al contempo la decima azione del Piano d'azione della Commissione non sembra tener conto adeguatamente delle evoluzioni e dell'efficacia dei codici di corporate governance, come evidenziato anche dalla posizione comune<sup>69</sup> pubblicata dai

---

<sup>64</sup> Si tratta di una [proposta di modifica del Regolamento UE n.1011/2016](#).

<sup>65</sup> Si tratta di una consultazione pubblica sulle modifiche apportate agli atti delegati, adottati per l'attuazione della MiFID II (v. [consultazione](#)) e della IDD (v. [consultazione](#)), che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG (*enviromental, social and governance*), entrambe chiuse il 21 giugno 2018.

<sup>66</sup> Cfr. Parlamento europeo, [Risoluzione P8\\_TA\(2018\)0215](#).

<sup>67</sup> Cfr. *supra*, paragrafo 3.2.

<sup>68</sup> L'adozione della direttiva 2014/95/UE, che modifica la direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, ha introdotto nell'ambito dell'informazione periodica il concetto dell'informazione non finanziaria. Si tratta di una novità di rilievo che impone enti di interesse pubblico di grandi dimensioni di selezionare, monitorare e rendere pubbliche le informazioni relative alle componenti non finanziarie che hanno un impatto sull'attività di impresa e che possono pertanto rilevare sotto il profilo della sua sostenibilità nell'ottica del medio lungo termine. Più precisamente, la direttiva, implementata in Italia con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, richiede a tali soggetti di fornire due distinte categorie di informazioni: i) quelle non finanziarie che attengono a temi ambientali, sociali, al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione attiva e passiva, e ii) quelle di diversità che riguardano le politiche dell'impresa con riferimento ai criteri di scelta dei componenti degli organi sociali.

<sup>69</sup> Cfr. *supra*, paragrafo 1.2.

Sei Presidenti dei Comitati per la Corporate Governance di Francia, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito e Svezia che hanno chiesto al legislatore, europeo e nazionale, di analizzare e valutare adeguatamente l'evoluzione e l'efficienza delle best practice esistenti, assumendo l'impegno a promuovere e rafforzare l'attenzione alla sostenibilità nell'evoluzione delle best practice esistenti.

#### ***3.4. Le novità regolamentari del settore assicurativo in materia di corporate governance***

Nell'ambito delle normative settoriali, l'Ivass, l'Autorità di vigilanza delle imprese assicurative, ha emanato il Regolamento n. 38 del 3 luglio 2018<sup>70</sup>, sul governo societario delle imprese e dei gruppi assicurativi, unitamente alla lettera al mercato del 5 luglio 2018 recante orientamenti sull'applicazione del principio di proporzionalità nel sistema di governo societario delle imprese e dei gruppi.

Il nuovo impianto regolamentare razionalizza le norme vigenti sulla governance delle imprese di assicurazione, assicurando la conformità della disciplina Ivass alle previsioni della direttiva Solvency II, del regolamento delegato (UE) 2015/35 e delle linee guida Eiopa.

Nella revisione regolamentare l'Ivass ha perseguito alcuni obiettivi prioritari: i) assicurare che la responsabilità ultima del sistema di "governance" aziendale sia chiaramente attribuita all'organo amministrativo, dettagliandone i compiti e promuovendone una adeguata composizione, qualificazione dei componenti e funzionalità; ii) rafforzare il ruolo delle funzioni fondamentali (c.d. Key Functions) dell'impresa, garantendo l'interlocuzione diretta dei titolari delle stesse con l'organo amministrativo; iii) allineare le politiche di remunerazione dell'impresa con gli interessi di lungo termine dell'impresa stessa, prevedendo anche un'adeguata informativa agli azionisti e all'Ivass; iv) razionalizzare e semplificare il regime dell'esternalizzazione di funzioni o di processi fuori dall'impresa e/o dal gruppo; v) disciplinare i presìdi in materia di *cyber risk* e sicurezza informatica nell'ambito delle regole sul governo

---

<sup>70</sup> Il [Regolamento n. 38 del 3 luglio 2018](#) è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana del 21 luglio 2018, n. 168 s.g., abrogando il regolamento Isvap n. 20 del 26 marzo 2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, compliance ed esternalizzazione, il regolamento Isvap n. 39 del 9 giugno 2011 relativo alle politiche di remunerazione nonché la circolare Isvap n. 574/2005 in materia di riassicurazione passiva; quest'ultima, a partire dal 23 luglio scorso (data di entrata in vigore del Regolamento), sarà applicabile alle sole imprese "locali" di cui al Titolo IV, Capo II, del Codice delle assicurazioni private (vedi artt. 96 e 97).

aziendale; vi) favorire lo sviluppo di meccanismi e processi aziendali per la gestione di eventuali situazioni di crisi, richiedendo in particolare ai gruppi rilevanti ai fini di stabilità finanziaria di predisporre un piano di emergenza rafforzato; vii) promuovere la piena consapevolezza delle imprese anche in materia di rischi ambientali e sociali.

Tra le novità in materia di governance si segnalano, in particolare, una chiara indicazione circa la qualifica del presidente del consiglio (simile a quella coniata dalla Banca d'Italia), la disciplina della composizione del comitato controllo e rischi, delle funzioni aziendali fondamentali, delle remunerazioni, della esternalizzazione delle funzioni e dei gruppi.

Tali novità sono state graduate in ragione delle disposizioni prudenziali proporzionate della cd. Direttiva Solvency II in relazione al profilo di rischiosità dell'impresa o del gruppo determinato dalla natura, portata e complessità dei rischi inerenti all'attività. Nella Lettera al mercato, da leggere congiuntamente al Regolamento, l'Ivass declina nel dettaglio le aspettative dell'Istituto sull'applicazione operativa di governance proporzionata. La Lettera definisce tre possibili modelli di sistema di governo societario – rafforzato, ordinario e semplificato – individuati sulla base di un processo di autovalutazione articolato innanzitutto su un'analisi dimensionale dell'impresa; a integrazione è poi prevista un'analisi basata su parametri quali/quantitativi che approssimano la rischiosità/complessità del business e delle operazioni svolte.

In via generale, le imprese dovranno adeguarsi al Regolamento entro il 31 dicembre 2019 (con adozione delle relative delibere entro giugno 2019)<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup> Eventuali modifiche statutarie dovranno però essere apportate in tempo utile per gli eventuali rinnovi degli organi sociali deliberati in sede di approvazione del bilancio 2018 (con adeguamento perfezionato entro il 2021), così come le politiche di remunerazione e di esternalizzazione dovranno essere approvate entro l'approvazione dello stesso bilancio 2018. In deroga al termine del 31 dicembre 2019: i) gli incarichi e i contratti in corso dovranno essere modificati, al più tardi entro la relativa scadenza, compatibilmente con la disciplina che ne regola la modificabilità; ii) le disposizioni del Regolamento in materia di esternalizzazione e remunerazione si applicano immediatamente per il conferimento di incarichi e la stipulazione di contratti avvenuta successivamente all'entrata in vigore del Regolamento (23 luglio 2018).

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

Il sesto Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Codice") è redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato che si è avvalsa di plurime fonti esterne. La principale base del Rapporto è rappresentata dai dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli<sup>72</sup>, integrata, per argomenti specifici, da altri dati tratti da studi e ricerche pubblicati o resi disponibili al Comitato nel corso dell'anno<sup>73</sup>.

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

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

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

---

<sup>72</sup> La principale fonte del presente Rapporto è costituita dal Note e Studi n. 2/2018, *Rapporto Assonime-Emittenti sulla Corporate Governance in Italia*, 2018 (in corso di pubblicazione), integrata con ulteriori elaborazioni dei dati contenuti nel database Assonime.

<sup>73</sup> Altri studi hanno consentito un supplemento di indagine, tendenzialmente limitato alle società di maggiori dimensioni, su specifici argomenti attinenti al governo societario delle società quotate (p.e. *board diversity*, autovalutazione del consiglio, piani di successione, remunerazioni). Cfr. Consob, 2018 *Report on corporate governance of Italian listed companies* (in corso di pubblicazione); Crisci & Partners, *Board evaluation and nominating committee activity in Italy and Uk: a comparative analysis*, settembre 2018; The European House – Ambrosetti, *Osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo societario in Italia*, edizione 2018; Georgeson, *Proxy Season Review*, 2018.



## 1. Descrizione del campione di riferimento

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

Il campione di riferimento è composto da tutte le società italiane quotate sul mercato principale che dichiarano di aderire all'ultima edizione del Codice: esse rappresentano il 90% delle società italiane con azioni quotate sull'MTA gestito da Borsa Italiana, con un peso pari al 99% della capitalizzazione del mercato<sup>74</sup>.

La scelta di considerare soltanto le società che aderiscono all'ultima edizione<sup>75</sup> del Codice deriva dall'interpretazione più volte espressa dal Comitato che raccomanda alle società di dichiarare nella loro relazione su governo societario l'adesione all'ultima edizione del Codice<sup>76</sup>; ai fini della presente analisi sono state considerate come “non aderenti” anche le (poche) società che dichiarano di aderire a edizioni precedenti del Codice<sup>77</sup>.

L'analisi è condotta sulle informazioni pubblicate dalle società aderenti al Codice nelle rispettive relazioni sul governo societario e sulle remunerazioni che sono state pubblicate nel corso del 2018 e intende fornire un quadro generale sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice di autodisciplina.

La valutazione sintetica (par. 2) e quella analitica (par. 3) esaminano il grado di concreta applicazione delle principali raccomandazioni del Codice, distinguendo le società

---

<sup>74</sup> Nei restanti casi si tratta di società quotate che non aderiscono all'ultima edizione del Codice e che non sono state considerate ai fini della presente analisi. Sono quindi considerate come non aderenti anche le società che aderiscono a edizioni precedenti del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>75</sup> Rappresentata, ai fini della presente analisi, dall'edizione 2015 del Codice che era in vigore alla chiusura dell'esercizio 2017 cui fanno riferimento le relazioni di governance e remunerazioni pubblicate nel corso del 2018.

<sup>76</sup> Si tratta dell'interpretazione espressa nel 2015 e ribadita nel 2016 dal Comitato per la Corporate Governance sulla base dei principi guida del Codice. Nel Rapporto 2015, il Comitato chiarì che sono da considerarsi “aderenti” al sistema del Codice di autodisciplina soltanto le società che aderiscono alla sua ultima edizione (i.e. 2015). Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Rapporto 2015*, p. 11.

<sup>77</sup> La percentuale di società che ha scelto di non aderire all'ultima edizione del Codice o di non aderirvi tout court è sostanzialmente stabile nel tempo. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017; Assonime-Emittenti Titoli 2018.

principalmente in base alla loro dimensione (medio-grandi e piccole)<sup>78</sup> e al settore di appartenenza (finanziarie e non)<sup>79</sup>.

Per la valutazione sintetica sono stati utilizzati inoltre diversi parametri che attengono ai macro-settori merceologici<sup>80</sup>, l'appartenenza a singoli segmenti di quotazione<sup>81</sup> e l'anzianità di quotazione, le caratteristiche degli assetti proprietari e della struttura azionaria<sup>82</sup>.

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

Anche quest'anno, l'analisi sintetica sul grado di applicazione delle principali raccomandazioni del Codice si concentra sul grado di adesione sostanziale delle società quotate alle best practice che attengono all'efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e alla remunerazione dei suoi componenti esecutivi<sup>83</sup>.

---

<sup>78</sup> Le categorie dimensionali delle società sono state definite seguendo la classificazione degli indici FTSE del mercato principale gestito da Borsa Italiana: le società medio-grandi sono le società appartenenti agli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap, le società piccole comprendono invece tutte le altre società quotate sull'MTA.

<sup>79</sup> La distinzione tra società finanziarie e non finanziarie ripercorre le categorie utilizzate da Borsa Italiana Spa: sono considerate finanziarie le sole società qualificate come "banche" o "assicurazioni" secondo la classificazione di Borsa Italiana, mentre tutte le altre società sono considerate non finanziarie. La qualificazione ripercorre quella utilizzata dal Note e Studi di Assonime-Emittenti Titoli che rappresenta la base della presente analisi.

<sup>80</sup> Anche essi facenti riferimento a quelli elaborati da Borsa Italiana.

<sup>81</sup> L'analisi evidenzia anche il dettaglio della compliance delle società appartenenti al segmento Star, il segmento del mercato MTA di Borsa Italiana che è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di: i) alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa; ii) alta liquidità (35% minimo di flottante); iii) corporate governance (l'insieme delle regole che determinano la gestione dell'azienda) allineata agli standard internazionali.

<sup>82</sup> Dati forniti dalla Divisione Corporate Governance della Consob.

<sup>83</sup> Si tratta, in particolare, dell'effettiva adesione alle raccomandazioni relative a: la completezza e la tempestività effettiva dell'informativa pre-consiliare, la comunicazione delle modalità della board evaluation, orientamenti del board sulla composizione ottimale, adeguata composizione del consiglio, l'istituzione del *lead independent director*, applicazione dei criteri di indipendenza, istituzione e adeguata composizione dei comitati da Codice, obiettivi di lungo termine per la determinazione della remunerazione variabile, indicazione peso remunerazione fissa e variabile, definizione di un *cap* al variabile, clausola di *claw-back*, adeguata politica su indennità di fine rapporto.

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

<b>MATRICE ELABORAZIONI SINTETICHE 2018</b>		<b>"gruppo di controllo"</b>	
<i>Totale: 205 società "aderenti" al Codice</i>		familiare	125
<b>dimensione</b>		private equity	13
medio-grandi	91	public company	43
piccole	114	pubbliche	24
<b>marco-settore</b>		<b>quotazione</b>	
altre finanziarie	16	Star	62
banche assicurazioni	22	neo-quotate	30
high tech	17	<b>quota di flottante</b>	
industriali	102	>40%	107
servizi	32	40-70%	82
servizi pubblici	16	>70	16

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

## 2.1. Applicazione del Codice

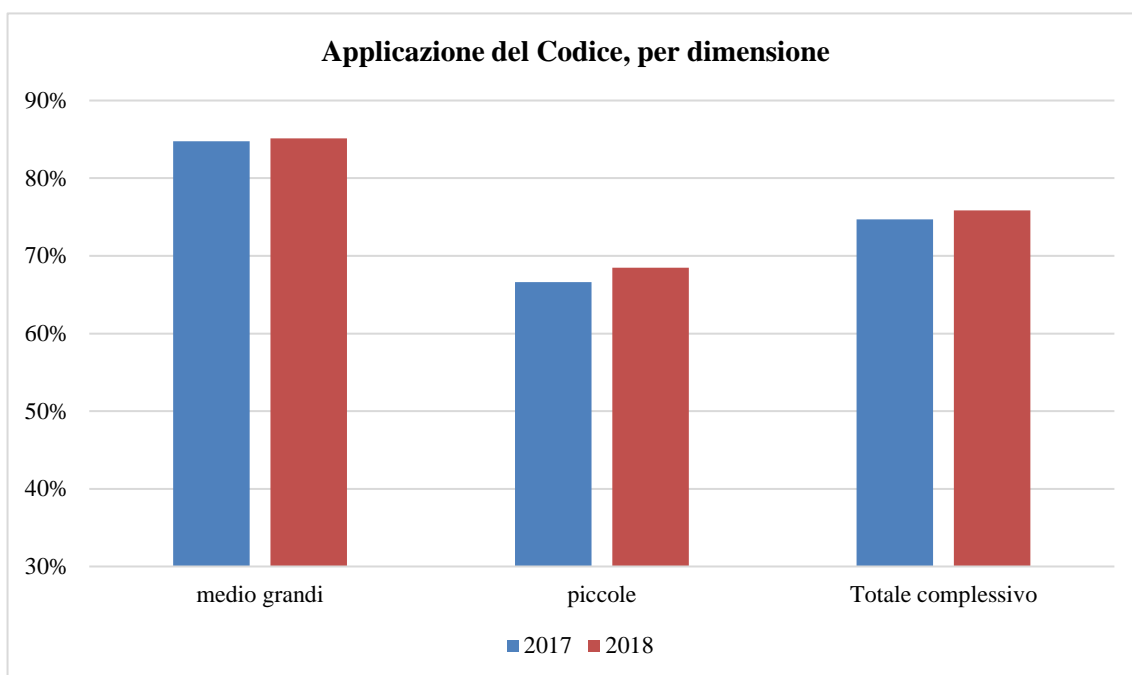
La concreta applicazione generale delle best practice raccomandate del Codice appare elevata e in lieve costante miglioramento<sup>84</sup>.

