

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Seconda edizione | Novembre 2022

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

Seconda edizione | Novembre 2022
a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Novembre 2022

FIN-GOV è retto da un Comitato Direttivo così composto:

- Prof. Massimo Belcredi (Direttore)
- Prof. Stefano Bozzi
- Prof. Alfonso Del Giudice
- Prof. Marco Oriani (Direttore del Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione Aziendale - SEGESTA)
- Prof. Duccio Regoli
- Dott. Mario Gatti (Direttore di Sede e delegato del Rettore)

Sostenitori di FIN-GOV



Sponsor di FIN-GOV



© 2022 Università Cattolica del Sacro Cuore
www.unicatt.it
Largo A. Gemelli, 1 – 20123 Milano
Tel. 02.7234.3203/3204

Edizione curata da EDUCatt – Ente per il diritto allo studio universitario dell'Università Cattolica
Largo A. Gemelli, 1 – 20123 Milano

ISBN edizione cartacea: 979-12-5535-044-6
ISBN edizione digitale: 979-12-5535-045-3

Questa pubblicazione è stata prodotta a stampa e in formato digitale
nel mese di mese di novembre 2022 presso la LITOGRAFIA SOLARI Peschiera Borromeo (MI)

SOMMARIO

Presentazione del Centro di ricerche finanziarie dell'Università Cattolica (FIN-GOV)	5
Executive Summary.....	7
1. Introduzione.....	11
2. Composizione e funzionamento degli organi	15
BOX 1.....	15
2.1 Composizione del CdA	16
2.1.1 Il peso degli amministratori indipendenti.....	16
2.1.2 Gli amministratori di minoranza	18
2.1.3 Gli orientamenti sulla composizione quali-quantitativa ottimale del CdA	19
2.1.4 Le liste presentate dal CdA uscente	20
2.2 Funzionamento del CdA.....	21
2.2.1 Frequenza delle riunioni e time commitment.....	21
2.2.2 Circolazione delle informazioni	22
2.2.3 Lead Independent Director e riunioni degli indipendenti.....	24
3. Il dialogo con gli azionisti	25
BOX 2.....	25
3.1 Le linee-guida di Assonime e Assogestioni	26
3.2 Le politiche di dialogo degli emittenti.....	27
4. Indipendenza di consiglieri e sindaci	33
BOX 3.....	33
4.1 La presenza di indipendenti “a rischio”	36
4.2 Il presidente indipendente.....	38
4.3 Le spiegazioni offerte circa le situazioni “a rischio”	40
5. I comitati consiliari	41
BOX 4.....	41
5.1 Il Comitato Nomine.....	42
5.2 Il Comitato Sostenibilità.....	45
5.3 Il Comitato OPC.....	46
6. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti.....	49
BOX 5.....	49
6.1 La politica in materia di remunerazione	50
6.1.1 La facoltà di derogare alla policy.....	51
6.1.2 La remunerazione variabile.....	52
6.1.2.1 I piani MBO	52
6.1.2.2 I piani LTI	54

6.1.3 Il pay mix	56
6.1.3.1 La disclosure.....	56
6.1.3.2 La composizione del pacchetto del CEO	57
6.2 I compensi effettivamente corrisposti.....	60
6.2.1 I compensi erogati.....	60
6.2.2 I compensi erogati in rapporto alla pay opportunity	61
6.2.3 La severance pay	62
6.2.4 Variazione delle remunerazioni e pay ratio	62
7. Sostenibilità e Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF).....	63
BOX 6.....	63
7.1 Forma e struttura della DNF	65
7.2 Matrice di materialità	65
7.3 Piano di sostenibilità	67
7.4 Il Regolamento Tassonomia.....	69
7.5 L'informazione su singoli KPI	74
7.5.1 Informazioni in materia di gender equality.....	75
7.5.1.1 La presenza femminile	75
7.5.1.2 Il gender pay gap.....	76
7.5.2 Altre informazioni sul personale	77
7.5.3 Informazioni in materia di consumi, emissioni e rifiuti	78
7.6 I rating ESG.....	79
Bibliografia	83
Appendice 1: Nota Metodologica	85

Presentazione del Centro di ricerche finanziarie dell'Università Cattolica (FIN-GOV)

FIN-GOV, il Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance, è nato a luglio 2021 su iniziativa di un gruppo di studiosi della Facoltà di Economia dell'Università Cattolica che, pur appartenendo a diverse aree disciplinari, condividono alcune convinzioni di fondo:

- a) L'opportunità di creare un polo strutturato di studi e ricerche, anche applicate, in materia di corporate governance, che si caratterizza per terzietà rispetto agli attori del mercato (emittenti, investitori, autorità di vigilanza, ecc.) e indipendenza di giudizio;
- b) L'opportunità di portare nel pubblico dibattito dati ed evidenze numeriche, raccolte ed elaborate in modo rigoroso, al fine di creare una base solida per giudicare necessità e forma di eventuali interventi di *policy*;
- c) La necessità di affrontare le tematiche di governance e di sostenibilità con un approccio multidisciplinare, che coniughi competenze di stampo finanziario e giuridico (*Law & Economics*), aperto a temi nuovi, di rilievo per la comunità finanziaria.

Importanza cruciale per FIN-GOV riveste il modello di *funding* delle attività. Particolare cura è stata prestata per preservare l'indipendenza del Centro, in particolare ricercando l'indispensabile sostegno finanziario:

- a) Tra soggetti interessati allo sviluppo non solo degli studi ma anche di buone prassi in materia di corporate governance;
- b) Tra un numero elevato di soggetti facenti capo a tutti i lati del mercato (emittenti, investitori istituzionali, società di consulenza attive nel mondo della corporate governance e della sostenibilità).

FIN-GOV intende offrire un punto di riferimento autorevole, rigoroso e indipendente, per il dibattito scientifico e di *policy* in materia di corporate governance e di sostenibilità.

La collocazione del Centro all'interno dell'Ateneo dei Cattolici Italiani non è casuale. Lo scopo ultimo del Centro del Centro è promuovere e diffondere una cultura della governance fondata su principi di etica e correttezza, in linea con i principi e la tradizione culturale dell'Università Cattolica.

FIN-GOV fonda la sua attività su quattro pilastri: il Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, la produzione di ricerche monografiche, l'organizzazione di convegni e la partecipazione diretta al dibattito di *policy*.

Uno speciale ringraziamento di FIN-GOV (e mio personale) va agli Sponsor e ai Sostenitori del Centro. Senza il loro sostegno, non solo economico, questo lavoro, semplicemente, non sarebbe stato possibile.