Quest'anno le società dimostrano, in media, un'applicazione pari al 76% delle raccomandazioni del Codice (rispetto al 75% del 2017).

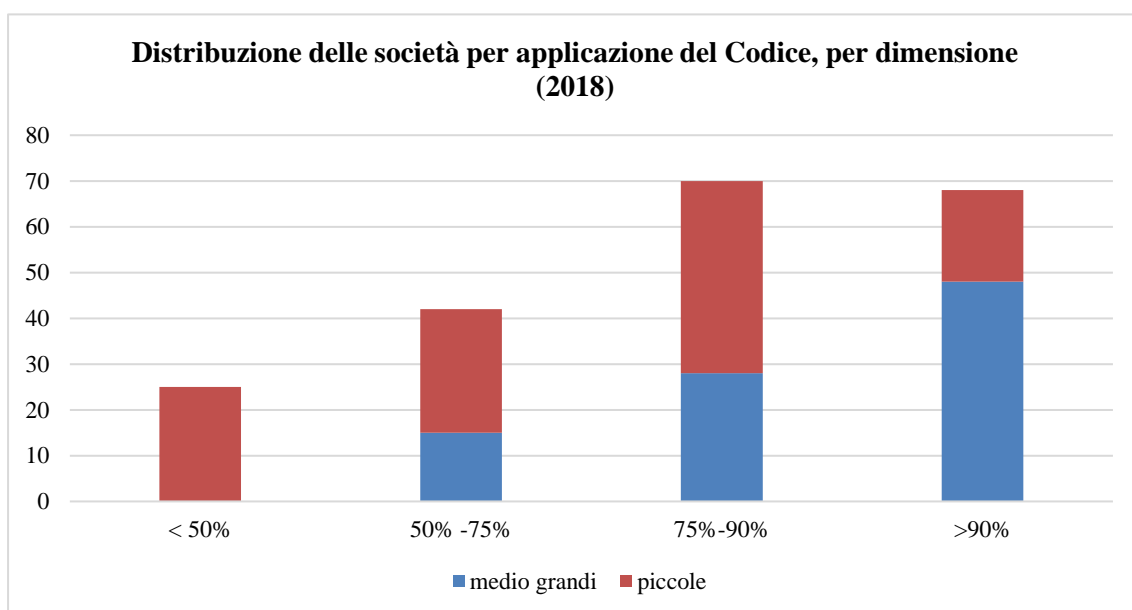
Il dato disaggregato per dimensione conferma una forte differenza tra le società medio-grandi (85%) e le società piccole (68%); rispetto all'anno precedente si evidenzia un lieve miglioramento delle società di minori dimensioni e una sostanziale stabilità del più alto livello di applicazione delle società medio-grandi<sup>85</sup>.

<sup>84</sup> Analoga valutazione è contenuta nei principali studi sulla governance delle società italiane. Cfr. TEH-Ambrosetti 2018, p. 9, che elabora un indice di qualità della governance, che però include anche elementi ulteriori rispetto a quelli coperti da Codice di Autodisciplina (ad esempio, struttura proprietaria, deviazioni dal principio one-share-one-vote, etc).

<sup>85</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018. Un trend che emerge anche alla analisi di TEH-Ambrosetti 2018, p. 9, che elabora un indice di qualità della governance, che però include anche elementi ulteriori rispetto a



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018



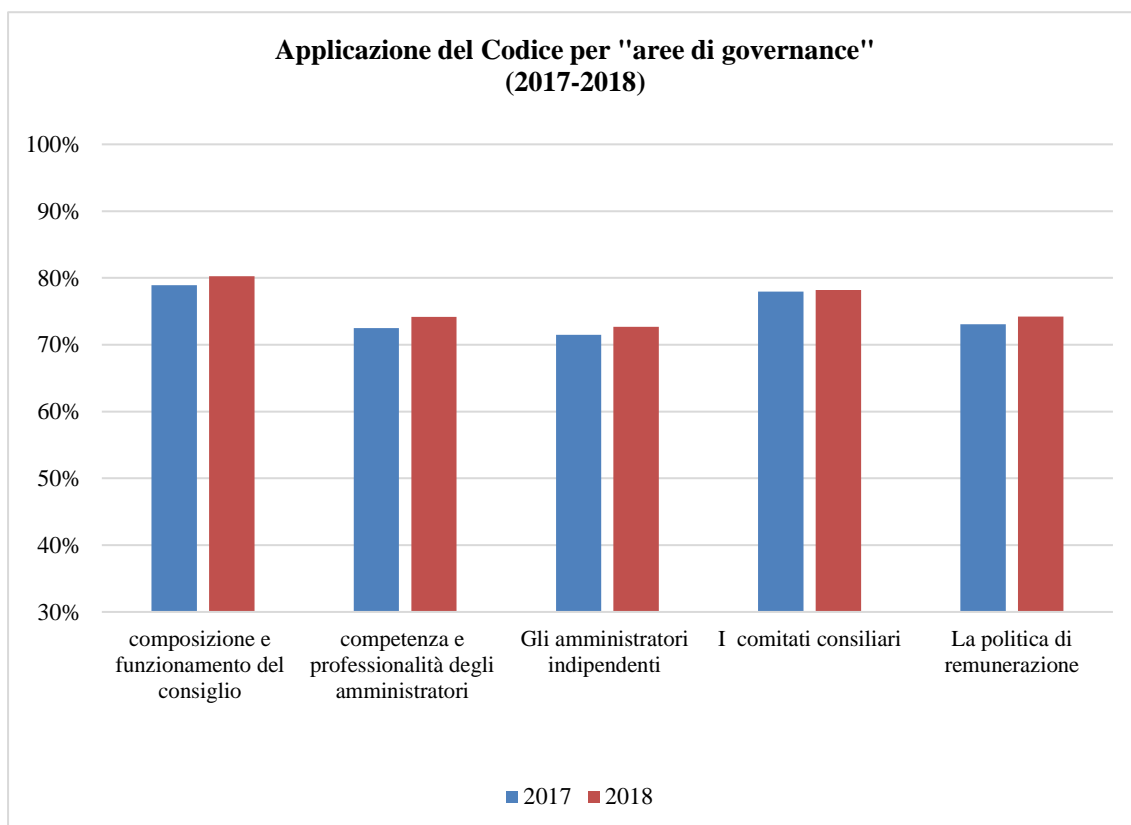
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

Considerando le diverse aree di governance su cui insistono le raccomandazioni del Codice, emergono alcune differenze significative: le best practice che trovano maggiore

---

quelli coperti da Codice di autodisciplina (ad esempio, struttura proprietaria e deviazioni dal principio one-share-one-vote).

e più diffusa applicazione attengono alla composizione formale del consiglio di amministrazione (96%) e dei comitati endo-consiliari (89%); più bassa è invece l'applicazione sostanziale delle best practice che riguardano le attività del CdA volte a migliorare la sua composizione (74%) e il suo efficace funzionamento (67%), così come anche per le politiche sulla remunerazione degli esecutivi (74%).

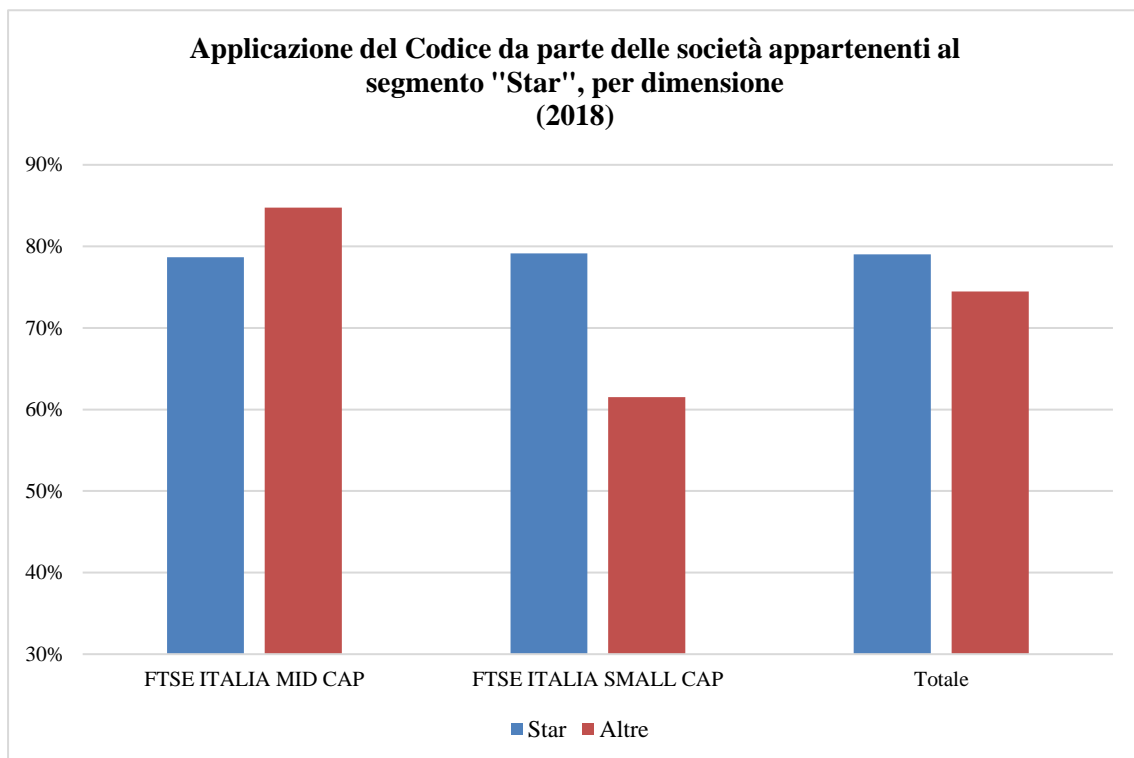


Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

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

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

Ciò è evidente se si considerano le società che appartengono al **segmento Star**<sup>86</sup> del mercato regolamentato di Borsa Italiana. Tali società, infatti, pur presentando dimensioni medio-piccole, si impegnano a mantenere un elevato livello di governance e sono, per effetto dello specifico regolamento del segmento borsistico, tenute ad applicare alcune best practice raccomandate dal Codice di autodisciplina. Il quadro di riferimento eleva le società Star a un significativo livello medio di applicazione delle principali raccomandazioni del Codice che sfiora l'80% e non appare influenzato da effetti dimensionali, mostrando un generale appiattimento su un unico – seppur elevato – livello.



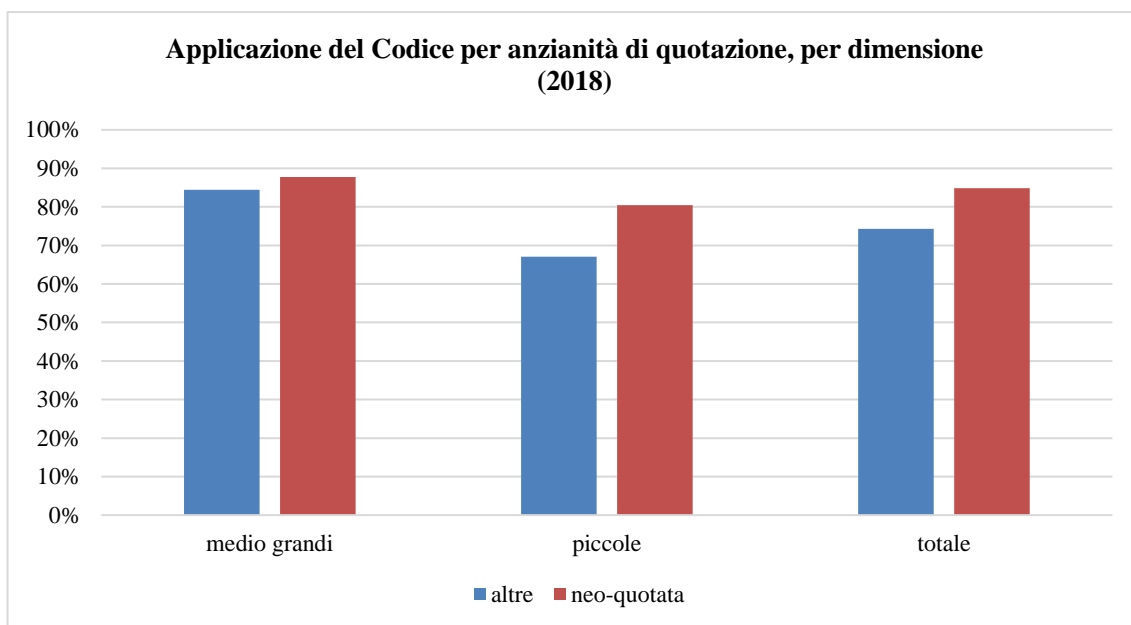
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

L' "effetto Star" influisce in parte anche sull'elevato livello di applicazione del Codice da parte delle società le cui azioni sono state ammesse a quotazione sul mercato regolamentato nel corso degli ultimi cinque anni<sup>87</sup> (definite **neo-quotate**), delle quali quasi una su due appartiene, infatti, a tale segmento.

<sup>86</sup> Il segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di trasparenza, liquidità e corporate governance.

<sup>87</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

Per le neo-quotate l'applicazione è pari all'85% rispetto a una media del 74% delle società a maggiore anzianità di quotazione, con una differenza che appare più marcata nelle società di minori dimensioni (+13%) ma comunque presente anche tra le società medio-grandi (+4%). Un effetto positivo che è frutto, inoltre, anche dell'efficace attività di *moral suasion* svolta da Borsa Italiana durante il processo di quotazione.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

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

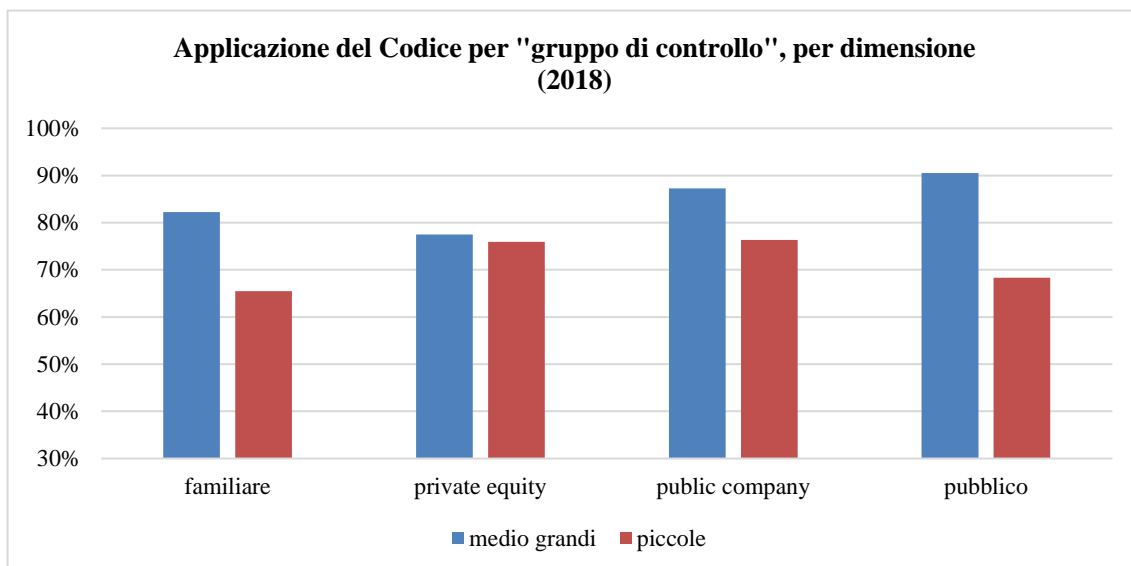
Con riferimento alle **tipologie di controllo** (famigliare, private equity, public company e società con azionista di controllo pubblico), un più elevato livello di applicazione delle best practice è riscontrabile per le società controllate da un azionista pubblico (85%), e per le public company (82%).

Al contrario, si osserva un più basso livello di applicazione del Codice da parte delle società controllate da un fondo di private equity (76%) e delle imprese a controllo famigliare (72%).

Se si considerano tali categorie anche dal punto di vista dimensionale, la differenza più marcata riguarda le società a controllo pubblico, che si collocano al livello più elevato per le società medio-grandi (90%), controllate generalmente dalle Stato centrale, e a un

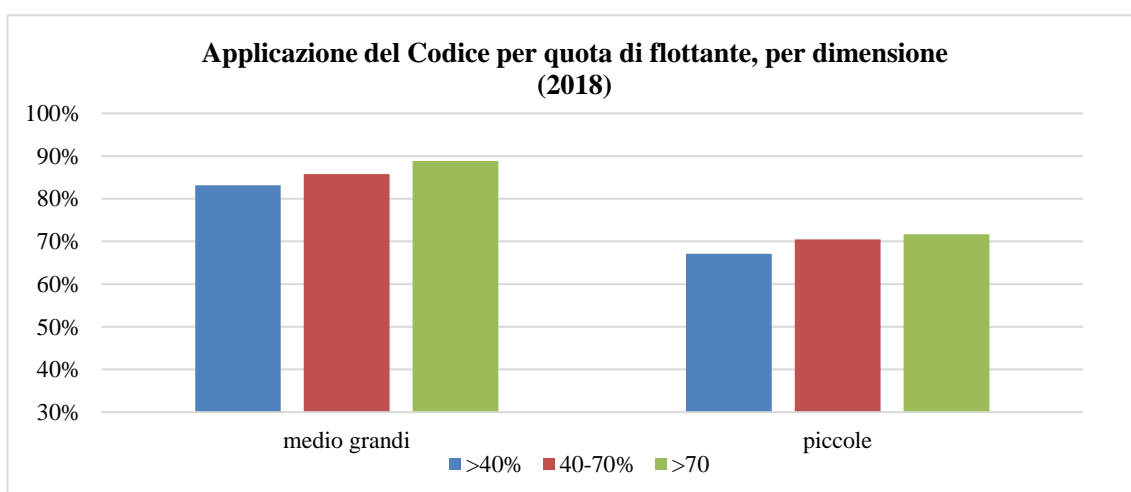
livello tra i più bassi per le società piccole, controllate generalmente da enti locali (68%).

Anche nelle imprese familiari si rileva un analogo effetto dimensionale, sebbene lievemente meno marcato (82% vs. 62%).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

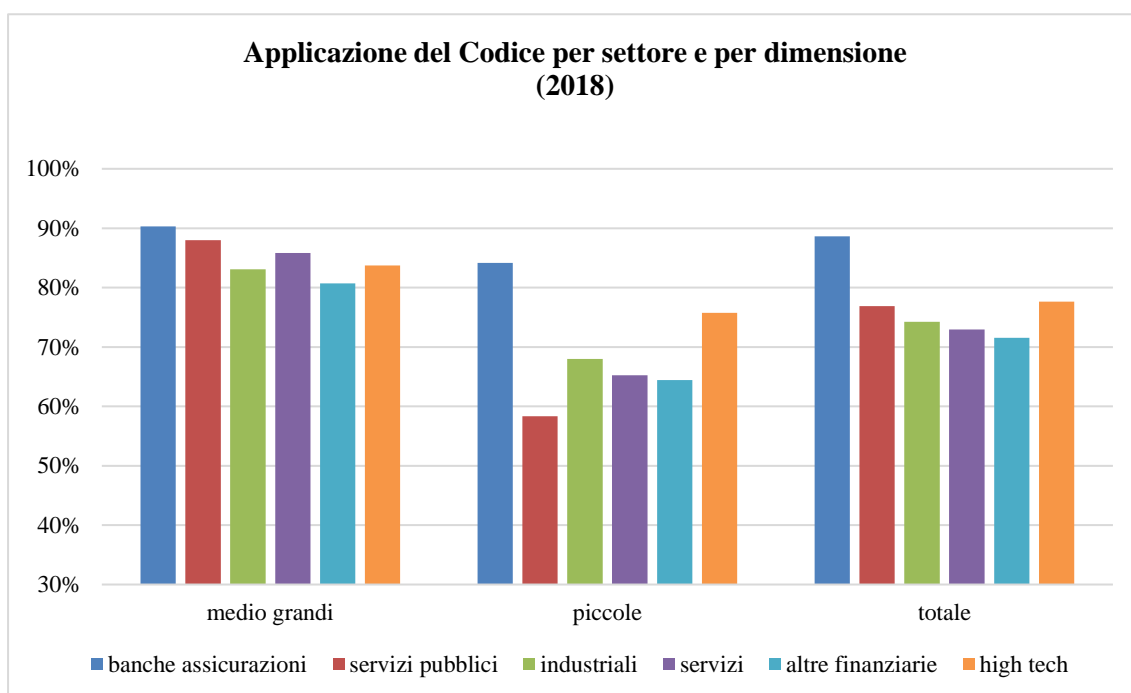
Almeno in parte indipendente dall'aspetto dimensionale sembra invece essere l'influenza della diffusione della proprietà sul livello di applicazione del Codice, come già indicato dal più elevato livello delle public company. Ciò appare evidente se si considerano tre categorie di società in ragione della diversa **quota di flottante** (<40%; 40%-70%; >70%), nelle quali l'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice aumenta con la crescita dell'apertura del capitale sociale al mercato.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018



Se si considera il settore merceologico in cui operano le società, il livello più elevato, sia per le società medio-grandi (90%) sia per le società piccole (84%), è presente nei settori soggetti alla vigilanza prudenziale, per i quali alcune delle raccomandazioni del Codice hanno un carattere obbligatorio per la normativa di settore. Tra gli altri settori, a fronte di una sostanziale omogeneità nelle società medio-grandi, emerge nelle società piccole un livello più elevato, soprattutto nel settore high tech (76%), seguito dal settore industriale (68%), tendenzialmente più aperti alle pressioni concorrenziali.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

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

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

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

Ad esito della complessiva analisi sull'applicazione del Codice, il Comitato formula alcune considerazioni (evidenziate in grassetto) al fine di incentivare le società a un migliore e più sostanziale adesione alle best practice. Le principali considerazioni del presente Rapporto contribuiscono a formare, infine, le raccomandazioni che il Comitato rivolge, mediante lettera formale del suo Presidente, a tutte le società quotate, e che sono riportate nel terzo capitolo della presente Relazione.

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

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

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

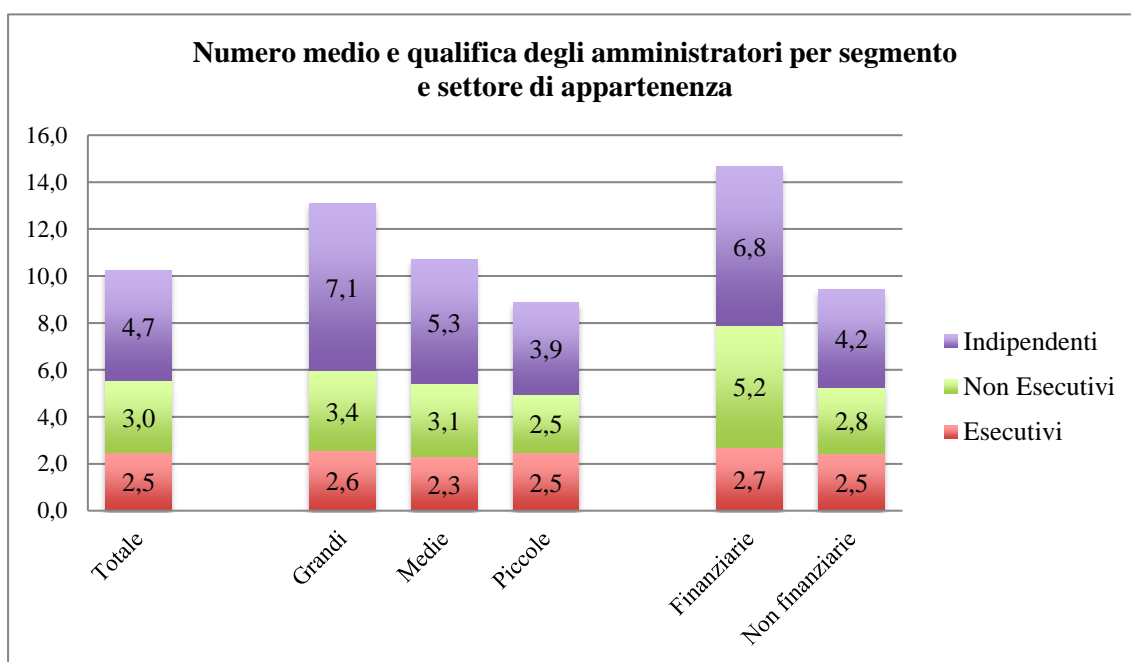
##### ***3.1.1. Adeguata composizione dell'organo amministrativo***

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

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

È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA: nel 95% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società dualistiche) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti. In circa la metà dei (rari) casi di *non-compliance*, le società non forniscono però una spiegazione del mancato allineamento con il Codice.<sup>88</sup>

In generale, l'organo amministrativo vede un'equilibrata distribuzione di consiglieri appartenenti alle categorie previste dal Codice, con sensibili variazioni in relazione alla dimensione e al settore dell'emittente. Rispetto al 2017, i dati sono sostanzialmente stabili. Con riferimento alla quota di amministratori indipendenti, si osserva una costante e progressiva crescita di questa componente consiliare, soprattutto nelle società medie e piccole<sup>89</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

<sup>88</sup> Si tratta di 5 società su 9, in aumento rispetto alle 3 su 7 del 2017 e alle 4 su 8 del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>89</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 32.

Tra le società che aderiscono al Codice, tutte dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo mentre per 182 (i.e. 89%) è stato possibile anche identificare l'amministratore che ricopre la carica di *Chief Executive Officer* (in seguito anche solo "CEO"): il dato si riferisce all'informazione fornita dall'emittente stesso nella relazione di governance, mentre in rari casi tale classificazione è stata chiaramente individuata sulla base delle deleghe attribuite all'amministratore delegato; alcune società identificano infine più CEO. La chiara ed esplicita identificazione del *Chief Executive Officer* è molto diffusa e sempre più frequente<sup>90</sup>.

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

La presenza del *lead independent director* è raccomandata, infatti, nei casi in cui la concentrazione di cariche crea maggiori necessità per individuare adeguati contrappesi negli assetti di *governance*: i) il presidente del CdA è anche il principale responsabile della gestione (*Chair-CEO*); ii) il presidente del CdA è l'azionista di controllo della società.<sup>91</sup>

Il 34% delle società che aderiscono al Codice dichiara l'esistenza di una o di entrambe le situazioni sopra indicate. La maggior parte di tali società (88% in aumento rispetto all'82% del 2017) ha proceduto all'effettiva designazione di un *lead independent director*; nei restanti casi (12%) la maggior parte delle società ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura (75% dei casi)<sup>92</sup>.

Il quadro varia secondo la dimensione delle società analizzate: il cumulo delle cariche che richiede la designazione del LID si verifica soltanto nell'12% delle FTSE Mib per poi salire al 28% nelle Mid Cap e al 44% nelle Small Cap: l'effetto dimensionale appare

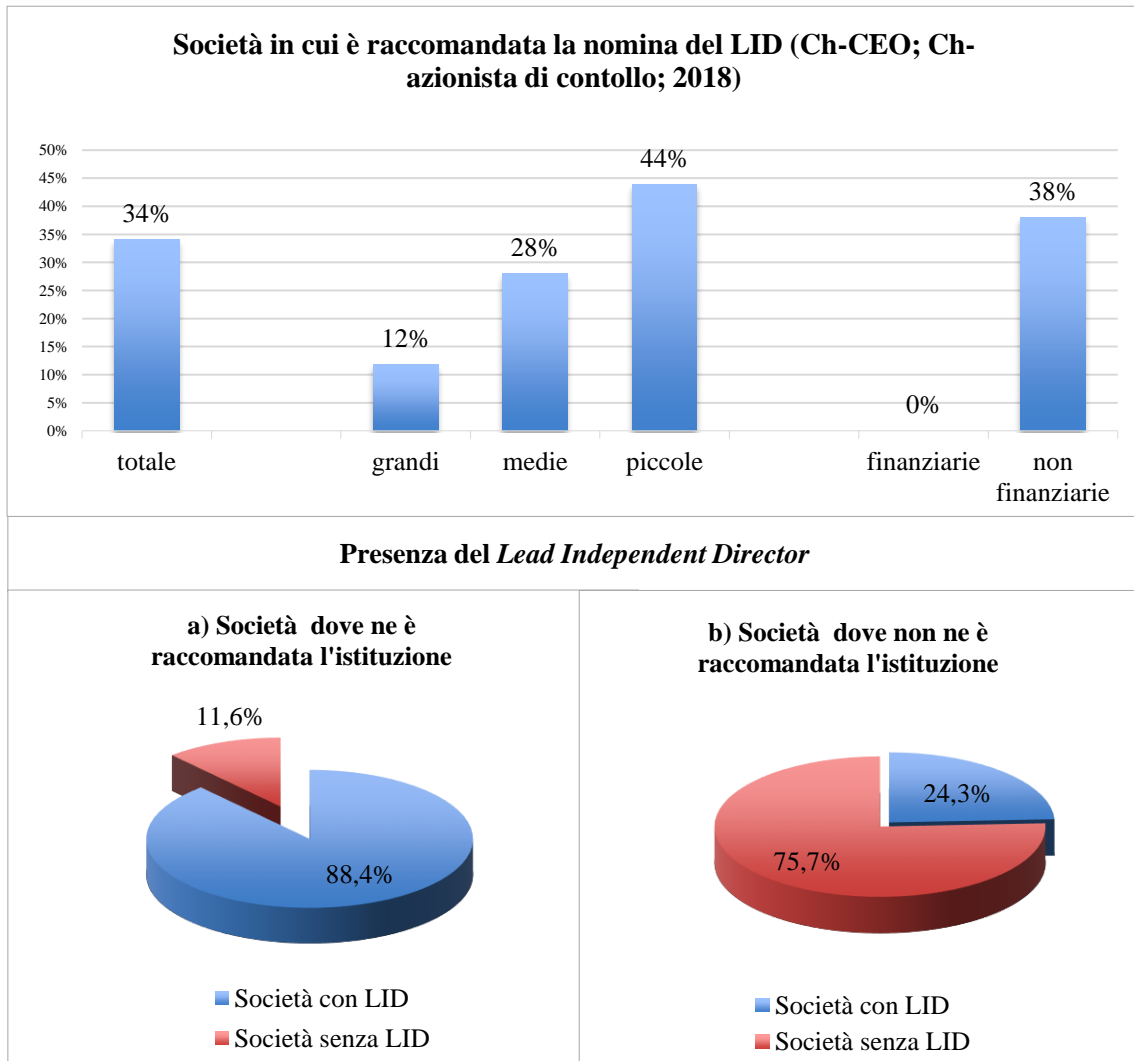
---

<sup>90</sup> In costante aumento rispetto agli anni precedenti, in cui era pari all'85% nel 2017 e all'83% nel 2016.

<sup>91</sup> Il Codice prevede una terza situazione in cui è raccomandata la nomina di un LID, limitata alle sole FTSE Mib. In tali società, la richiesta della maggioranza dei consiglieri indipendenti in tal senso rende "obbligatoria" ai sensi del Codice l'individuazione di un LID.

<sup>92</sup> Si tratta di 69 società che ricadono in una delle situazioni in cui è raccomandata la nomina del LID, di cui 61 ne hanno nominato uno. Nei restanti 8 casi, 6 società hanno fornito una spiegazione per la mancata applicazione della raccomandazione.

comunque più mitigato rispetto ai dati del 2017<sup>93</sup>. Anche il livello di compliance (i.e. nomina del LID ove raccomandato) risente, seppur in maniera meno marcata, dell'effetto dimensionale: le società grandi e medie sono sempre in linea con le raccomandazioni del Codice in merito alla nomina del LID, mentre le società di minori dimensioni registrano una compliance pari all'83%, comunque in miglioramento in rispetto al 75% del 2017<sup>94</sup>.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

<sup>93</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 33 che riporta i seguenti numeri sul cumulo delle cariche di Ch-CEO o Ch-azionista di controllo: 9% nelle FTSE Mib, 31% nelle Mid Cap e 44% nelle Small Cap.