Massimo Belcredi
7 novembre 2022

Executive Summary

Questo secondo Rapporto analizza corporate governance e sostenibilità delle società italiane quotate. I temi analizzati sono: composizione e funzionamento del CdA, indipendenza degli amministratori (e sindaci), politiche di dialogo con gli investitori, comitati consiliari, politica in materia di remunerazioni, *disclosure* in materia di sostenibilità.

Le principali conclusioni possono essere sintetizzate come segue:

- a) Come già osservato l'anno scorso, la *compliance* con il Codice e, più in generale, la qualità della corporate governance varia molto tra una società e l'altra: in linea generale (e non senza eccezioni) essa è buona tra le società grandi, soprattutto se *widely held* o pubbliche, mentre è più formale nelle società piccole, specialmente se concentrate e/o a controllo familiare. L'identità dell'azionista di riferimento ha un'influenza pervasiva sulle scelte di governance.
- b) Il Codice CG modula le raccomandazioni in base alla dimensione e all'azionariato dell'emittente. Data la varietà di strutture proprietarie delle società italiane quotate, tale logica è condivisibile. Peraltro, la scelta effettuata non è priva di controindicazioni: ad esempio, il nuovo Codice favorisce l'adozione di criteri *tailor-made* di valutazione dell'indipendenza. La maggiore flessibilità ha generato una proliferazione di modelli di riferimento che complica la lettura delle Relazioni e può indurre investitori e *proxy advisors* ad adottare *propri* criteri alternativi per valutare le scelte degli emittenti. Il Comitato per la Corporate Governance potrebbe valutare lo sviluppo di linee-guida che aiutino gli emittenti ad applicare le raccomandazioni del Codice secondo un approccio sostanzialista, riducendo il grado di eterogeneità dei parametri oggi adottati.
- c) In materia di funzionamento del CdA, molto buona (soprattutto tra le società grandi) è la *disclosure* sui termini per l'invio dell'informativa pre-consiliare (e sul loro rispetto). Peraltro, gli emittenti pongono sovente limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni "di riservatezza". Il punto appare meritevole di attenzione perché il nuovo Codice prevede esplicitamente che "le modalità di tutela della riservatezza dei dati e delle informazioni fornite" non devono "pregiudicare la tempestività e la completezza dei flussi informativi", fondamento dell'agire informato.
- d) Il CdA uscente delle società non concentrate dovrebbe pubblicare sul sito web i propri orientamenti in materia di composizione quali-quantitativa ottimale dell'organo. La prassi in tale ambito non è soddisfacente: oltre metà delle società che hanno rinnovato il CdA non ha pubblicato l'orientamento richiesto dal Codice, oppure lo ha pubblicato senza il congruo anticipo richiesto.
- e) Il ruolo del Comitato Nomine è stato potenziato in modo sostanziale. La *compliance* in materia mostra luci e ombre. Da un lato, il Comitato sta assumendo funzioni più ampie. Dall'altro, alcune società continuano ad attribuire tali funzioni al *plenum* del CdA, che però spesso non ha la composizione richiesta dal

Codice. Altri emittenti hanno scelto di non costituire il Comitato adducendo giustificazioni discutibili, poiché il nuovo Codice attribuisce al Comitato funzioni non demandabili agli azionisti. Infine, permane scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpato con altri.

- f) Circa metà degli emittenti (soprattutto grandi) ha adottato una politica per il dialogo con gli azionisti. Il modello di dialogo è accentrato sulla figura degli amministratori “responsabili” (AD, eventualmente d’intesa con il Presidente), supportati dalle strutture aziendali. Il CdA è coinvolto nella definizione della politica ma è raramente coinvolto nel dialogo (di solito è “informato sugli sviluppi”). Molte politiche contengono aperture importanti, ad es. a forme di *engagement one-way* da parte degli investitori (come raccomandato dagli I-SDX elaborati da Assogestioni), che consentono evoluzioni importanti del modello di dialogo. Oggi tali forme di *engagement* devono però passare il filtro rappresentato dagli amministratori “responsabili”. Il tempo dirà se tali opportunità di dialogo verranno effettivamente sfruttate dagli investitori interessati a comunicazioni più dirette con i consiglieri, e se le società daranno seguito alle aperture formulate nelle *policies*, coinvolgendo nel dialogo un numero maggiore di consiglieri o addirittura l’intero CdA.
- g) Il recepimento della Direttiva *SHRDII* ha prodotto un forte miglioramento della trasparenza in materia di politica delle remunerazioni. Le informazioni sulla struttura dei piani, tuttavia, non sono sempre chiarissime, soprattutto tra le società minori. Sarebbe opportuna la fornitura di un *executive summary* tabellare (oggi diffuso tra le società grandi), in sostituzione o in aggiunta a lunghe descrizioni che lasciano, non di rado, dubbi sull’effettiva struttura del pacchetto.
- h) Misura e composizione del *pay mix* sono importanti per gli investitori chiamati a un voto vincolante sulla *policy*. La trasparenza in materia è sovente ancora migliorabile: dati numerici “completi” sulla dinamica del pacchetto (*i.e.* almeno a *target* e a *cap*) sono forniti da circa il 60% degli emittenti. Il pacchetto offerto ai CEO (a *target*) è composto, in media, per il 49% da compensi fissi e per il 51% da remunerazione variabile (24% MBO – a breve termine – e 27% LTI – a lungo termine). La struttura dei piani di incentivazione è molto diversa da una società all’altra: le preferenze variano secondo dimensione e azionariato dell’emittente. È aumentata in misura significativa la frequenza con cui le società legano il variabile al raggiungimento di obiettivi ESG: ciò vale sia per gli MBO che per gli LTI. Il peso medio di tale componente nel pacchetto è però stabile.
- i) L’unica classe di amministratori che ha registrato nel 2021 una dinamica significativa è quella degli AD, che hanno ottenuto un aumento dei compensi monetari da 946 a 1.104 mila € (+17%), collegato soprattutto a un forte incremento dei bonus (da 239 a 420 mila €). Le ragioni di tale dinamica emergono dal confronto tra *pay opportunity* e compensi effettivamente corrisposti (ricavabile per la prima volta con riferimento al 2021). I compensi fissi sono sostanzialmente allineati al fisso ricavabile dalla *policy*. Con il ritorno a una nuova normalità post-pandemica non si trova quindi più traccia delle decurtazioni dei

compensi fissi che i CEO avevano sovente accettato in un anno eccezionale come il 2020. I bonus monetari sono mediamente sopra il *target* (472 mila € in media, contro 395 mila € promessi a *target* e 579 mila € a *cap*). Ciò appare coerente con il rimbalzo dell'economia successivo all'uscita dalla fase più critica della pandemia (e prima della guerra russo-ucraina).