<sup>94</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

### 3.1.2. Diversità di composizione dell'organo amministrativo

Un'adeguata composizione del consiglio di amministrazione costituisce un presupposto fondamentale per una efficace gestione dell'impresa. A tal fine, il Codice non solo raccomanda agli emittenti di applicare criteri di diversità, anche ma non solo di genere, per la composizione del consiglio, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità di tutti i suoi membri, ma ha sviluppato nel tempo numerose best practice che spingono il consiglio stesso, insieme al comitato nomine, a occuparsi di tali aspetti: l'autovalutazione, la definizione di orientamenti e/o politiche sulla sua composizione, la definizione dei piani di successione.

In attesa della prima applicazione delle raccomandazioni a luglio 2018 sulla diversità di composizione degli organi sociali, il Comitato osserva che, in seguito all'introduzione della legge n. 120 del 12 luglio 2011, volta alla promozione dell'equilibrio di genere negli organi sociali delle società quotate, si è assistito a un progressivo incremento della rappresentanza femminile nei board.

Ad esito dell'ultima stagione assembleare svoltasi nel 2018, il 36% dei consigli di amministrazione è rappresentato da consiglieri di genere femminile<sup>95</sup>, ancora in significativo aumento rispetto al 33% del 2017 e al 3% se parametrato al 2009<sup>96</sup>: un aumento che si registra tanto nelle società di maggiori dimensioni quanto nelle società di minori dimensioni.

**Tab. 1 – Female representation on boards of directors of Italian listed companies by market index**  
(end of June 2018)

	diverse-board companies <sup>1</sup>		average no. of female directors	average weight of women on boards	
	no. of companies	% market cap <sup>2</sup>		in all listed companies	in diverse-board companies <sup>1</sup>
<b>Ftse Mib</b>	34	100.0	4.6	36.9	36.9
<b>Mid Cap<sup>3</sup></b>	39	100.0	4.1	35.5	35.5
<b>Star<sup>3</sup></b>	71	99.4	3.3	35.5	36.0
<b>other</b>	82	98.9	3.1	36.3	36.7
<i>total</i>	<b>226</b>	<b>99.9</b>	<b>3.6</b>	<b>36.0</b>	<b>36.3</b>

Fonte: Consob 2018

<sup>95</sup> Cfr. Consob 2018.

<sup>96</sup> I.e. prima dell'entrata in vigore della legge n. 120/2011. Cfr. TEH-Ambrosetti 2018, p. 11.

L'aumento non ha tuttavia inciso sulla qualifica ricoperta dalle consigliere in carica: nel 68,6% dei casi si tratta di consiglieri indipendenti, mentre sono limitati i casi di donne che rivestono il ruolo di CEO o di Presidente del consiglio di amministrazione. Un dato che appare sostanzialmente stabile nel tempo<sup>97</sup>.

**Tab. 2 – Positions held by female directors in Italian listed companies**  
(end of June)

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

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director <sup>3</sup>		minority director	
	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>	no. of directors	weight <sup>2</sup>
<b>2013</b>	13	3.2	10	2.5	33	8.1	244	59.8	20	4.9
<b>2014</b>	16	3.1	16	3.1	32	6.1	333	64.0	37	7.1
<b>2015</b>	16	2.6	17	2.7	36	5.8	424	68.3	42	6.8
<b>2016</b>	17	2.5	21	3.1	40	5.8	471	68.6	49	7.1
<b>2017</b>	17	2.2	27	3.6	39	5.1	520	68.6	57	7.5
<b>2018</b>	14	1.7	25	3.1	39	4.8	581	71.8	61	7.5

Fonte: Consob 2018

Quanto agli altri aspetti di diversità, nella maggior parte dei CdA delle società quotate prevalgono figure di tipo manageriale (circa 70%). Tra le società del FTSE Mib e nelle società appartenenti al Segmento Star è piuttosto frequente la presenza di amministratori stranieri o con background professionale maturato all'estero (rispettivamente 27,5% del FTSE Mib e nel 22% dei consiglieri di società appartenenti al Segmento Star)<sup>98</sup>.

La competenza dei consiglieri non è però contraddistinta soltanto dal loro profilo professionale, dovendo essere curata e accresciuta costantemente in relazione alle evoluzioni dell'ampissimo quadro di riferimento non solo di *business*, ma anche legislativo, regolamentare e autodisciplinare.

A tal fine, il *criterio applicativo 2.C.2.* del Codice attribuisce un ruolo preminente al presidente del CdA nella cura di adeguati approfondimenti a consiglieri e sindaci, non solo di prima nomina ma anche durante l'intero mandato, auspicando, in particolare, sufficienti sessioni di approfondimento sulla gestione dei rischi. Le informazioni

<sup>97</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, p. 34.

<sup>98</sup> Cfr. TEH-Ambrosetti 2018, p. 11.

sull'attività di *induction* effettivamente svolta nel corso dell'anno dovranno essere riportate nella relazione sul governo societario.

L'80% delle società che aderiscono al Codice comunica di aver svolto l'attività di *induction* durante l'esercizio di riferimento, in aumento rispetto al 75% registrato nel 2017<sup>99</sup>; tuttavia in un terzo dei casi l'attività è limitata alle attività strettamente consiliari e non appare pertanto sufficiente ai fini degli approfondimenti raccomandati dal Codice<sup>100</sup>.

**Il Comitato sottolinea l'importanza della diversità, non solo di genere, nella composizione ottimale del consiglio. Al tal fine auspica che le società sviluppino un approccio integrato alla diversità assicurando, nel rispetto degli attuali obblighi di legge, l'obiettivo prioritario della competenza e della professionalità di ciascun consigliere.**

**Il Comitato precisa inoltre che la competenza dei consiglieri rileva sin dalla prima fase della selezione dei futuri candidati, ma deve essere curata adeguatamente anche lungo tutta la permanenza in carica, mediante adeguata e strutturata attività di *induction*.**

### **3.2. Funzionamento dell'organo amministrativo**

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

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

L'importanza di un'adeguata informativa pre-consiliare e consiliare è stata sottolineata più volte dal Comitato nei suoi precedenti Rapporti<sup>101</sup> ed è stata oggetto di specifici

---

<sup>99</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 36

<sup>100</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

<sup>101</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale 2013*, pp. 10-11, *Relazione annuale 2014*, pp. 16-17, *Relazione annuale 2017*, p. 37 ss.



interventi di revisione del Codice nel 2014, volti a sottolineare, seppur soltanto nel *commento* all'art. 1 del Codice, l'importanza del ruolo del presidente nella cura dell'adeguatezza e della completezza dell'informativa, che dovrebbe attivarsi anche nei casi in cui non sia stato possibile fornire la necessaria documentazione con congruo anticipo, assicurando adeguati e puntuali approfondimenti durante le stesse riunioni consiliari.

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

Le relazioni sul governo societario pubblicate nel 2018 contengono quasi sempre (98%) indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare.<sup>102</sup>

L'80% delle società che aderiscono al Codice ha quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo, con un progressivo e significativo aumento che riflette una crescente attenzione degli emittenti al tema dell'informativa consiliare: erano 75% nel 2017, 73% nel 2016 e al 71% nel 2015.

In continuità con i dati esaminati nei rapporti precedenti, il livello di adesione varia con riferimento alla dimensione della società: la definizione *ex ante* del preavviso che la società si prefigge di rispettare è più elevato tra le società di maggiori dimensioni (circa all'85% sia nelle grandi che nelle medie) mentre scende nelle società di minori dimensioni (circa al 70%)<sup>103</sup>.

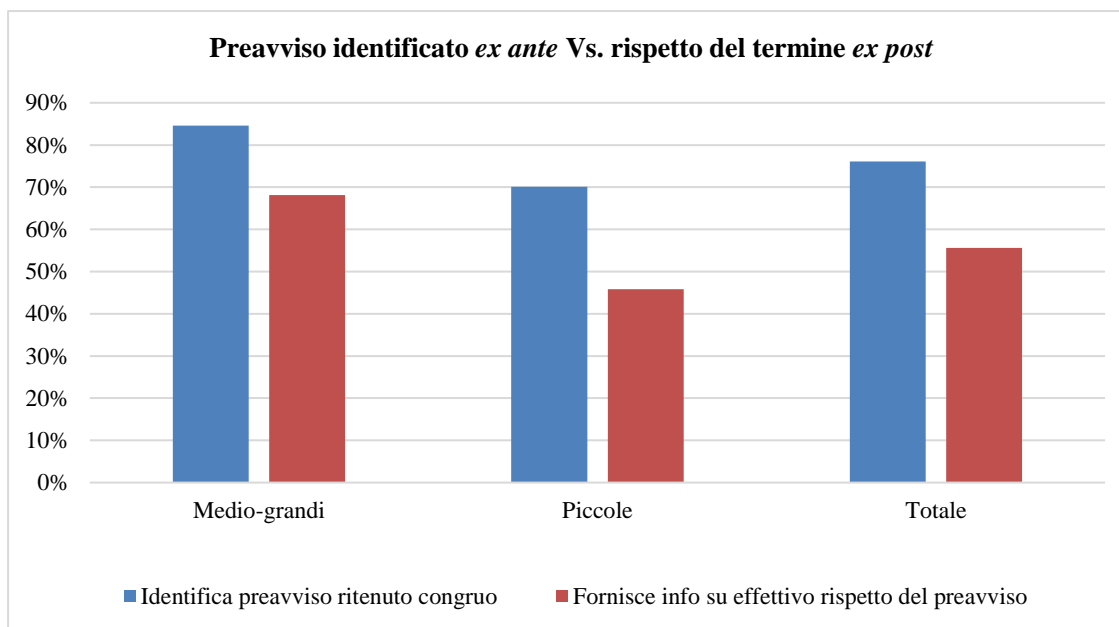
Quanto all'informativa che gli emittenti sono invitati a fornire *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso e, in particolare, sul rispetto del termine precedentemente indicato come congruo, si rileva che soltanto il 69% delle società che aderiscono al Codice e che hanno identificato numericamente il preavviso ritenuto congruo ha fornito informazioni sul suo effettivo rispetto (i.e. soltanto il 56% delle quotate che aderiscono

---

<sup>102</sup> Come nel 2017 e in leggero aumento rispetto al 97% del 2016. Quanto ai dati pubblicati nel 2017, si osserva che tali informazioni sono sempre contenute nelle relazioni delle società di grandi e medie dimensioni e quasi sempre nelle società di piccole dimensioni. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

<sup>103</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

al Codice)<sup>104</sup>. Il livello medio di *compliance* è influenzato anche dalla dimensione dell'emittente, variando dal 78% delle medio-grandi al 61% delle società di minori dimensioni (rispettivamente il 68% e il 46% di tutte le quotate che aderiscono al Codice)<sup>105</sup>.



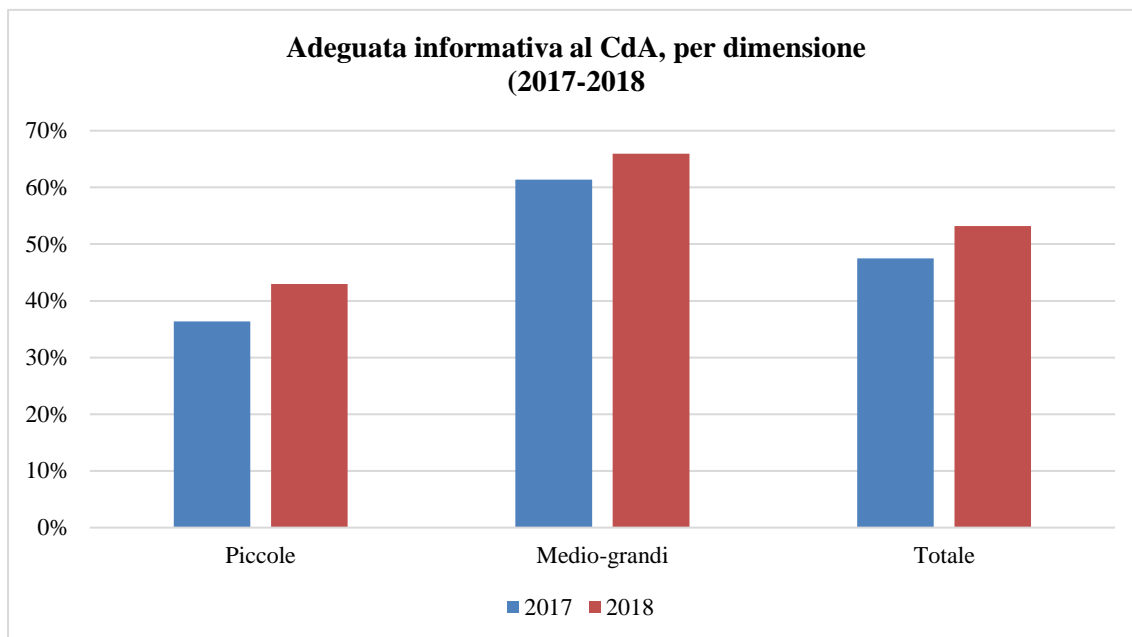
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

Complessivamente si rileva, quindi, che solo la metà delle società che aderisce al Codice presentano un profilo informativo adeguato alle aspettative del Codice, fornendo sia un'indicazione chiara sul preavviso ritenuto congruo per l'informazione ai consiglieri, sia sul suo effettivo rispetto. Tale area di miglioramento appare ancora più significativa nelle società di minori dimensioni, dove appare adeguatamente applicata soltanto con riferimento a poco più del 40% dei casi.

I dati raccolti evidenziano uno sforzo delle società medio-grandi (+5%) e, in particolare, delle società più piccole (+7%) nel migliorare la propria adesione sostanziale alle best practice raccomandate dal Codice. Ciononostante, l'attuale livello medio di applicazione delle medio-grandi (66%) e delle piccole (43%) segnala una importante criticità della governance delle società italiane che merita una migliore e più attenta considerazione da parte degli organi sociali.

<sup>104</sup> In lieve aumento rispetto al 68% del 2017 e al 65% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>105</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

Circa un terzo delle società (62) menziona, inoltre, le esigenze di riservatezza tra gli aspetti che potrebbero giustificare il mancato rispetto del termine di preavviso o, in generale, una informativa meno tempestiva dei consiglieri. Questa motivazione appare incoerente con le finalità della disciplina e delle best practice in materia e con gli obblighi di riservatezza che già gravano sui componenti degli organi sociali.

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

Nonostante il crescente livello di concreta applicazione delle principali raccomandazioni del Codice, l'adeguatezza dell'informativa pre-consiliare continua ad emergere tra le principali aree di non-compliance analizzate dal Comitato e tra le aree di miglioramento segnalate dagli stessi amministratori ad esito del processo di autovalutazione.

Il Comitato riscontra, inoltre, un frequente riferimento alle ragioni di riservatezza quali esimenti al rispetto del preavviso ritenuto congruo per l'invio della documentazione pre-consiliare e, in tali casi, osserva la frequente assenza di una gestione alternativa dei flussi informativi al consiglio per assicurarne l'adeguatezza e la tempestività. L'indicazione di generiche motivazioni di riservatezza non appare coerente con gli attuali obblighi di riserbo che sono già posti in capo a consiglieri e sindaci, né sembrano poter giustificare una riduzione delle garanzie informative verso e all'interno dell'organo amministrativo.

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

**Pertanto, il Comitato invita i Presidenti dei consigli di amministrazione a curare una adeguata gestione dell'informazione consiliare e ad assicurare che le esigenze di riservatezza siano tutelate senza compromettere l'adeguatezza e la tempestività dei flussi informativi che precedono le riunioni consiliari.**

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

Il *criterio applicativo* 1.C.6. del Codice prevede che il presidente del CdA possa chiedere, anche su indicazione di uno o più consiglieri, agli amministratori delegati la partecipazione alle riunioni consiliari dei dirigenti competenti secondo la materia, onde fornire gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno.

In occasione delle modifiche apportate al Codice a luglio 2015, il Comitato aveva sottolineato anche l'importanza di un'adeguata *disclosure* in merito nella relazione sul governo societario. Parimenti, nella Relazione 2015 il Comitato aveva evidenziato le recenti modifiche al Codice, incoraggiando le società a migliorare la qualità delle informazioni fornite nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2018 si evince che il 67% delle società che aderiscono al Codice indica che la partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio di amministrazione ha effettivamente avuto luogo.<sup>106</sup>

**Il Comitato invita gli emittenti a valorizzare la partecipazione effettiva dei dirigenti alle riunioni del consiglio che possono contribuire, nelle materie di loro competenza, all'adeguata informazione degli amministratori in sede consiliare. Le relazioni sul governo societario dovrebbero fornire adeguata informativa sul loro effettivo contributo in sede consiliare.**

---

<sup>106</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

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

#### **3.3.1. Board evaluation**

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

Le relazioni sul governo societario riportano un quadro sostanzialmente stabile nel tempo: anche quest'anno la maggior parte delle società che aderiscono al Codice (pari all'88% del totale<sup>107</sup>) ha comunicato di avere condotto l'attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione.