- j) L'informazione in materia di "successo sostenibile" si trova principalmente nelle DNF. Si tratta di documenti sovente dispersivi: un esercizio di maggior sintesi e/o un *executive summary* sarebbero utili. L'analisi di materialità dei temi di sostenibilità è svolta dalle società con un coinvolgimento forte di dipendenti, clienti e fornitori ma con un limitato (<50%) coinvolgimento degli investitori. Ciò sembra indicare un'attenzione dedicata soprattutto a temi *social* (più che ambientali o di governance). Il quadro è in evoluzione: oltre metà degli emittenti (61%) comunica l'esistenza di un vero e proprio piano di sostenibilità, che è frequentemente (69%) integrato nel piano industriale; dove il piano è integrato, i principali obiettivi (KPI) di sostenibilità sono comunicati ex ante in quasi 2/3 (65%) dei casi.
- k) Da quest'anno le imprese non finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l'obbligo di comunicare, ai sensi del Regolamento UE Tassonomia, la quota di fatturato, investimenti e costi operativi associate ad attività "ammissibili" alla qualifica di ecosostenibilità. Quasi metà degli emittenti (tra cui tutte le società appartenenti a determinati settori) comunica una quota di fatturato "ammissibile" pari a 0; inoltre, si osservano spesso numeri divergenti tra società con business paragonabile. Infine, molte società piccole paiono avere incontrato difficoltà nell'adeguamento alla nuova regolamentazione. È importante che amministratori e sindaci pongano attenzione allo svolgimento del loro ruolo (cui sono associate precise responsabilità) nell'approvazione dei numeri e nella predisposizione e nel controllo del processo che a quei numeri porta. L'impressione è quella di un cantiere aperto: molte società piccole paiono avere incontrato difficoltà nell'adeguamento alla nuova regolamentazione. La progressiva entrata in vigore della normativa europea ha semplificato, da un lato, gli adempimenti per gli emittenti ma, dall'altro, ha prodotto un'informativa non facilmente interpretabile.
- l) Quasi tutte le società riportano dati sulla ripartizione del personale tra uomini e donne. Le dipendenti sono circa il 40% del totale. La presenza femminile si dimezza (19%), tuttavia, a livello dirigenziale. Circa 1/3 degli emittenti fornisce informazioni sulla differenza di remunerazione tra uomini e donne. Il *gender pay gap*, verosimilmente collegato a differenze di ruolo nell'organigramma, è apprezzabile: le donne percepiscono in media l'89% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'86% tra i dirigenti. Quasi tutte le società riportano informazioni in materia di consumi energetici. Sovente (58%) è comunicata anche la quota di consumi alimentata da fonti rinnovabili, pari al 18% in media. Il ricorso a fonti rinnovabili sale tra le società grandi (26% contro 13% tra le piccole) e nel settore finanziario (28% contro 17% negli altri settori).

m) La trasparenza in materia di rating ESG è in aumento, soprattutto tra le società maggiori e tra quelle che presentano un piano di sostenibilità. L'utilità dei rating, tuttavia, è ancora poco chiara in quanto i voti forniti da vari *providers* appaiono poco confrontabili tra loro.

1. Introduzione

Questo Rapporto¹ analizza tematiche di corporate governance e sostenibilità nell'ambito delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Esso si focalizza su temi che appaiono di particolare interesse e attualità, che possono cambiare di anno in anno. Essi sono affrontati in profondità, distinguendo le luci dalle ombre che talvolta caratterizzano la corporate governance: come già nell'edizione 2021, l'obiettivo non è distribuire pagelle o alzare cartellini gialli, ma evidenziare in modo chiaro dove sono diffuse situazioni di *best practice* e dove, invece, esistono margini di miglioramento. Il Rapporto contiene spunti di riflessione e suggerimenti, indirizzati a emittenti, investitori e *policy-makers*, riguardo ai temi analizzati.

Il Rapporto segue un approccio ampio ai temi di governance. Esso esamina non solo la *compliance* con l'autodisciplina, ma altresì come le società hanno applicato la normativa in ambito di corporate governance e sostenibilità.

Questa seconda edizione del Rapporto FIN-GOV si concentra sui seguenti temi:

- a) Composizione e funzionamento degli organi sociali;
- b) Indipendenza di consiglieri e sindaci;
- c) Politiche adottate dagli emittenti per il dialogo con gli azionisti;
- d) Comitati consiliari;
- e) Politiche di Remunerazione e compensi corrisposti;
- f) Informazioni in materia di sostenibilità, con particolare attenzione per la prima applicazione del Regolamento europeo c.d. Tassonomia.

La scelta degli argomenti è stata influenzata da alcune recenti novità.

La prima è l'entrata in pieno vigore del nuovo Codice di Corporate Governance (CG). Il Comitato per la Corporate Governance ha effettuato una vera e propria riscrittura del Codice di autodisciplina, che ha cambiato nome e struttura, fondata su una chiara distinzione tra principi (che definiscono gli obiettivi di una buona governance e sono inderogabili) e raccomandazioni, formulate su base *comply-or-explain*.

Il Codice CG contiene numerose novità. La principale è l'approccio flessibile, che a) prevede raccomandazioni differenziate a seconda delle dimensioni dell'emittente (grandi/piccole) e del suo assetto proprietario (concentrato/non concentrato) e b) consente agli emittenti di adottare soluzioni "su misura" per la propria situazione (ad es. in materia di criteri per la valutazione dell'indipendenza, di assetto dei comitati endoconsiliari o di numero massimo di incarichi compatibili con lo svolgimento dell'incarico di amministratore).

¹ Un sentito ringraziamento va a Martina Cefis, Lara Favazzani e Rachele Pirrelli per l'aiuto nella costruzione del database su cui il Rapporto si basa. Ogni responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è a carico degli autori.

Gli emittenti che adottano il Codice sono tenuti ad applicarlo dall'esercizio iniziato nel 2021, informando il mercato nella Relazione sul governo societario pubblicata nel 2022. L'adozione del Codice è quasi totalitaria (96%). Questa seconda edizione del Rapporto pone a confronto i dati aggiornati con quelli dell'anno passato, fase di transizione in cui la grande maggioranza (83%) degli emittenti aveva peraltro già comunicato di aderire al nuovo Codice.

In materia di sostenibilità il Rapporto analizza le raccomandazioni del Codice CG e l'applicazione del d.l. 254/2016, che ha introdotto l'obbligo di redigere la Dichiarazione di carattere Non Finanziario (DNF). In tale ambito rivestono particolare interesse le novità introdotte dal Regolamento (UE) 2020/8525 (c.d. Regolamento Tassonomia) che prescrive – tra l'altro – alle società tenute a redigere la DNF di divulgare alcune statistiche di sintesi riguardanti il grado di “ecosostenibilità” della propria attività.

La seconda novità è il recepimento in Italia della Direttiva Europea 2017/828, c.d. *Shareholder Rights II (SHRDII)* che contiene – tra gli altri – interventi in materia di *engagement* tra investitori istituzionali, gestori di attivi ed emittenti, di politica delle remunerazioni e *Say on Pay* e di approvazione delle OPC. Nel Rapporto si analizzano vari temi legati a tale direttiva. Anzitutto, come l'anno passato, si esaminano le modalità di applicazione: a) dell'art. 123-ter TUF, in materia di politica di remunerazione e compensi corrisposti e, soprattutto, b) della regolamentazione applicativa (art. 84-quater Regolamento Emittenti Consob e relativo Allegato 3A, Schema 7-bis) pubblicata a dicembre 2020.

La direttiva spinge investitori istituzionali e gestori di attivi a sviluppare e comunicare al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. In risposta a tale esigenza, il Codice CG raccomanda agli emittenti di adottare (e descrivere nella Relazione CG) una propria politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali. Il Rapporto analizza – per la prima volta – le politiche adottate dagli emittenti.

Il Rapporto è fondato sull'analisi di quattro fonti principali:

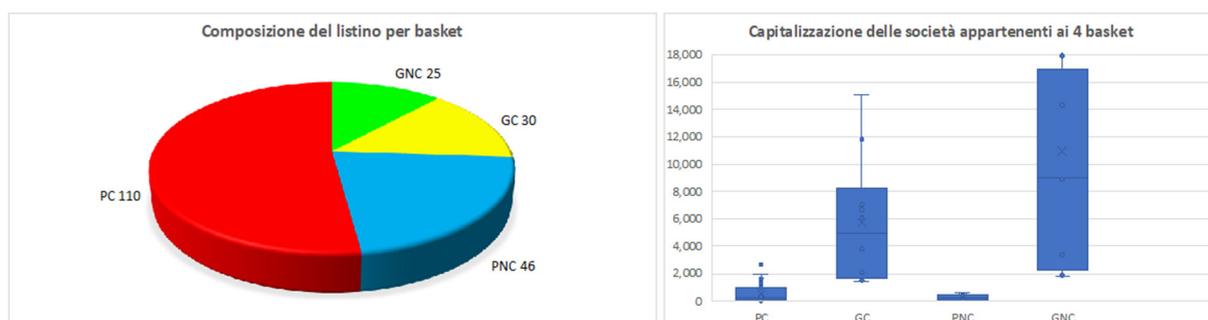
- a) le Relazioni sul Governo societario (RCG), pubblicate ai sensi dell'art. 123-bis TUF;
- b) le Relazioni sulla politica in materia di remunerazioni e sui compensi corrisposti (RR), pubblicate ai sensi dell'art. 123-ter TUF;
- c) Le Dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF), pubblicate ai sensi del D.lgs. 254/2016, dopo l'intervento del Regolamento tassonomia;
- d) Le Politiche per il dialogo con gli azionisti (*Engagement Policies* – EP), predisposte dagli emittenti in coerenza con la Racc. 3 del Codice CG.

Tali documenti sono talvolta scarni, talvolta molto ricchi². Tale variabilità indica l'opportunità di una riflessione sul contenuto più opportuno delle relazioni. Il quadro è stato integrato con altre informazioni pubbliche di fonte societaria e Consob.

Il Rapporto analizza le 211 società italiane, quotate al 31 dicembre 2021, le cui Relazioni erano disponibili al 31 agosto 2022: la copertura del listino è sostanzialmente integrale³. Come l'anno scorso, accanto ai risultati per l'intero listino, sono riportate statistiche relative, anzitutto, alle classificazioni del Codice CG:

- Dimensione: società grandi vs. piccole ai sensi del Codice⁴;
- Concentrazione dell'azionariato: società concentrate vs. non concentrate ai sensi del Codice⁵;
- *4 Baskets*: classificazione ottenuta incrociando dimensione dell'emittente e concentrazione dell'azionariato. La Figura 1 mostra che, tra le società grandi, le non concentrate (GNC) hanno dimensioni mediamente maggiori rispetto alle concentrate (GC)⁶. Tale differenza non si riscontra, invece, tra le società piccole (rispettivamente PNC e PC).

Figura 1



Accanto a tali categorie sono riportate quelle tradizionali, per indice e settore:

- Indici di Borsa Italiana: FTSE-Mib, Mid Cap, Altre (di fatto Small Cap; i termini saranno usati come equivalenti); è una diversa classificazione per dimensione;
- Settori: società finanziarie vs. non finanziarie.

² La Relazione CG media è composta di 78 pagine (variabile tra 18 e 178); la RR è 44 pagine (variabile tra 5 e 169); la DNF è addirittura 135 pagine (variabile tra 7 e 499); la EP è 9 pagine (variabile tra 1 e 18).

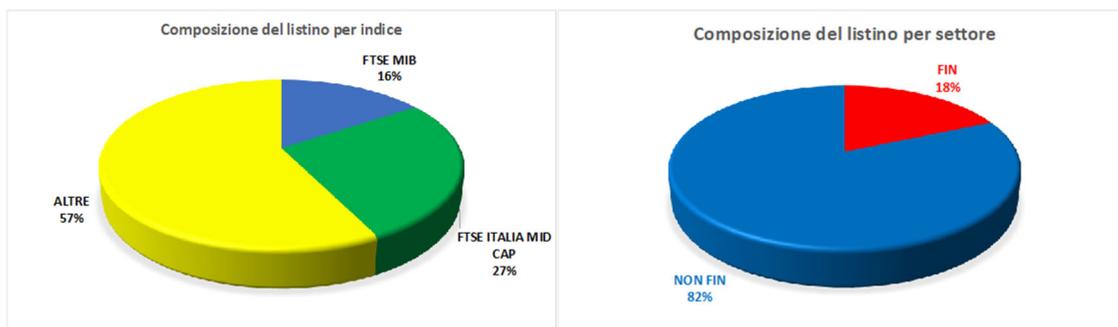
³ Le 6 Relazioni mancanti a tale data sono in genere collegate a casi di *delisting* e procedure concorsuali. Sono escluse dall'indagine le società di diritto estero e le società quotate sul mercato *Euronext Growth Milan*, non soggette all'obbligo regolamentare di fornire informazioni sull'applicazione del Codice.