A differenza dell'anno scorso, il grado di adesione non appare più strettamente proporzionale alle dimensioni della società: nelle società di medie dimensioni la *compliance* è sostanzialmente completa (arrivando al 98%), più bassa - seppur elevata - invece nelle società di grandi dimensioni (91%). Rispetto al 2017 si riduce, infine, il gap delle società di minori dimensioni, che dichiarano di condurre l'autovalutazione del consiglio e dei suoi comitati nell'84% dei casi (rispetto ai 77% del 2017).<sup>108</sup>

Delle 24 società che aderiscono al Codice e non hanno effettuato l'autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, circa la metà (11 società, in aumento rispetto alle 9 del 2017) spiegano le ragioni dello scostamento dal Codice: esse sono, in alcuni casi, legate a ragioni contingenti alla recente nomina del consiglio<sup>109</sup>.

Le società che aderiscono al Codice comunicano almeno qualche elemento delle modalità di svolgimento della *board evaluation* (dal soggetto incaricato allo strumento utilizzato): si tratta dell'85% dei casi<sup>110</sup> delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation*, mentre soltanto il 17% di tali casi ha condotto anche una valutazione individuale dei singoli componenti.<sup>111</sup> In questo caso il livello di *compliance*, seppur

---

<sup>107</sup> In aumento rispetto all'84% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

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

<sup>109</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>110</sup> In lieve aumento rispetto all'84% del 2017 e 81% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>111</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

generalmente elevato, risulta proporzionalmente legato alle dimensioni della società: seppur non tutte le società di maggiori dimensioni dichiarino di condurre la *board review*, tutte quelle che lo fanno forniscono anche informazioni in merito alle modalità con cui viene condotta. La percentuale si abbassa – rimanendo comunque molto elevata – nelle società di medie dimensioni (91%) e soprattutto nelle società più piccole (76%). Il dato appare sostanzialmente stabile nel tempo.<sup>112</sup>

La valutazione dei singoli consiglieri è stata condotta in un numero molto limitato di società quotate, tendenzialmente maggiori e medie dimensioni<sup>113</sup>. Da una analisi approfondita delle prime 25 società quotate in termini di capitalizzazione, risulta che soltanto l'8% di queste ha adottato un metodo di valutazione individuale del consigliere, mentre in quasi metà dei casi esse hanno condotto almeno la valutazione del presidente del CdA<sup>114</sup>; sono rari i casi di valutazione individuale del CEO<sup>115</sup>.

Nella maggior parte dei casi (67%) le società dichiarano che di aver condotto l'autovalutazione mediante l'uso di questionari, mentre soltanto un numero più ridotto di società ha adottato lo strumento dell'intervista (25%). Talvolta i due strumenti sono utilizzati cumulativamente (19%): tale prassi è tendenzialmente preferita dalle società a più elevata capitalizzazione ed è tendenzialmente legata alla presenza di un consulente esterno<sup>116</sup>

Soltanto il 67% delle società che dichiarano di aver condotto la *board evaluation* fornisce anche informazioni in merito al soggetto incaricato della relativa attività. In questi casi, nei due terzi dei casi tale attività è affidata a uno o più soggetti interni alla società (il 40% indica un comitato consiliare, il 12% il Presidente, il 16% uno o più amministratori indipendenti, il 26% una o più funzioni interne, come, ad esempio, quella di “affari societari”); in quasi la metà dei casi le società hanno coinvolto anche un consulente esterno. Si osserva, in particolare, un significativo numero di società che ha affidato la *board review* esclusivamente al consulente esterno (26%) o soltanto a una

---

<sup>112</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 42.

<sup>113</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>114</sup> Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 11, ove la valutazione del presidente appare comunque legata al fattore settoriale bancario, dove tale valutazione è richiesta dalla Banca d'Italia.

<sup>115</sup> Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 11.

<sup>116</sup> Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 13, dove si riporta come una prassi del consulente che utilizza entrambi gli strumenti anche il preventivo coinvolgimento del presidente del CdA o del LID.

funzione interna (11%), non comunica se e in che modo il consiglio o una sua componente sovrintenda il processo<sup>117</sup>.

Il Codice raccomanda, in caso di coinvolgimento di un consulente esterno, che siano fornite le informazioni relative alla sua identificazione e, soprattutto, sugli altri servizi prestati dallo stesso. La maggior parte delle società che aderiscono al Codice e che hanno affidato la *board review* a un consulente esterno ha fornito informazioni sulla sua identità (91%), mentre soltanto il 57% ha indicato l'eventuale prestazione (o l'assenza) di altri servizi da parte del consulente<sup>118</sup>.

Nel 2017 il Comitato<sup>119</sup> aveva auspicato che l'autovalutazione fosse estesa all'esame dell'efficace funzionamento del board, comprendendo, a tal fine, sia l'approvazione di piani strategici sia il monitoraggio sull'andamento della gestione e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Nelle società a maggiore capitalizzazione si osserva una crescente tendenza a includere tali temi nella *board review*: ciò accade nel 71% delle prime 25 società in termini di capitalizzazione (rispetto al 67% dell'anno precedente). Ciononostante, emerge ancora un gap delle più grandi società quotate italiane rispetto alle prime 25 società quotate nel Regno Unito, dove tale ambito è trattato quasi sempre in sede di autovalutazione (96%)<sup>120</sup>.

**Il Comitato osserva l'elevato numero di consigli che conducono la propria valutazione e quella dei loro comitati, ma riscontra il permanere di aree di scarsa trasparenza sulle modalità con le quali essa è condotta. In particolare, un terzo delle società che conduce tale attività non fornisce informazioni in merito al soggetto incaricato o non indica lo strumento utilizzato per tale attività.**

**Il Comitato inoltre auspica che gli emittenti, soprattutto quelli di maggiori dimensioni, assicurino che almeno una componente consiliare sovrintenda il processo di board review e che siano adottate modalità che valorizzino il contributo individuale di ciascun consigliere.**

---

<sup>117</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>118</sup> Quest'ultimo dato appare in calo rispetto all'anno scorso. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>119</sup> Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017, p. 45.

<sup>120</sup> Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 12.

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

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

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

L'espressione di tali orientamenti è riscontrabile nella metà delle società che hanno operato il rinnovo nel 2018.<sup>121</sup> Il livello di adesione in merito agli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale risulta ancora basso, seppur in significativo miglioramento rispetto all'anno precedente, quando era espresso soltanto da un terzo delle società nel 2017 e di un quarto nel 2016.

Un'analisi approfondita del dato fornisce, inoltre, una chiara distinzione tra società di maggiori e minori dimensioni: nelle società grandi la *compliance* è decisamente più elevata (90%) rispetto a quella delle medie (62%) e soprattutto alle società di piccole dimensioni (44%). Ciononostante, il miglioramento è stato significativo in generale e particolarmente marcato anche soprattutto nelle società di minori dimensioni.<sup>122</sup>

**Il Comitato osserva un miglioramento nel numero delle società che offrono informazioni sugli orientamenti del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale. Al contempo, l'adesione sostanziale a tale raccomandazione è suscettibile di miglioramento con riferimento alla individuazione delle professionalità e delle competenze necessarie in seno al consiglio di amministrazione, tasselli fondamentali per assicurare una gestione efficace e competente dell'impresa.**

**Il Comitato raccomanda a chi presenta le liste per il rinnovo dell'organo amministrativo di dar conto come la selezione dei candidati abbia dato seguito agli**

---

<sup>121</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

<sup>122</sup> Nel 2017 le percentuali delle società soggette a rinnovo che fornivano informazioni sugli orientamenti del board uscente erano rispettivamente il 60% delle grandi, il 33% delle medie e soltanto il 17% delle società di minori dimensioni.



**orientamenti e alle politiche espressi dal consiglio uscente sulla sua composizione ottimale.**

### *3.3.3. Piani di successione*

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

Dalle relazioni sul governo societario risulta che 181 società<sup>123</sup> hanno valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, mentre soltanto 43 dichiarano l'esistenza di uno o più piani.

La previsione di un piano di successione è fortemente condizionata dalle dimensioni della società ed è più frequente soltanto in quelle a più elevata capitalizzazione<sup>124</sup>: ciò avviene nel 68% delle società di grandi dimensioni a fronte del 14% nelle medie e al 10% nelle piccole. L'effetto dimensionale ha un peso significativo, quasi pari a quello settoriale, le società soggette alla vigilanza prudenziale sono sostanzialmente obbligate ad adottare un piano: in tali casi un piano è previsto dal 73% delle società finanziarie<sup>125</sup>.

**Benché non espressamente raccomandato dal Codice, il Comitato ricorda agli emittenti l'importanza di adottare adeguate e formalizzate procedure per la successione degli amministratori esecutivi, valorizzando il contributo del comitato per le nomine, al fine di segnalare al mercato l'impegno a garantire la stabilità della gestione.**

### *3.4. Amministratori indipendenti*

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

---

<sup>123</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>124</sup> Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 18, che riporta come delle 25 società quotate italiane a maggiore capitalizzazione, quasi l'80% prevede un piano di successione per gli esecutivi.

<sup>125</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

Al fine di agevolare gli emittenti nella definizione del numero di indipendenti da considerarsi adeguato, il Codice esplicita per quelli appartenenti all'indice FTSE Mib<sup>126</sup> la necessaria presenza di almeno un terzo di amministratori indipendenti (con arrotondamento all'unità inferiore), precisando che in tutti gli altri casi essi non possono essere meno di due.

Le informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario presentano un elevato e stabile allineamento delle società quotate con le raccomandazioni del Codice: a fine 2017 quasi tutte le società FTSE Mib avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti<sup>127</sup>; il 96% delle società che aderiscono al Codice è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti<sup>128</sup>.

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

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

#### 3.4.1. Applicazione dei criteri di indipendenza

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

---

<sup>126</sup> Si ricorda che il regime transitorio fissato dal *principio guida* IX del Codice differiva l'operatività della raccomandazione rivolta alle FTSE Mib a decorrere dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione successivo alla fine dell'esercizio che inizia nel 2012; il regime transitorio si è dunque esaurito soltanto con i rinnovi degli organi amministrativi avvenuti nel 2015, le cui informazioni sono state fornite nelle relazioni pubblicate nel 2016.

<sup>127</sup> Tra le FTSE Mib che aderiscono al Codice, 32 società su 34, pari al 94% del totale. Le società *non compliant*, che hanno comunque un numero adeguato di amministratori considerati indipendenti ai sensi del Tuf, forniscono una spiegazione del mancato allineamento con il Codice. Una di queste ha in seguito adottato il Codice nel corso del 2018 e adeguato la relativa composizione del consiglio di amministrazione. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli.

<sup>128</sup> Si tratta di 196 società sulle 205 che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli; TEH-Ambrosetti 2018, p. 11 che segnala soprattutto un miglioramento delle società del FTSE Mib, ma evidenzia differenze rilevanti tra settori di appartenenza.

La *disapplicazione* di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è piuttosto rara (circa il 7% delle società).<sup>129</sup> Il criterio disapplicato più frequentemente è quello relativo alla durata in carica ultra-novennale (3.C.1., lett. e), cui si aggiungono talvolta uno o più altri criteri. La disapplicazione del criterio della ultra-novennalità è sempre motivata dalle società che aderiscono al Codice. Le ragioni della disapplicazione sono generalmente ricondotte all'opportunità di privilegiare le competenze acquisite nel tempo o di non applicare il criterio in modo automatico.

Alcune società non hanno disapplicato, invece, i criteri del Codice, ma hanno *valutato*, nel caso concreto, l'indipendenza del singolo amministratore, *in virtù del principio della "prevalenza della sostanza sulla forma"* (sancito dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice; tale applicazione sarà in seguito indicata come "applicazione sostanzialista"); si tratta di 37 società (18% delle società che aderiscono al Codice) che hanno valutato positivamente l'indipendenza di uno o più consiglieri nonostante la sussistenza formale di una delle condizioni sintomatiche individuate dal Codice. Quasi tutte<sup>130</sup> forniscono una giustificazione elaborata con riferimento al caso concreto, riportando informazioni specifiche in relazione a singoli amministratori (e/o sindaci) interessati.<sup>131</sup>

Complessivamente quindi circa un quarto delle società quotate disapplica uno o più criteri in via generale o ha valutato l'indipendenza in maniera sostanziale pur in presenza di indici di non indipendenza: il dato appare in lieve peggioramento rispetto al 2017<sup>132</sup>.

Più elevato è però il numero di società con amministratori indipendenti che appaiono ricadere in una o più situazioni che potrebbero pregiudicarla (cosiddetti "*indipendenti a rischio*"), in ragione della loro assunzione di cariche di vertice, della permanenza in

---

<sup>129</sup> Si tratta di 15 società che hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

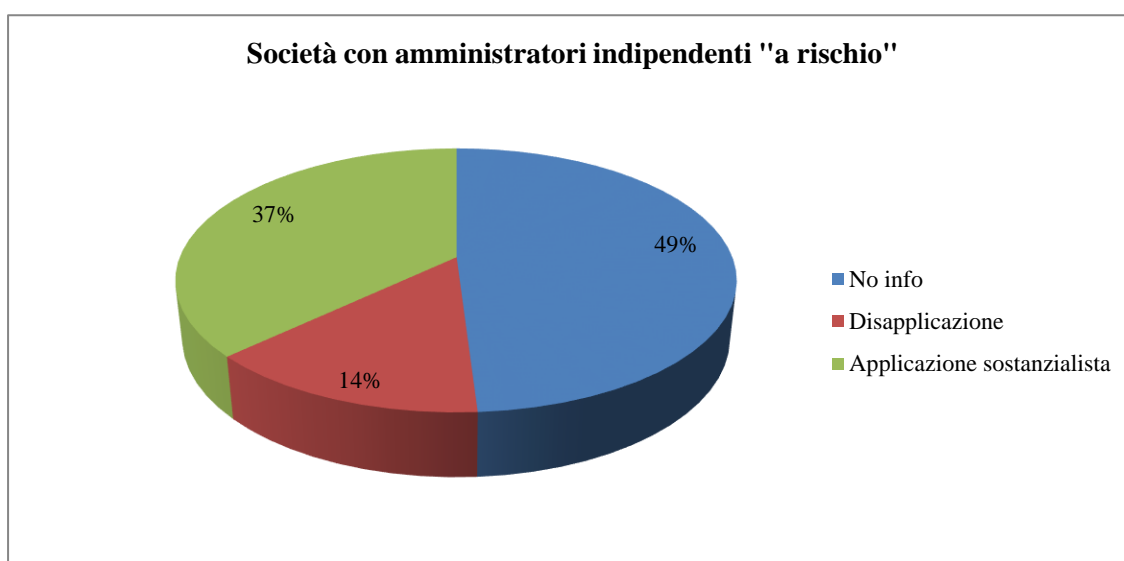
<sup>130</sup> Si tratta di 36 società su 37, pari al 97% delle società che aderiscono al Codice (rispetto al 100% nel 2016, 97% nel 2015 e l'85% nel 2014).

<sup>131</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>132</sup> Una sola società comunica di aver sia disapplicato sia applicato in modo sostanzialista diversi criteri di indipendenza. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

carica oltre i nove anni (negli ultimi dodici) raccomandati dal Codice e della remunerazione particolarmente elevata<sup>133</sup>.

Tali situazioni a rischio sono state riscontrate con riferimento a 123 consiglieri indipendenti che siedono in 84 società quotate che aderiscono al Codice (pari al 42% del totale). Seppur il numero degli amministratori indipendenti “a rischio” appare in lieve calo (erano 133 nel 2017), il numero delle società che presentano almeno un consigliere con tale anomalia è sostanzialmente stabile (erano 87 nel 2017).



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

Analizzando le informazioni fornite sul punto nelle relazioni sul governo societario, si osserva che in metà dei casi (49%) le società non forniscono alcuna spiegazione per la sussistenza delle situazioni di “rischio”, mentre nei restanti casi ne dichiarano rispettivamente la disapplicazione (14%) o l’applicazione sostanzialista (37% di applicazione del criterio “con prevalenza della sostanza sulla forma”).