⁴ A seconda che la capitalizzazione di Borsa sia superiore/inferiore a 1 miliardo di € alle date di riferimento. Nel Codice CG tale distinzione impatta su: peso minimo degli indipendenti in CdA e riunioni degli indipendenti (Racc. 5), nomina del *Lead Independent Director* (LID) (Racc. 13), orientamento riguardo al numero massimo di incarichi (Racc. 15), composizione dei comitati (Racc. 17), frequenza dell'autovalutazione (Racc. 22), piani di successione (Racc. 24).

⁵ A seconda che esista – o meno – un socio o un gruppo di soci che detenga(no) la maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria. Tale distinzione impatta su: peso minimo degli indipendenti in CdA (Racc. 5), flessibilità nell'istituzione del comitato nomine (Racc. 16), frequenza dell'autovalutazione (Racc. 22), orientamento sulla composizione quali-quantitativa ottimale in occasione del rinnovo del CdA (Racc. 23).

⁶ 9 delle prime 10 società per capitalizzazione (tra cui le prime 7) sono non concentrate ai sensi del Codice.

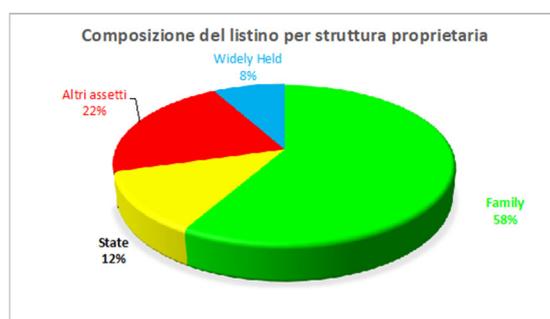
Figura 2



Infine, sono riportate statistiche riferite all'identità dell'azionista di riferimento (identificato utilizzando la soglia del 20% dei diritti di voto, standard nella letteratura di finanza):

- Struttura proprietaria: classificazione riferita all'esistenza (e all'identità) di uno o più azionisti tra loro legati che detengano almeno il 20% dei diritti di voto. Sono state individuate le seguenti 4 categorie: *Family*, *State*, *Altri assetti*, *Widely Held*⁷.

Figura 3



Questa classificazione non rileva direttamente per misurare la *compliance* con il Codice o la normativa, ma consente di analizzare l'impatto sulle decisioni di governance di due fattori importanti, non considerati dal Codice: a) le situazioni di controllo di fatto; b) l'identità dell'eventuale socio di riferimento (a seconda che esso sia una famiglia o un soggetto pubblico – *State*). Per la definizione delle singole categorie si rinvia all'Appendice 1.

⁷ Alcune classificazioni utilizzate nel testo (concentrate/non concentrate e identità del socio di riferimento con soglia al 20%) sono simili a quelle in Consob (2021), ma non perfettamente coincidenti con esse. La prima classificazione Consob è fondata su una distinzione tra società *controlled* e *non-controlled* che però non coincide con quella "da Codice", usata qui. La seconda classificazione Consob fa riferimento all'identità del c.d. *ultimate controlling agent (UCA)* suddivisa in 5 sottocategorie (*families, State and local authorities, financial institutions, mixed* e *no UCA*). Per ulteriori dettagli si rinvia all'Appendice e alle note in calce alle tabelle 1.2 e 1.4 in Consob (2021).

2. Composizione e funzionamento degli organi

BOX 1

Il Codice di Corporate Governance modula le raccomandazioni in base alla dimensione e all'azionariato dell'emittente. Data la varietà di strutture proprietarie delle società italiane quotate, tale logica è condivisibile.

La *composizione* dei CdA è quasi sempre *compliant* con le raccomandazioni del Codice. Ciò vale, in particolare, per il peso degli amministratori indipendenti. Ciò è peraltro dovuto, almeno in parte, all'approccio prudente del Codice, che si è sostanzialmente limitato a fotografare la prassi corrente e ha rinunciato a proporre standard più elevati, soprattutto alle società minori.

Il Codice raccomanda che il CdA esprima un orientamento sulla propria composizione quali-quantitativa ottimale, da pubblicarsi con congruo anticipo rispetto alla convocazione dell'assemblea di rinnovo. L'applicazione della raccomandazione non è soddisfacente: in oltre metà dei casi gli emittenti non hanno pubblicato l'orientamento o lo hanno pubblicato senza congruo anticipo.

La presentazione di una lista di candidati da parte del CdA uscente è una prassi ormai consolidata presso le società maggiori, soprattutto se a proprietà diffusa (*widely held*) e nel settore finanziario. I casi di "lista del CdA" sono in netto aumento (+33%).

In materia di *funzionamento* del CdA riveste importanza cruciale la circolazione pre-consigliare dell'informazione, presupposto per l'adempimento dell'obbligo a carico degli amministratori di "*agire in modo informato*". La trasparenza in materia è molto buona ma gli emittenti indicano spesso (38%) limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni di riservatezza; ciò si riscontra soprattutto (71%) tra le società *widely held*. Il punto merita attenzione perché il nuovo Codice prevede esplicitamente che "*le modalità di tutela della riservatezza dei dati e delle informazioni fornite*" non devono "*pregiudicare la tempestività e la completezza dei flussi informativi*".

Il nuovo Codice ha portato varie novità in materia di composizione e funzionamento degli organi sociali:

- a) La numerosità minima raccomandata degli amministratori indipendenti è stata innalzata per quasi tutte le (55) società grandi (Racc. 5). Il Codice raccomanda che: nelle (25) società grandi a proprietà non concentrata gli indipendenti costituiscano almeno metà del CdA; nelle (30) società grandi concentrate, gli indipendenti siano almeno 1/3 del CdA⁸. Il precedente riferimento era pari a 1/3 per le (33) società del FTSE Mib, senza distinzione di struttura proprietaria;