In un numero limitato di società le situazioni a rischio riguardano più di un consigliere, con il risultato che tali anomalie possono talvolta pesare anche su una parte significativa della componente indipendente. Gli indipendenti “a rischio” pesano in media il 35% della componente indipendente dei relativi consigli di amministrazione; peso che sale quasi alla metà (48%) della componente indipendente nei casi in cui la società abbiamo

---

<sup>133</sup> Con riferimento a quest’ultima, il Comitato segue il criterio quantitativo adottato da Assonime che considera elevata la remunerazione dell’indipendente che supera il doppio della remunerazione complessiva percepita dagli altri non esecutivi della società di riferimento.

due o più indipendenti a rischio con un conseguente effetto negativo su tutti gli istituti che attribuiscono un ruolo particolare a tale categoria di amministratori (a partire dai comitati endoconsiliari).

Le citate criticità non sembrano influenzate dall'effetto dimensionale delle società analizzate: gli indipendenti "a rischio" sono presenti nel 40% delle società medio-grandi e nel 40% delle società di piccole dimensioni. Allo stesso modo, anche l'assenza di una spiegazione dei casi di disapplicazione è equamente ripartita tra i due gruppi: circa il 49% delle società medio grandi e il 48% delle società di piccole dimensioni non fornisce alcuna spiegazione in merito alle anomalie riscontrate.

**Considerato il rilievo degli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare, il Comitato ritiene che tanto la disapplicazione quanto l'applicazione sostanzialista dei criteri di indipendenza dovrebbero rappresentare limitate eccezioni, e soprattutto essere oggetto di una chiara e adeguata spiegazione. Qualsiasi scostamento dagli indici di non indipendenza raccomandati dal Codice dovrebbe essere adeguatamente approfondito e spiegato con riferimento al singolo consigliere ed essere oggetto di adeguata informativa nella relazione sul governo societario.**

#### *3.4.2. Riunioni degli amministratori indipendenti*

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

Dalle relazioni pubblicate nel 2018, risulta che il 73% delle società che hanno almeno due amministratori indipendenti riferisce l'avvenuta riunione di soli amministratori indipendenti; il dato appare in aumento rispetto al 68% del 2017 e, soprattutto, al 59% del 2016<sup>134</sup>. Il livello di *compliance* varia con riferimento alla dimensione degli emittenti: la percentuale sale all'80% nelle società di medie dimensioni, per scendere gradualmente al 78% delle società di maggiori dimensioni e al 71% delle piccole; i dati sono sostanzialmente stabili nel tempo, salvo un significativo miglioramento delle società di medie dimensioni. L'applicazione della raccomandazione del Codice risulta

---

<sup>134</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

inoltre più frequente nelle società che hanno designato un LID, nelle quali gli amministratori indipendenti si sono riuniti in separata sede nell'81% dei casi (rispetto al 66% delle società in cui non è stato nominato un LID)<sup>135</sup>.

Nei casi di *non-compliance*, poco più della metà delle società fornisce una spiegazione come raccomandato dal Codice; anche in questo caso la *disclosure* delle informazioni aumenta notevolmente nelle società di maggiori dimensioni<sup>136</sup>.

### **3.5. Comitati consiliari**

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

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

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

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

---

<sup>135</sup> I dati segnano comunque un miglioramento complessivo dell'adesione alla raccomandazione del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>136</sup> La spiegazione è fornita dal 57% di tutte le società che aderiscono al Codice e non hanno avuto riunioni di indipendenti. Quanto all'effetto dimensione, la percentuale varia dal 61% delle società medie e grandi al 48% delle società più piccole. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

Il comitato per le nomine è stato costituito nel 62% delle società che aderiscono al Codice<sup>137</sup> ed è frequentemente (66% dei casi)<sup>138</sup> unificato con il comitato per le remunerazioni.<sup>139</sup>

Il dato appare sostanzialmente stabile nel tempo e legato alla dimensione della società: le società di maggiori dimensioni istituiscono molto più frequentemente un comitato per le nomine (85%) rispetto alle medie (70%) e alle piccole (50%).

Le società di maggiori dimensioni attribuiscono maggiore autonomia e poteri al comitato per le nomine: esso appare unificato con il comitato per le remunerazioni<sup>140</sup> soltanto in un terzo dei casi delle società grandi, mentre ciò avviene in tre quarti dei casi nelle società di dimensioni medie e piccole.<sup>141</sup> Soltanto una parte molto ridotta delle società che ha deciso di unificare il comitato per le nomine con altro comitato consiliare fornisce però anche una chiara informazione sulle attività svolte in qualità delle competenze tipiche dell'uno e dell'altro (14%); ciò accade prevalentemente nelle società medio-grandi<sup>142</sup>.

Al contrario la competenza delle attività attribuite *ex ante* al comitato unificato appare piuttosto frequente<sup>143</sup>. Con riferimento alle società di maggiori dimensioni<sup>144</sup>, il comitato nomine risulta spesso incaricato di svolgere un'attività consultiva ai fini della cooptazione di singoli candidati o di valutazione delle qualità professionali necessarie all'interno del consiglio di amministrazione, mentre in poco più della metà dei casi gli è

---

<sup>137</sup> Si tratta di 128 società su un totale di 205, in lieve aumento rispetto al 59% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>138</sup> Si tratta di 84 casi, anche essi in lieve aumento rispetto al 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018 e Comitato per la Corporate Governance 2017.

<sup>139</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018, cit., Tab. 17.

<sup>140</sup> Nella maggior parte dei casi in cui il comitato nomine appare unificato con altro comitato consiliare, si tratta del comitato per le remunerazioni. In alcuni limitati casi delle società a maggiore capitalizzazione gli sono state affidate anche le funzioni di "corporate governance" o di "sostenibilità". Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 24.

<sup>141</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>142</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>143</sup> Quasi tutti i comitati nomine unificati con il comitato per la remunerazione forniscono *ex ante* una informativa generale sulle competenze del comitato unificato. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>144</sup> Più precisamente alle 25 società a maggiore capitalizzazione. Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 24.

attribuita una esplicita attività istruttoria con riferimento all'espressione degli orientamenti del CdA uscente agli azionisti. In alcuni casi il comitato nomine delle più grandi società quotate è incaricato, inoltre, di supervisionare le politiche che il consiglio adotta in materia di corporate governance; tale prassi appare piuttosto diffusa tra le più grandi società quotate nel Regno Unito<sup>145</sup>.

Quasi tutte le società che aderiscono al Codice e non hanno costituito il comitato per le nomine forniscono la *disclosure* delle ragioni di tale scelta (97%)<sup>146</sup>.

La giustificazione fornita fa frequentemente riferimento alle disposizioni di legge e, in particolare, al sistema del “voto di lista”; in alcuni casi è stato fatto riferimento al ruolo propositivo svolto dall'azionista di riferimento o più genericamente alla struttura dell'azionariato. Altre società hanno fatto riferimento alla facoltà di non costituire il comitato in presenza di determinate condizioni, offerta dal *criterio applicativo* 4.C.2., attribuendo le sue funzioni al *plenum* del consiglio. Nei 44 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 (93% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti)<sup>147</sup>.

Il Comitato ha analizzato, infine, la correlazione tra la piena adesione alla raccomandazione di istituire un comitato per le nomine e il generale grado di compliance registrato dalle società rispetto alle principali raccomandazioni del Codice.

Ne emerge che le società con un comitato per le nomine autonome presentano un più elevato grado di compliance con il Codice, che è destinato ad affievolirsi gradualmente in ragione della minore efficacia del comitato nomine (quando unificato con altri comitati) e, soprattutto, in caso di mancata istituzione dello stesso.

Ciò adduce ancora maggiore sostegno alle considerazioni svolte dal Comitato per la Corporate Governance che ha più volte valorizzato tale istituto anche a dispetto della disciplina sulle nomine sociali e agli assetti proprietari degli emittenti.

---

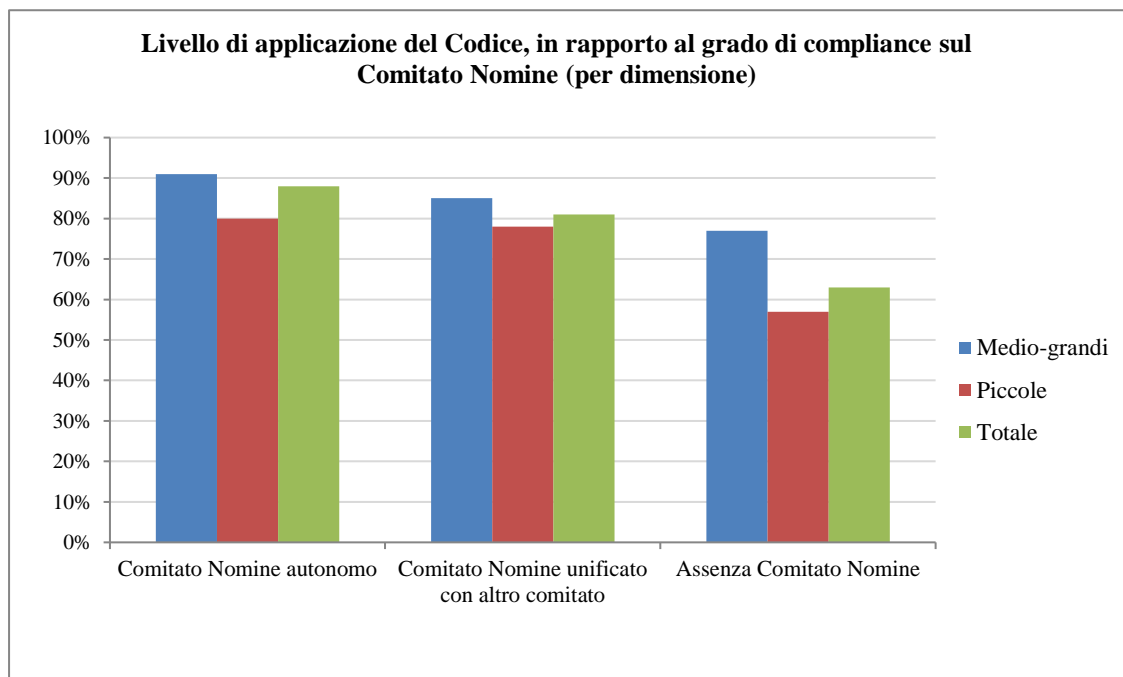
<sup>145</sup> Cfr. Crisci&Partners 2018, p. 24: ciò accade nel 23% delle prime 25 società quotate italiane (in termini di capitalizzazione) rispetto al 64% di quelle quotate nel Regno Unito.

<sup>146</sup> Costante rispetto al 97% del 2017 e in lieve aumento rispetto al 95% del 2016. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>147</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.



Il comitato per le nomine, infatti, sia in ragione delle sue funzioni tipiche previste dal Codice di autodisciplina, sia in ragione della naturale tendenza ad attrarre compiti ulteriori in materia di corporate governance, appare l'organo istruttorio interno al consiglio ideale per sviluppare le best practice che attengono all'autovalutazione, alla definizione della sua composizione ottimale e alla definizione di procedure da seguire in caso di successione (naturale o anticipata) degli esecutivi, che attengono alla buona governance di qualsiasi impresa quotata.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

**Il Comitato osserva il costante e basso livello di adesione alla raccomandazione sull'istituzione di un comitato per le nomine, chiamato a svolgere un'importante funzione consultiva e di supporto al consiglio di amministrazione, anche a prescindere dalle caratteristiche dell'impresa e della sua struttura proprietaria. Persiste, inoltre, la scarsa trasparenza informativa sull'attività svolta dal comitato per le nomine, quando unificato con altro comitato consiliare.**

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

### 3.5.2. Comitato per le remunerazioni

Il comitato per le remunerazioni è stato costituito da quasi 94% delle società che aderiscono al Codice (193 su 205)<sup>148</sup>.

Tutte le 12 società che non l'hanno istituito e che aderiscono al Codice hanno fornito una giustificazione della mancata costituzione (l'adesione totale è stata raggiunta già nel 2017 e nel 2016, mentre nel 2015 era circa dell'87%).<sup>149</sup> La spiegazione fornita fa spesso riferimento alle dimensioni della società e alle esigenze di semplificazione degli assetti organizzativi.

Il comitato per le remunerazioni è quasi sempre un comitato autonomo, quindi non unificato con altri comitati. Nei rari casi di unificazione (6) i comitati concentrano in sé tutti i compiti che il codice affida ai tre comitati raccomandati (nomine, remunerazioni e, controllo e rischi)<sup>150</sup> la sua composizione è quasi sempre in linea con le raccomandazioni del Codice<sup>151</sup>. Nelle 12 società che aderiscono al Codice e che presentano un comitato con composizione *non-compliant* con quella raccomandata, tutte hanno fornito una spiegazione<sup>152</sup>.

### 3.5.3. Comitato controllo e rischi

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla maggior parte delle società quotate italiane: si tratta del 98% di tutte le società che aderiscono al Codice (201 su 205).<sup>153</sup>

Le poche società che non hanno istituito il comitato e che aderiscono al Codice hanno sempre fornito una spiegazione della disapplicazione (così come nel 2016 e nel 2015). Anche in questo caso la spiegazione fornita fa spesso riferimento alle limitate dimensioni della società, alle esigenze di semplificazione dell'assetto organizzativo

---

<sup>148</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018, cit., Tab. 19.

<sup>149</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>150</sup> Non sono a tal fine considerati i casi di unificazione con il solo comitato per le nomine: tale fenomeno è stato rilevato e analizzato con riferimento a quest'ultimo.

<sup>151</sup> Si tratta del 91% delle società che aderiscono al Codice, in aumento rispetto all'89% del 2017, al 90% del 2016 e all'87% del 2015. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>152</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>153</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018. Dato che segna una continuità con gli anni precedenti.

dell'emittente e/o si afferma che le sue funzioni sono state assunte dagli organi delegati o dall'organo di controllo.

La composizione del comitato controllo e rischi è nel 94% dei casi<sup>154</sup> in linea con le raccomandazioni del Codice<sup>155</sup>. Tutte le 13 società che aderiscono al Codice e non hanno un comitato *compliant* nei termini raccomandati, forniscono una spiegazione della disapplicazione.

### **3.6. Politica sulla remunerazione**

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

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

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

Il Codice definisce alcune linee guida per la definizione della politica remunerativa, con particolare attenzione agli esecutivi, individuando i parametri cui orientare sia la componente fissa che quella variabile dei loro pacchetti retributivi, che dovranno essere adeguatamente bilanciate in funzione degli obiettivi strategici della politica di gestione

---

<sup>154</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>155</sup> Il dato è costante e in lieve aumento rispetto al 2017 (93%), al 2016 (92%) e al 2015 (90%). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

dei rischi, anche in considerazione del settore e delle caratteristiche dell'attività d'impresa che caratterizzano l'emittente.

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

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

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

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

Le informazioni sull'applicazione dell'art. 6 possono risultare sia dalle relazioni sul governo societario<sup>156</sup> che dalle relazioni sulla remunerazione<sup>157</sup>, nonché dagli appositi comunicati stampa sulle indennità di fine carica eventualmente erogate.

---

<sup>156</sup> Nelle relazioni di *governance* sono generalmente riportate le informazioni su istituzione, composizione e funzionamento del comitato per la remunerazione e alcune precisazioni relative alla politica, come, ad esempio, la previsione di un accordo per la corresponsione di indennità di fine carica, l'esclusione di tale corresponsione o la previsione di limite massimo alle indennità eventualmente erogate.

<sup>157</sup> Redatte dalle società quotate italiane in conformità all'art. 123-ter Tuf e le relative disposizioni attuative. La relazione è composta da due sezioni: la prima sezione riporta la politica adottata dal

Si ricorda per completezza che l'attuale politica per la remunerazione è soggetta al voto non vincolante dei soci in tutte le società quotate<sup>158</sup>, salvo in quelle sottoposte alla vigilanza prudenziale<sup>159</sup>, per le quali il voto dell'assemblea è vincolante. I più recenti studi sulla stagione assembleare svoltasi nel 2018 per le società del FTSE Mib, evidenziano come proprio l'approvazione di tali politiche abbia riscontrato il più alto tasso di voti contrari da parte degli investitori istituzionali: su un totale di 46 delibere che hanno ottenuto un voto contrario superiore al 10% del capitale presente in assemblea, più della metà hanno riguardato la politica per la remunerazione (53%), seguito da quelle relative ai piani di assegnazione di azioni o altri strumenti finanziari (45%), alle delibere sull'acquisto di azioni proprie (29%) e di elezione di singoli componenti del consiglio di amministrazione (9%)<sup>160</sup>.

### 3.6.1. Remunerazione variabile

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

Nelle società che aderiscono al Codice, l'88% delle politiche prevede la corresponsione di una componente variabile per gli amministratori esecutivi: tale prassi è quasi sempre presente tra le società di grandi (97%) o medie dimensioni (96%), mentre risulta un po' meno frequente tra le piccole (81%)<sup>161</sup>.

---

consiglio e sottoposta al voto consultivo in assemblea, mentre la seconda sezione fornisce un'indicazione dettagliata, su base individuale, delle remunerazioni effettivamente corrisposte ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e, in forma aggregata, salvo particolari circostanze, ai dirigenti con responsabilità strategiche.

<sup>158</sup> Cfr. art. 123-ter, comma 6, Tuf.

<sup>159</sup> Cfr. Disposizioni di vigilanza per le banche, [Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013](#), Sezione VIII, Titolo IV, Cap. 2, e art. 41 del [Regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018](#).

<sup>160</sup> Cfr. Georgeson 2018, p. 102, nel quale si evidenzia come il dissenso assembleare (i.e. voti contrari superiori al 10%) è stato più elevato nel 2018 rispetto agli anni precedenti. I dati sul dissenso sono allineati alle raccomandazioni di voto contrario dei principali *proxy advisors*. Cit., p. 108 ss.

<sup>161</sup> Il dato appare comunque in lieve calo rispetto al 90% del 2017, ma sostanzialmente stabile anche con riferimento all'analisi per dimensione. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018 e Comitato per la Corporate Governance 2017.

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

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

Dalle relazioni pubblicate nel 2018 risulta che l'85% delle società che aderiscono al Codice e che comunicano l'esistenza di una componente variabile per la remunerazione degli esecutivi fornisce anche l'indicazione del peso relativo della parte fissa e di quella variabile; il livello di adesione dimostra un divario notevole tra le società di maggiori dimensioni, dove l'informazione è fornita sempre, rispetto a quelle di minori dimensioni, nelle quali tale informazione è comunicata soltanto dal 77% delle società. La compliance aumenta nel settore finanziario, dove è fornita da tutte le società che operano nel settore bancario e assicurativo, rispetto all'83% delle non finanziarie.

Il livello di adesione appare sostanzialmente stabile rispetto al 2017<sup>162</sup> e in aumento rispetto al 2016, quando l'informazione era fornita dall'80% delle società.

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

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

La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 96% delle società che aderiscono al Codice e che prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi; un dato in lieve aumento rispetto al 93% del 2017, ma sostanzialmente stabile nel tempo.<sup>163</sup>

I parametri scelti possono essere diversi: molto frequente è il riferimento a indicatori di matrice contabile (97% dei casi), mentre è meno diffuso il riferimento a obiettivi "di *business*" (57% dei casi). Nel 55% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al

---

<sup>162</sup> Le variazioni sono nell'ordine di un punto percentuale. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017.

<sup>163</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

valore di mercato delle azioni (piani *stock-based* o piani *phantom-stock*), che risulta più frequente tra le società maggiori (85%) rispetto alle medie (60%) e alle piccole (40%)<sup>164</sup>, e, con un lieve aumento rispetto al 2017, nel settore finanziario (89% dei casi), con particolare riferimento alle banche (85%)<sup>165</sup>.

L'analisi storica dei parametri previsti dalle politiche per la remunerazione fa emergere la crescente prassi delle società quotate di prevedere la possibilità di erogare compensi *una tantum*, il cui ammontare non è determinato né determinabile *ex ante*, ma dipende unicamente da una valutazione *ex post* del consiglio di amministrazione: ciò avviene nel 37% delle società quotate, rispetto al 31% del 2017 e al 25% del 2016. Si tratta dei cd. bonus "ad hoc" legati a operazioni straordinarie e di importante valore strategico. Nelle società di minori dimensioni tali casi riguardano anche la possibilità di erogare bonus aggiuntivi in caso di risultati *ex post* che superano quelli previsti o sono semplicemente legati alla motivazione di trattenere specifiche figure professionali. Talvolta tale previsione è comunque accompagnata dalla previsione di un limite massimo a tali erogazioni<sup>166</sup>.

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

Nelle società che aderiscono al Codice e prevedono la corresponsione di una componente variabile non si registrano particolari variazioni rispetto agli anni precedenti. La componente variabile è legata a obiettivi sia di breve che di medio-lungo termine nel 77% dei casi; nei restanti casi, il 16% delle *policy* prevede soltanto obiettivi di breve termine, mentre il restante il 6% è limitato a soli obiettivi di lungo termine.<sup>167</sup>

Complessivamente la presenza di componenti variabili legate a obiettivi di medio-lungo termine è riscontrabile in circa il 73% di tutte le società quotate che aderiscono al

---

<sup>164</sup> I dati appaiono costanti nel tempo, fatta eccezione per una lievissima diminuzione (pari a un punto percentuale) del peso degli obiettivi di performance, e un lieve miglioramento (di tre punti percentuali) del riferimento al parametro azionario. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>165</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018 e Comitato per la Corporate Governance 2017.

<sup>166</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>167</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018. I dati sono sostanzialmente stabili, con un lieve miglioramento dei casi in cui sono previsti obiettivi sia STI che LTI e una positiva diminuzione delle *policy* che prevedono soltanto un variabile orientato a risultati di breve termine (i.e. al massimo annuali). Quest'ultimo caso risultava nel 20% delle politiche che prevedono una remunerazione variabile e si attesta nel 2018 al 16%. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017.

Codice, con un grado di *compliance* elevato per le società grandi e medie (88%) e piuttosto basso per le società piccole (inferiore al 61%)<sup>168</sup>.

La dimensione della società incide anche sulle modalità di erogazione dei sistemi di remunerazione di lungo termine: le società di maggiori dimensioni prediligono veicoli basati sull'assegnazione dei diritti (p.e. piani di *stock-option*), mentre quelle di minori dimensioni sembrano preferire l'erogazione di piani LTI di bonus *cash*<sup>169</sup>.

#### 3.6.1.4. Limite massimo alla remunerazione variabile

Dall'analisi delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2018 risulta che il 91% delle società che aderiscono al Codice e prevedono una remunerazione variabile applica la raccomandazione contenuta nel *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b), prevedendo limiti massimi alla remunerazione variabile.

Il livello di adesione risulta in aumento rispetto all'88% del 2017 e all'84% del 2016 e varia notevolmente secondo la dimensione dell'impresa: nelle società di maggiori dimensioni la previsione di un *cap* riguarda tutte le società (100%), mentre tale raccomandazione risulta un po' meno frequente tra le società di medie (94%) e tra quelle di piccole dimensioni (83%)<sup>170</sup>.

Il livello di adesione alla raccomandazione relativa alla definizione di un *cap* alla componente variabile registra un lieve ma costante aumento rispetto agli anni precedenti.

Persiste un significativo margine di miglioramento delle politiche che la società adotta per la remunerazione dei propri esecutivi con particolare riferimento a tre aspetti fondamentali per un adeguato piano remunerativo che risponda anche alle crescenti istanze del mercato: la disciplina delle indennità di fine carica, la previsione di una componente variabile definita su un orizzonte medio-lungo e la previsione di clausole di *claw-back*.

Il Comitato invita pertanto i consigli di amministrazione e i comitati competenti in materia di remunerazioni a valutare l'adeguatezza delle politiche retributive, soprattutto

---

<sup>168</sup> Con un significativo aumento delle società di medie dimensioni che raggiungono l'88% nel 2018 rispetto all'80% del 2017. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>169</sup> Cfr. TEH-Ambrosetti 2018, p. 22.

<sup>170</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.



con riferimento alle regole che definiscono la remunerazione variabile destinata agli amministratori esecutivi.

**Il Comitato ribadisce come una adeguata definizione dell'orientamento a lungo termine di una porzione significativa del compenso variabile costituisca un valido incentivo per allineare gli interessi dell'amministratore con l'obiettivo di sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, e dovrebbe essere pertanto sempre presente e valorizzata.**

**Il Comitato raccomanda anche agli organi competenti di esaminare le politiche per la remunerazione per limitare il ricorso a erogazioni *una tantum* non paramtrate a criteri chiaramente determinati o determinabili *ex ante*. Tale prassi rappresenta, infatti, una significativa eccezione ai principi di trasparenza, prevedibilità e verificabilità della coerenza della remunerazione degli esecutivi.**

### 3.6.2. Clausole di *claw-back*

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

Tali clausole sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione di 116 società che aderiscono al Codice, pari al 56% del totale delle aderenti, in costante aumento rispetto al 53% del 2017, al 48% del 2016 e al 34% del 2015.<sup>171</sup> Si registrano notevoli differenze secondo la dimensione aziendale (simili clausole sono individuabili nell'88% delle società di maggiori dimensioni, rispetto al 70% delle medie e al 40% delle piccole) e il livello settoriale (nel settore finanziario tali clausole sono previste nell'86% dei casi, contro il 53% nel settore non finanziario)<sup>172</sup>.

Le società che aderiscono al Codice e prevedono una clausola di *claw-back* indicano quasi sempre le condizioni cui è subordinata la loro esecutività (c.d. *trigger events*).<sup>173</sup>

---

<sup>171</sup> In 73 casi le clausole di *claw-back* sono accompagnate anche da clausole di *malus*.

<sup>172</sup> Il livello di compliance per dimensione e settore appare sostanzialmente stabile, a eccezione di un sensibile miglioramento delle società di minori dimensioni (dal 35% del 2017 al 40% del 2018) e delle società non finanziarie (dal 49% nel 2017 al 53% del 2018). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>173</sup> Si tratta del 98% delle società che prevedono una clausola di *claw-back*. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

### 3.6.3. Politica sulle indennità di fine carica

Il Codice raccomanda agli emittenti di individuare per l'eventuale corresponsione di indennità un limite massimo dell'importo che potrà essere erogato: il limite potrebbe essere sia identificato da un *cap* fisso sia da un parametro legato al compenso ricevuto dall'amministratore in un determinato numero di anni<sup>174</sup>.

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita. Nel 16% dei casi gli emittenti paiono escludere future erogazioni a favore degli amministratori in caso di dimissioni o licenziamento. Nel restante 84% dei casi la *policy* non esclude la possibilità di future erogazioni: in oltre la metà di questi casi (precisamente il 55%) la società prevede un limite massimo ad eventuali future erogazioni di indennità di fine carica<sup>175</sup>, mentre nella restante metà degli altri casi le società comunicano semplicemente che il pagamento di tale voce è possibile o non lo escludono a priori né prevedono pattuizioni in merito.<sup>176</sup> Tra le società che definiscono una regola per l'erogazione dell'eventuale indennità, le società sono equamente ripartite tra la soluzione di fissare un determinato ammontare dell'indennità e quella di individuarne un limite massimo a tale erogazione. Ove previsto, il *cap* è tendenzialmente legato nella metà dei casi alla remunerazione complessiva, in un quarto dei casi è legato alla media del variabile e nel restante quarto alla remunerazione fissa.

Sulla base di tali dati è possibile osservare che soltanto il 62% delle società che aderiscono al Codice risulta in linea con le citate raccomandazioni in quanto esclude *tout court* l'erogazione di indennità, ne definisce l'ammontare o prevede comunque un *cap* alla loro eventuale erogazione. Il livello di adesione generale è sostanzialmente invariato<sup>177</sup>, mentre una analisi della compliance per caratteristiche dimensionali delle società evidenzia un quadro più variegato della concreta applicazione del Codice: il

---

<sup>174</sup> Il parametro individuato dalla Commissione europea nella Raccomandazione n. 2009/385/CE è pari a due annualità della componente non variabile della remunerazione o del suo equivalente. Questa impostazione è seguita anche da Glass Lewis, [2018 Guidelines – Continental Europe](#), p. 26, mentre non sembra esplicitata da ISS, [European Proxy Voting Guidelines](#), p. 21, che si riferisce a “24 months’ pay”. Una considerazione più ampia delle diverse soluzioni ritenute compatibili con una raccomandazione di voto favorevole è stata elaborata da Frontis Governance, [Principi di corporate governance e politiche di voto per il mercato italiano](#), p. 28.

<sup>175</sup> Metà dei quali coincide anche con la presenza di pattuizioni con i singoli interessati in merito all'erogazione di future indennità.

<sup>176</sup> Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>177</sup> Era pari al 62% anche nel 2017. Cfr. Comitato per la Corporate Governance 2017.

livello di compliance è infatti aumentato nelle società di maggiori dimensioni e nelle società più piccole<sup>178</sup>, mentre è significativamente diminuito nelle società di medie dimensioni<sup>179</sup>.

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

---

<sup>178</sup> Nelle società di maggiori dimensioni è salito dal 78% del 2017 all'82% del 2018, mentre nelle società più piccole sale dal 54% del 2017 al 60% nel 2018. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

<sup>179</sup> Nelle società appartenenti all'indice Mid Cap il grado di adesione scende drasticamente di undici punti percentuali, dal 62% del 2017 al 51% del 2018. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli 2018.

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

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

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

La definizione delle regole di governance è tendenzialmente attribuita a comitati connotati da una natura ibrida, pubblico-privata, che contraddistingue il comitato inglese, olandese, belga e tedesco. In tutti questi casi, i componenti dei comitati sono rappresentativi delle società quotate e, in alcuni casi, anche di una platea più ampia di stakeholders che comprende il mondo accademico e quello del risparmio gestito<sup>180</sup>, ma sono nominati in tutto o in parte dal governo. La nomina dell'intera commissione spetta al ministero competente sia in Olanda<sup>181</sup> che in Germania<sup>182</sup>, mentre nel Regno Unito sono di nomina governativa soltanto il presidente e il vice-presidente del comitato<sup>183</sup>.

In altri casi, l'istituzione e la composizione dei comitati è gestita integralmente su iniziativa privata dei rappresentanti del mercato. In alcuni casi, come quello francese, il

---

<sup>180</sup> Si veda, ad esempio, la composizione del comitato olandese e di quello tedesco.

<sup>181</sup> La *Monitoring Commissie* è nominata dal Ministero dell'Economia, d'intesa con il Ministero di Giustizia e delle Finanze, che scelgono i suoi componenti tra gli esperti della corporate governance rappresentanti di società quotate, investitori, lavoratori, revisori e mondo accademico.

<sup>182</sup> In Germania, l'intera *Regierungskommission*, compreso il suo presidente, è nominata dal Ministero di Giustizia e per la tutela dei consumatori (*Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*) che sceglie i suoi componenti tra i membri degli organi sociali delle società quotate, gli esponenti degli investitori, sia istituzionali che *retail*, i rappresentanti del mondo accademico, delle società di revisione e dei rappresentanti dei lavoratori. La designazione può avvenire anche su proposta della stessa commissione.

<sup>183</sup> La nomina del presidente e del vice-presidente del board del *Financial Reporting Council* compete al *Secretary of State for Business, Innovation and Skills*. In tale sede si ritiene utile precisare che l'FRC, competente per la redazione e il monitoraggio dei codici di autodisciplina, ha lo status di un *regulator* indipendente, i cui poteri regolamentari, rilevanti nella disciplina sull'*audit*, sono stati delegati dal *Department for Business, Energy and Industrial Strategy*.

comitato è espressione delle principali associazioni imprenditoriali, in altri, come quello italiano e quello svedese, i comitati hanno una rappresentatività più ampia, ricomprendendo esponenti delle società quotate e del risparmio gestito. In Francia, l'Alto comitato è promosso da due associazioni rappresentative del mondo imprenditoriale, Afep e Medef, mentre in Italia e in Svezia il comitato conta su una platea più ampia di promotori, comprendendo sia rappresentanti del mondo imprenditoriale, finanziario e industriale, sia rappresentanti degli investitori istituzionali. L'ampia rappresentatività del comitato italiano è suggellata, tra l'altro, dalla prassi dell'attribuzione della presidenza a un esponente delle società quotate e della vice-presidenza a un esponente del risparmio gestito.