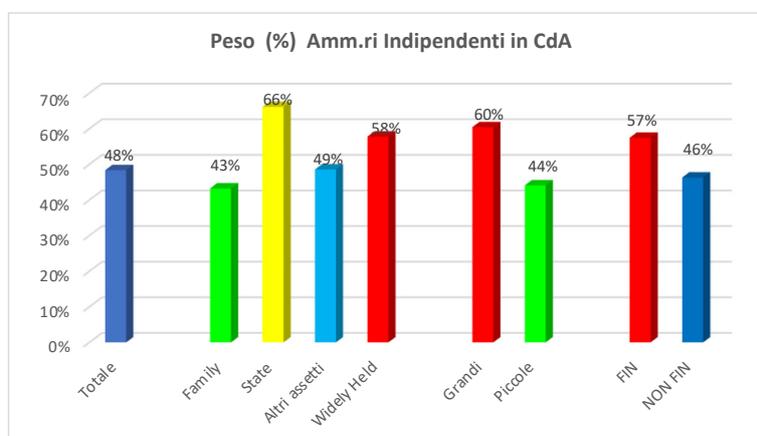
⁸ Le Q&A a supporto del Codice precisano che se la quota degli amministratori indipendenti corrisponde a un numero non intero, quest'ultimo è arrotondato secondo il criterio aritmetico (il precedente riferimento prevedeva l'arrotondamento all'unità inferiore). La definizione di

- b) Le riunioni periodiche degli amministratori indipendenti sono raccomandate solo nelle società grandi (Racc. 5);
- c) L'espressione di un orientamento del CdA in merito al numero massimo di incarichi compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore è raccomandata nelle sole società grandi (Racc. 15);
- d) Le società piccole e le grandi concentrate hanno maggiore flessibilità nell'attribuzione al CdA di compiti tipici di comitati (in particolare in materia di nomine per le 140 società concentrate e di controllo e rischi per le 156 società piccole) (Racc. 16).

2.1 Composizione del CdA

La composizione del CdA, con particolare riguardo all'articolazione tra esecutivi, non esecutivi e indipendenti, è stabile nel tempo (26% esecutivi, 74% non esecutivi). Solo il peso degli indipendenti è in lieve, quasi impercettibile ascesa anno dopo anno (anche nel 2021 il peso degli indipendenti si muove appena, dal 47 al 48% del CdA). Il peso degli indipendenti varia in relazione alla dimensione societaria (più alto nelle grandi: 60%), al settore di appartenenza (più alto nelle società finanziarie: 57%) e soprattutto alla struttura proprietaria (più alto nelle società pubbliche (66%) e *widely held* (58%) e minore nelle società familiari (43%).

Figura 4



2.1.1 Il peso degli amministratori indipendenti

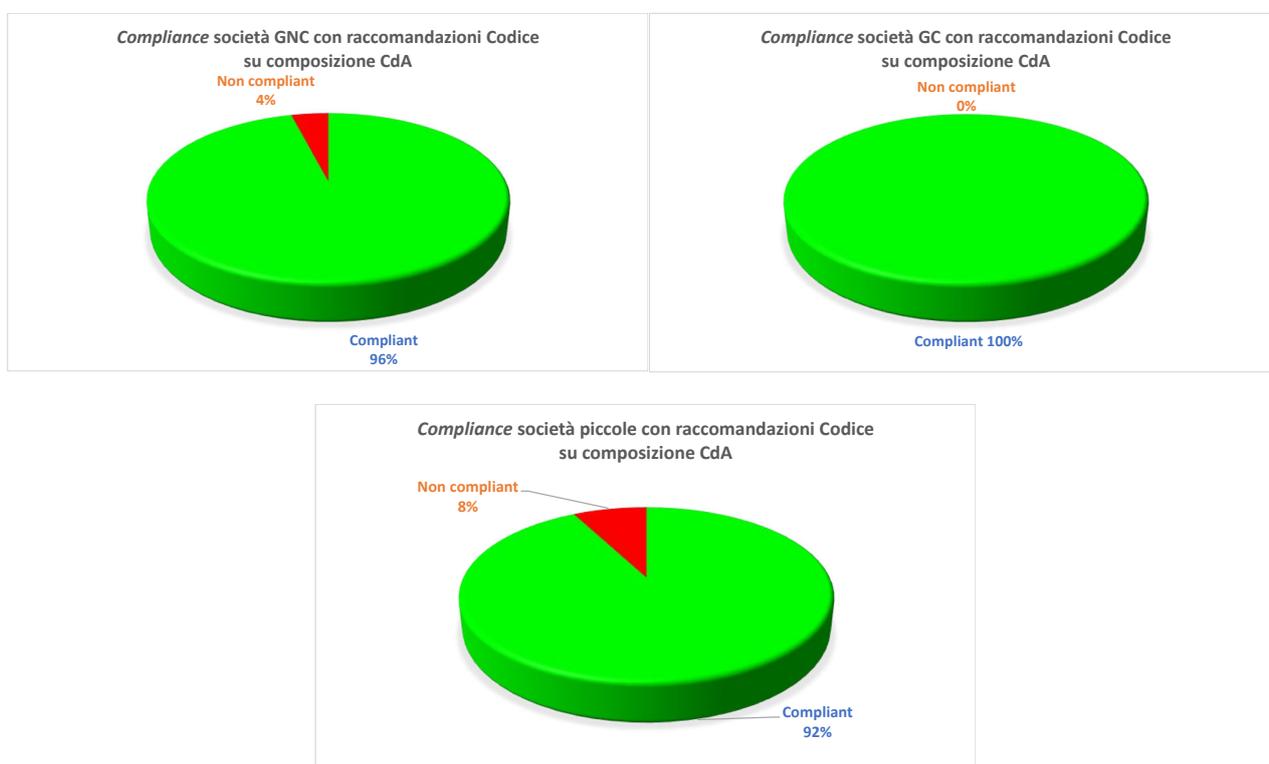
La raccomandazione sul peso minimo degli indipendenti nelle società grandi trova applicazione a partire dal primo rinnovo successivo al 31/12/2020. Il periodo di adeguamento non è, dunque, ancora terminato. Il Codice CG ha alzato l'asticella per le società maggiori (dal 33 al 50% del *Board*) ed esteso il numero delle società cui si applica il regime rafforzato (in aggiunta al limite minimo, applicabile a tutti, di due indipendenti, escluso il presidente): da 33 emittenti del FTSE Mib soggetti a un *floor*

indipendenza, peraltro, è anch'essa mutata: in particolare, il presidente può essere qualificato come indipendente a certe condizioni e, in tal caso, viene computato ai fini del calcolo delle percentuali.

di 1/3 si è passati a 55 società grandi, 25 delle quali sono non concentrate e quindi soggette in realtà al più elevato *floor* pari al 50% del *Board*.