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

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

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

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

Il modello italiano si inserisce nel solco delle esperienze europee con un panorama particolarmente nutrito, caratterizzato dalla presenza di tre principali monitoraggi, pubblicati su base annuale, che si distinguono sia per la natura del soggetto che li redige sia per le finalità che tali studi si prefiggono. La Consob, autorità di vigilanza, conduce un'analisi statistica della governance, monitorando gli assetti proprietari, le dinamiche

assembleari e l'evoluzione degli organi sociali delle società quotate. Assonime ed Emittenti Titoli, rappresentative del mondo imprenditoriale, conducono un'analisi approfondita delle relazioni sul governo societario e delle relazioni sulla remunerazione, monitorando l'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice: la ricerca, pubblicata su base annuale sin dal 2001, fornisce una fotografia dell'evoluzione della governance delle società quotate italiane, evidenziandone miglioramenti e criticità. Infine, il Comitato per la Corporate Governance, rappresentativo sia delle società quotate che degli investitori, conduce un'analisi critica dei dati forniti dall'analisi di Assonime-Emittenti Titoli, integrata con quelli riportati in altri studi e ricerche dedicate a specifici temi, al fine di promuovere una migliore applicazione del Codice, individuare le aree di miglioramento della prassi delle società quotate e le possibili future revisioni del Codice.

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

L'importanza fondamentale di un'efficace attività di monitoraggio ha portato alcuni comitati a sviluppare un rapporto diretto con le società quotate che rappresentano i destinatari principali del codice. Molti hanno adottato un meccanismo trasparente di consultazione per l'aggiornamento del codice, mediante la pubblicazione delle proposte di revisione<sup>184</sup>; altri hanno sviluppato un meccanismo di interazione con le società quotate, mediante la risposta a quesiti circa la corretta interpretazione delle raccomandazioni contenute nel codice<sup>185</sup>. Nell'ambito delle iniziative volte a rafforzare l'interazione con le società quotate, merita ricordare, in particolare, le competenze dell'*Haut Comité* francese che svolge sia l'attività di risposta a quesiti interpretativi in merito alla corretta applicazione del codice, sia una vera e propria attività di enforcement privato del codice, interagendo con singole società che non abbiano applicato correttamente le raccomandazioni ritenute particolarmente rilevanti o non si siano conformate all'interpretazione fornita dal comitato nelle risposte ai quesiti. Tale attività del comitato trova un duplice riscontro pubblico: in una prima fase, le società sono chiamate a fornire nella relazione sul governo societario un'adeguata informazione circa la corretta applicazione delle raccomandazioni contestate dal comitato; qualora tali

---

<sup>184</sup> Questa prassi è stata adottata, in particolare, nel Regno Unito, in Olanda e in Germania, ovvero nei paesi in cui il comitato o parte di esso è di nomina governativa.

<sup>185</sup> Si tratta, in particolare, del comitato francese e del comitato svedese, entrambi organismi interamente privati.

raccomandazioni risultino ancora disattese, il comitato può attivare una seconda fase di enforcement, rendendo pubblica l'identità di tali società. La crescente attività di monitoraggio ha inciso sulla scelta di Afep e Medef di ampliare la rappresentativa dell'Alto Comitato<sup>186</sup>.

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

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

Al fine di rendere più efficace il sistema delineato dal Codice di autodisciplina, il Comitato invia, sin dal 2015, a tutte le società quotate italiane il Rapporto sull'applicazione del Codice, accompagnata dalla lettera formale che le principali criticità riscontrate e invita gli organi di amministrazione e di controllo delle società che aderiscono al Codice a valutare l'effettiva adesione alle raccomandazioni oggetto di approfondimento e la qualità delle informazioni fornite in merito, sia in caso di applicazione che in caso di scostamento dalle stesse. Nella presente sezione sono esaminate le raccomandazioni svolte nella lettera inviata nel 2017, le reazioni degli emittenti alle sollecitazioni del Comitato e lo stato dell'arte su tali temi nell'anno in corso, per concludere, infine, con le nuove principali raccomandazioni che emergono dal presente Rapporto e che saranno oggetto di una nuova lettera che sarà inviata a tutte le società quotate contestualmente al Rapporto 2018.

### ***2.1. Effetti delle raccomandazioni inviate nel 2017***

---

<sup>186</sup> L'annuncio era contenuto nel comunicato stampa dell'ultima revisione del codice francese. V. *supra*, par. Parte I, paragrafo 2.1.

Nel Rapporto pubblicato a dicembre 2017, il Comitato raccomandava agli emittenti di valutare, e se del caso migliorare, la concreta e sostanziale applicazione di alcune *best practice* contenute nel Codice, e di considerare l'opportunità di un più ampio miglioramento qualitativo, al di là delle raccomandazioni del Codice, in alcune aree della *governance*.

Quanto alla migliore applicazione delle raccomandazioni del Codice, il Rapporto e la relativa lettera di accompagnamento avevano posto particolare attenzione alla **tempestività, completezza e fruibilità dell'informativa pre-consiliare** e all'**istituzione e al concreto funzionamento del comitato nomine**.

L'analisi delle informazioni fornite nelle relazioni sul governo societario pubblicate quest'anno evidenzia soltanto alcuni miglioramenti marginali in entrambe le aree, confermando l'opportunità di una ulteriore evoluzione delle pratiche societarie nella direzione indicata dal Codice.

In particolare, l'adeguatezza dei flussi informativi destinati al consiglio risulta ancora insoddisfacente in quasi la metà delle società quotate. Risultati simili sono riscontrabili anche con riferimento alla raccomandazione di istituire il comitato nomine, ancora assente in circa il 40% degli emittenti nonostante anche in questo caso ci siano segnali di una lieve, costante crescita; le motivazioni addotte per la mancata istituzione del comitato nomine appaiono spesso generiche e raramente giustificate, in alternativa, dall'attribuzione dei relativi compiti in capo all'intero consiglio.

Con riferimento alle **politiche per la remunerazione** il Comitato aveva auspicato l'**assegnazione di un maggior peso alle componenti variabili di lungo periodo**, unitamente alla **introduzione di clausole di claw-back** e alla **definizione di criteri e procedure per l'assegnazione di eventuali indennità di fine carica**.

Il monitoraggio di quest'anno non rileva significativi miglioramenti su questi temi, anche se occorre considerare che le politiche di remunerazione hanno normalmente un orizzonte pluriennale e quindi la loro revisione per accogliere le raccomandazioni del Comitato non possa che essere graduale. La componente variabile legata a parametri di lungo termine continua a non essere prevista da circa un quarto degli emittenti e le clausole di *claw-back* da circa la metà. Anche le regole per l'erogazione di eventuali indennità di fine carica continuano ad essere poco trasparenti in circa il 40% degli emittenti.



Quanto alle specifiche aree di miglioramento qualitativo della *governance*, nel Rapporto del 2017 e nella relativa lettera di accompagnamento il Comitato aveva evidenziato l'importanza di: **prevedere e dare maggiore trasparenza ai piani di successione** per gli amministratori esecutivi; **rafforzare la completezza delle valutazioni di indipendenza** di amministratori e sindaci; **migliorare i contenuti e la struttura della *board review***, comprendendo anche una valutazione circa l'adeguatezza delle funzioni strategiche e di monitoraggio del consiglio.

La concreta adozione di piani di successione, seppur in crescita nelle società di maggiori dimensioni, appare ancora molto limitata. Il numero di amministratori qualificati come indipendenti che versano in una o più situazioni sintomatiche di non indipendenza è in lieve diminuzione. Sono poche, infine, le procedure di *board review* che presentano una struttura adeguata e trasparente.

Nella lettera inviata a dicembre 2017, il Comitato ha inoltre invitato gli organi sociali degli emittenti a esaminare le citate aree di miglioramento, anche in sede di autovalutazione, e di riportare le considerazioni espresse e le eventuali iniziative intraprese nella successiva relazione sul governo societario.

Circa la metà degli emittenti ha dato piena applicazione alle indicazioni della lettera, dichiarando di aver utilizzato le indicazioni del Comitato per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice e, nella maggior parte dei casi, specificando anche le aree di miglioramento su cui sono state avviate o saranno avviate in un prossimo futuro iniziative concrete. Nei restanti casi, gli emittenti si sono limitati a menzionare l'avvenuto esame del contenuto della lettera in sede consiliare senza esprimere alcuna valutazione (circa il 20%) o non hanno riportato alcuna informazione al riguardo (quasi il 30%).

È interessante notare che un numero significativo di emittenti che non aderiscono al Codice (9 su 20) dichiara che il proprio consiglio di amministrazione ha considerato le indicazioni della lettera, confermando il valore orientativo delle attività di monitoraggio del Comitato per tutte le società quotate.

## ***2.2. Principali aree di miglioramento individuate nel 2018***

Alla luce delle risultanze del Rapporto per il 2018 e dell'analisi dei comportamenti degli emittenti sui temi evidenziati nella lettera del 2017, il Comitato ha individuato quest'anno quattro principali aree su cui sollecitare non solo il consiglio di

amministrazione, ma anche, per quanto di competenza, l'organo di controllo, a una migliore e più sostanziale applicazione delle *best practice* raccomandate dal Codice.

- Una prima area critica riguarda l'informativa pre-consiliare che, seppur in progressivo miglioramento, continua a rappresentare una criticità per la *governance* di molti emittenti. Ciò emerge sia dall'analisi qualitativa delle informazioni fornite dagli emittenti sulla concreta applicazione delle *best practice* raccomandate dal Codice, sia dalle istanze presentate dagli stessi consiglieri in sede di autovalutazione.

In circa la metà degli emittenti non viene assicurata piena trasparenza in merito all'adozione di procedure volte ad assicurare un'adeguata e tempestiva informazione di tutti i consiglieri o non sono fornite informazioni in merito al loro effettivo rispetto. Inoltre, circa un terzo delle società quotate non applica tali procedure quando l'informativa ha natura riservata né prevede regole alternative che assicurino, in tali casi, una tempestiva informativa al consiglio.

#### **Raccomandazione 1:**

**Il Comitato invita i consigli di amministrazione ad esprimere una esplicita valutazione sull'adeguatezza dell'informativa pre-consiliare ricevuta nel corso dell'esercizio. In particolare, si invitano i Presidenti dei consigli di amministrazione a promuovere tale attività valutativa e ad assicurare che le esigenze di riservatezza siano tutelate senza compromettere l'adeguatezza e la tempestività dei flussi informativi che precedono le riunioni consiliari.**

- La seconda area critica continua a riguardare la concreta e integrale applicazione dei criteri di indipendenza raccomandati dal Codice.

I dati raccolti nel 2018 evidenziano il permanere di un numero significativo di criticità nella qualificazione degli amministratori indipendenti e la scarsa qualità delle informazioni fornite dagli emittenti nei casi di disapplicazione di uno o più criteri indicati dal Codice. Inoltre, nonostante ciò sia espressamente raccomandato dal Codice, le relazioni sul governo societario offrono raramente informazioni in merito alla valutazione della significatività dei rapporti che potrebbero rilevare ai fini di una corretta applicazione dei criteri di indipendenza.

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

### **Raccomandazione 2:**

**Il Comitato invita gli organi di amministrazione ad applicare con maggior rigore i criteri di indipendenza definiti dal Codice e gli organi di controllo a vigilare circa la corretta applicazione di tali criteri: il Comitato sottolinea come i casi di loro disapplicazione dovrebbero rappresentare un'eccezione e, soprattutto, essere oggetto di una approfondita valutazione a livello individuale, con riferimento alle situazioni in cui versa il singolo consigliere, e di una esaustiva spiegazione nella relazione sul governo societario.**

- La terza area critica riguarda l'attività di *board review*. L'autovalutazione, infatti, seppur molto frequente (essendo effettuata quasi dal 90% degli emittenti), sconta una scarsa trasparenza nella descrizione delle modalità con le quali è condotta. In particolare, un terzo degli emittenti che svolge tale attività non fornisce informazioni in merito al soggetto incaricato dell'istruttoria o non indica lo strumento utilizzato per tale attività.

Un secondo aspetto attiene all'opportunità di un maggiore coinvolgimento di una componente consiliare nel processo di autovalutazione, almeno con riferimento alla definizione del perimetro e delle modalità di svolgimento. Un numero significativo di società che affidano la *board review* a funzioni aziendali o consulenti esterni non comunica, infatti, se e in che modo il consiglio o una sua componente (Presidente, LID o comitato) sovrintenda tale processo.

Inoltre, nella maggior parte dei casi il processo di *board review* è condotto esclusivamente attraverso la somministrazione di questionari standardizzati, non prevedendo quindi una possibilità di interazione con i singoli consiglieri e di segnalazione da parte di questi ultimi di eventuali temi meritevoli di ulteriore approfondimento.

### **Raccomandazione 3:**

**Il Comitato invita il consiglio di amministrazione ad assicurare una maggiore trasparenza circa le modalità di svolgimento della *board review*.**

**Il Comitato auspica, soprattutto per gli emittenti di maggiori dimensioni, che una componente consiliare sovrintenda il processo di *board review* e che siano adottate modalità che valorizzino il contributo individuale di ciascun consigliere.**

- La quarta area critica riguarda anche quest'anno alcuni aspetti sostanziali delle remunerazioni degli amministratori esecutivi.

Il Comitato osserva, in particolare, soltanto un marginale miglioramento nell'attenzione che le politiche pongono all'incentivazione degli amministratori esecutivi a una gestione orientata alla sostenibilità delle attività dell'impresa nel medio-lungo termine.

In particolare, quasi un quinto degli emittenti non prevede componenti variabili di lungo termine, mentre circa un terzo degli emittenti (in aumento) prevede la possibilità di erogare bonus "ad hoc" che non sono oggetto di una chiara regolazione all'interno della politica per la remunerazione e per i quali quindi non appare possibile valutare *ex ante* la loro coerenza con il conseguimento di obiettivi di lungo termine, secondo criteri di prevedibilità e verificabilità.

#### **Raccomandazione 4:**

**Il Comitato invita i consigli di amministrazione e i comitati competenti in materia di remunerazioni a valutare l'adeguatezza delle politiche retributive con il perseguimento dell'obiettivo della sostenibilità delle attività dell'impresa nel medio-lungo termine.**

**In particolare, il Comitato raccomanda, soprattutto agli organi competenti degli emittenti medio-grandi, di rafforzare il collegamento della remunerazione variabile a parametri legati ad obiettivi di lungo termine e di limitare a singoli casi eccezionali, previa adeguata spiegazione, la possibilità di erogare somme non legate a parametri predeterminati (i.e. bonus "ad hoc").**

La lettera e il Rapporto ad essa allegato forniscono un quadro complessivo della attuale applicazione del Codice e costituiscono, pertanto, un importante parametro per la valutazione del relativo grado di adesione da parte della società quotate.

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

Il Comitato esprime l'auspicio che le raccomandazioni siano portate anche quest'anno all'attenzione del consiglio e dei comitati, e, per quanto di competenza, all'organo di controllo, e che esse siano considerate, anche in sede di autovalutazione, al fine di individuare possibili evoluzioni della *governance* o di colmare eventuali lacune nell'applicazione o nelle spiegazioni fornite, al fine di assicurare una migliore e più sostanziale applicazione delle *best practice* raccomandate dal Codice.

Il Comitato ribadisce, inoltre, l'auspicio, già formulato l'anno scorso, che le considerazioni della società in merito alle raccomandazioni del Comitato e le eventuali iniziative programmate o intraprese siano riportate nella prossima relazione sul governo societario, al fine di fornire evidenza della costante attenzione della società per la qualità della propria *governance*.



**Comitato per la Corporate Governance:**

*Patrizia Grieco (Presidente)*

*Tommaso Corcos (Vicepresidente)*

*Carlo Acutis*

*Paolo Astaldi*

*Stefania Bariatti*

*Santo Borsellino*

*Innocenzo Cipolletta*

*Fulvio Conti*

*Maria Bianca Farina*

*Gabriele Galateri di Genola*

*Fabio Galli*

*Luca Garavoglia*

*Andrea Ghidoni*

*Gian Maria Gros-Pietro*

*Raffaele Jerusalmi*

*Emma Marcegaglia*

*Alberto Minali*

*Stefano Micossi*

*Marcella Panucci*

*Giovanni Sabatini*

*Fabrizio Saccomanni*

*Maurizio Sella*

*Andrea Sironi*

*Massimo Tononi*

**Esperti:**

*Bruno Cova, Piergaetano Marchetti, Angelo Provasoli*

**Segreteria Tecnica:**

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

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





© 2018 *Comitato per la Corporate Governance*

<http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>

Tutti i diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica, con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.