Le società grandi sono allineate quasi sempre alle nuove raccomandazioni: il peso medio degli indipendenti è pari al 69% nelle grandi non concentrate (in aumento dal 63% del 2020; soglia minima = 50%) e al 54% nelle grandi concentrate (come nel 2020; soglia minima = 1/3). A livello di singoli emittenti, tra le grandi non concentrate, il CdA è già allineato al nuovo Codice nel 96% dei casi (24 su 25; in aumento dall'85% dell'anno passato); le grandi concentrate sono addirittura già tutte allineate al nuovo standard. Anzi, esse sono in maggioranza (70%; erano il 62% nel 2020)⁹ allineate allo standard più elevato (50% di indipendenti).

Figura 5



Il quadro è simile tra le società piccole: il numero degli indipendenti in CdA è sotto la soglia minima (pari a 2) solo in 12 emittenti (pari all'8% del totale); tra l'altro si tratta sovente (8 casi) di società che hanno scelto di non adottare il Codice. Insomma, la *compliance* col nuovo Codice in materia di composizione del CdA è pressoché totale. Anzi, le società piccole sono quasi sempre già allineate al modello proposto alle grandi concentrate: l'81% di esse ha indipendenti pari almeno a 1/3 (il 40% ha addirittura una maggioranza di indipendenti), sicché un eventuale ulteriore innalzamento dello standard non causerebbe sconvolgimenti.

Gli emittenti sono in larga parte *compliant* con le nuove raccomandazioni in termini di *peso degli indipendenti*. Ciò è peraltro dovuto, almeno in parte, all'approccio

⁹ Le società GC *compliant* con il parametro più elevato salgono addirittura all'83% del totale se si tiene conto del criterio "di arrotondamento" previsto nella Q Racc. 5(2) delle Q&A al Codice.

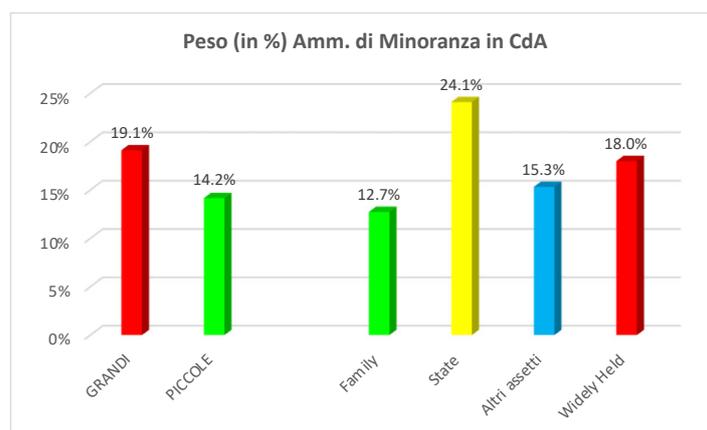
prudente del Codice, che si è limitato a fotografare la prassi corrente e ha rinunciato a proporre standard più elevati soprattutto alle società minori¹⁰. In effetti, il Codice alterna standard alti e bassi, coraggiosi e conservativi, a seconda della materia.

Importante quanto il peso degli amministratori indipendenti è la loro *qualità*, su cui il nuovo Codice ha inciso attraverso l'introduzione di nuovi *benchmark* di valutazione. Il tema è approfondito in seguito.

2.1.2 Gli amministratori di minoranza

La presenza di rappresentanti delle minoranze negli organi sociali è prassi prevalente: le società con amministratori (sindaci) di minoranza sono in continua, lieve ascesa (rispettivamente, 59% e 61% del totale). La rappresentanza delle minoranze è fortemente correlata alla dimensione societaria: amministratori di minoranza sono presenti nel 93% delle società grandi, cioè con frequenza doppia rispetto alle piccole (47%). Anche la struttura proprietaria ha un influsso notevole: amministratori di minoranza sono presenti molto spesso nelle società a controllo pubblico (96%) e nelle *widely held* (82%) ma solo nel 46% delle società familiari¹¹.

Figura 6



Il peso dei consiglieri di minoranza (nelle società dove sono presenti) cambia a seconda della dimensione e dell'assetto proprietario. Tale peso, pari al 14% nelle società piccole, aumenta fino al 24% nelle grandi non concentrate. Il peso dei consiglieri di minoranza è più basso (13%) nelle società familiari e sale fino al 24% nelle società pubbliche.

Circa il 67% (63%) degli amministratori (sindaci) di minoranza è tratto da liste presentate da investitori istituzionali, riuniti sotto l'egida di Assogestioni. Tra gli

¹⁰ Un punto cruciale è l'individuazione del livello più opportuno a cui porre l'asticella. Da un lato, in coerenza con il principio *comply-or-explain*, avrebbe senso proporre qui una "*truly best*" practice; dall'altro, l'approccio difensivo è comprensibile perché i *proxy advisors* tendono a leggere in chiave negativa eventuali deviazioni dalle raccomandazioni del Codice, a prescindere dall'esistenza – e dalla bontà – di eventuali *explain*. La questione dell'approccio preferibile per il Codice resta – a tutt'oggi – aperta.

¹¹ L'andamento è analogo, ma con differenze meno marcate, per il Collegio Sindacale.

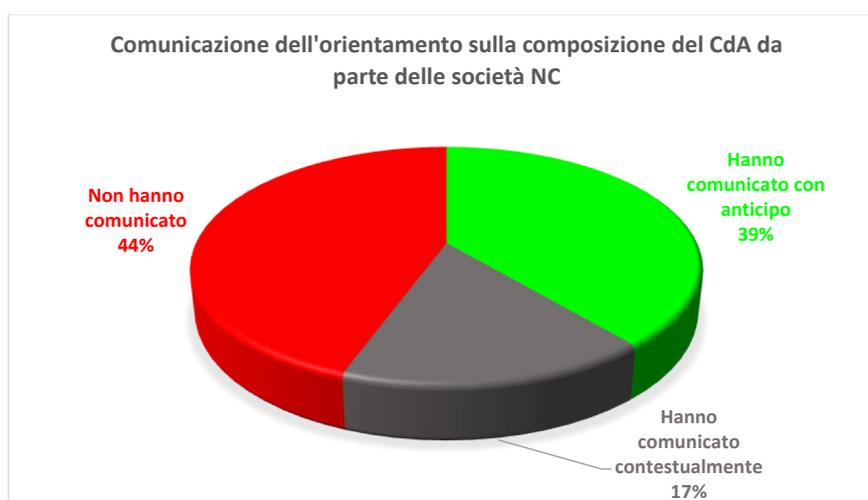
amministratori di minoranza, quelli eletti da “liste Assogestioni” sono l’89% tra le società grandi (ma solo il 42% tra le piccole).

2.1.3 Gli orientamenti sulla composizione quali-quantitativa ottimale del CdA

La raccomandazione 23 del Codice CG richiede, nelle (71) società non concentrate, che il CdA esprima, in vista di ogni suo rinnovo, un orientamento sulla sua composizione quali-quantitativa ottimale, tenendo conto degli esiti dell’autovalutazione. Si raccomanda che l’orientamento sia pubblicato sul sito *internet* della società con congruo anticipo rispetto all’avviso di convocazione dell’assemblea relativa al suo rinnovo.

Circa $\frac{3}{4}$ degli emittenti hanno comunicato di avere effettuato l’attività di autovalutazione del CdA; la percentuale sale lievemente (82%) tra le società non concentrate. L’attività è stata svolta con il supporto del Comitato Nomine, come raccomandato dal Codice (Racc.12, lett. e)), in poco più di metà dei casi (55%). In 57 casi, pari al 35% del totale, le società hanno fatto ricorso a un consulente esterno (la frequenza varia tra il 19% delle Small Cap e il 90% delle FTSE Mib).

Figura 7



L’applicazione della raccomandazione in materia di pubblicazione degli orientamenti del CdA non è ancora soddisfacente: 58 società hanno rinnovato il CdA nella stagione assembleare che va da gennaio a giugno 2022; 18 di queste sono a proprietà non concentrata. Gli emittenti che hanno pubblicato sul sito web l’orientamento richiesto dal Codice sono poco più della metà (10). Inoltre, in 3 casi la pubblicazione è stata contestuale all’avviso di convocazione (senza congruo anticipo). Pare opportuno un richiamo di attenzione agli emittenti affinché predispongano e comunichino al mercato gli orientamenti del Cda uscente.

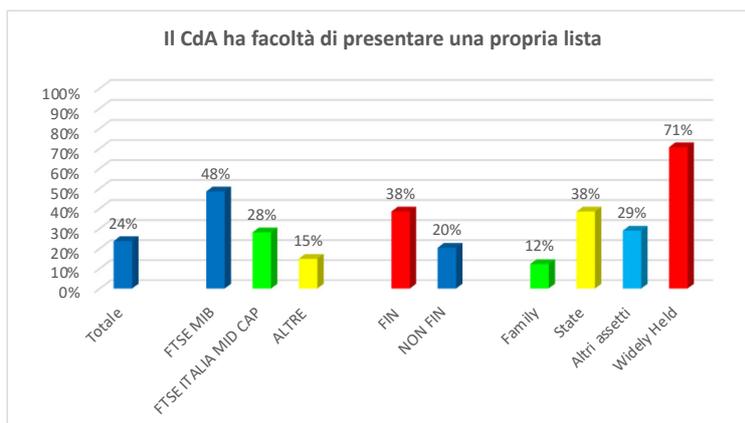
Tra le poche società (7, pari al 39% del totale) che hanno già dato applicazione alle raccomandazioni del Codice, la pubblicazione degli orientamenti è avvenuta con un anticipo, rispetto all’avviso di convocazione, compreso tra 17 e 118 giorni (in media 29 giorni).

Tra le società concentrate, non soggette alla raccomandazione del Codice, la diffusione degli orientamenti del CdA è minoritaria (15 casi su 40, pari al 37,5% del totale). L'orientamento è stato fornito contestualmente all'avviso di convocazione dell'assemblea (in 10 casi) o addirittura in ritardo (in un caso 20 giorni dopo l'avviso di convocazione). Negli ultimi 4 casi l'anticipo è stato molto breve (in media 11 giorni).

2.1.4 Le liste presentate dal CdA uscente

La presentazione di una lista di candidati da parte del CdA uscente è una prassi poco diffusa, ma popolare presso alcune categorie di emittenti. Tale facoltà è attribuita al CdA attraverso specifiche disposizioni statutarie, rinvenibili presso 50 emittenti (24% del totale), concentrati tra le società maggiori (FTSE Mib), dove la frequenza più che raddoppia (48%, contro 28% tra le Mid Cap e 15% tra le altre). Numeri analoghi si riscontrano presso le società finanziarie (38%), in confronto con le non finanziarie (20%).

Figura 8



L'elemento determinante dietro la scelta di consentire la presentazione di una "lista del CdA" è la struttura dell'azionariato. La lista del CdA è prevista nella maggioranza (71%) delle società *widely held*. La frequenza scende al 38% tra le società pubbliche e al 12% tra le *family firms*.

La facoltà di presentare una lista non implica che essa sia effettivamente presentata. Il numero di casi in cui il CdA ha sfruttato l'opportunità di presentare una propria lista è – comunque – in netto aumento (da 9 a 12: +33%). Si osserva – anche qui – una relazione evidente tra presentazione della lista del CdA, dimensione della società, settore e soprattutto struttura dell'azionariato. 6 società appartengono all'indice FTSE Mib e 6 appartengono al settore finanziario. Ma soprattutto sono tutte società non concentrate ai sensi del Codice CG; inoltre, 7 società su 12 sono *widely held* e nelle altre 5 società la quota del primo azionista è compresa tra il 20% e il 31% dei diritti di voto.

2.2 Funzionamento del CdA

Il tema è estremamente ampio. Si è scelto di concentrarsi su tre punti: a) frequenza delle riunioni, *time commitment* richiesto agli amministratori e partecipazione alle riunioni; b) circolazione pre-consiliare delle informazioni; c) nomina del *Lead Independent Director* (LID) e riunioni dei soli amministratori indipendenti.

2.2.1 Frequenza delle riunioni e *time commitment*

Le società pubblicano quasi sempre (96%) informazioni sufficienti a ricavare sia il numero di riunioni consiliari (11,7 in media), sia l'effettivo *time commitment* degli amministratori (N.riunioni CdA x Durata media = 29 ore in media)¹². L'informazione è quasi altrettanto diffusa per i collegi sindacali e per i comitati Remunerazioni e Controllo e Rischi (tra l'80 e il 90% dei casi). La *disclosure* è più rara per gli altri comitati (ad es. comitati sostenibilità, comitati OPC).

Ottima è la *disclosure* sulle presenze degli amministratori alle riunioni consiliari, fornita quasi sempre (99% dei casi). La partecipazione è in genere molto elevata (96% delle riunioni); l'85% dei consiglieri ha partecipato ad almeno il 90% delle riunioni; solo l'1% (3%) di essi ha presenze inferiori al 50% (75%). Numeri simili sono riscontrabili per il collegio sindacale¹³.

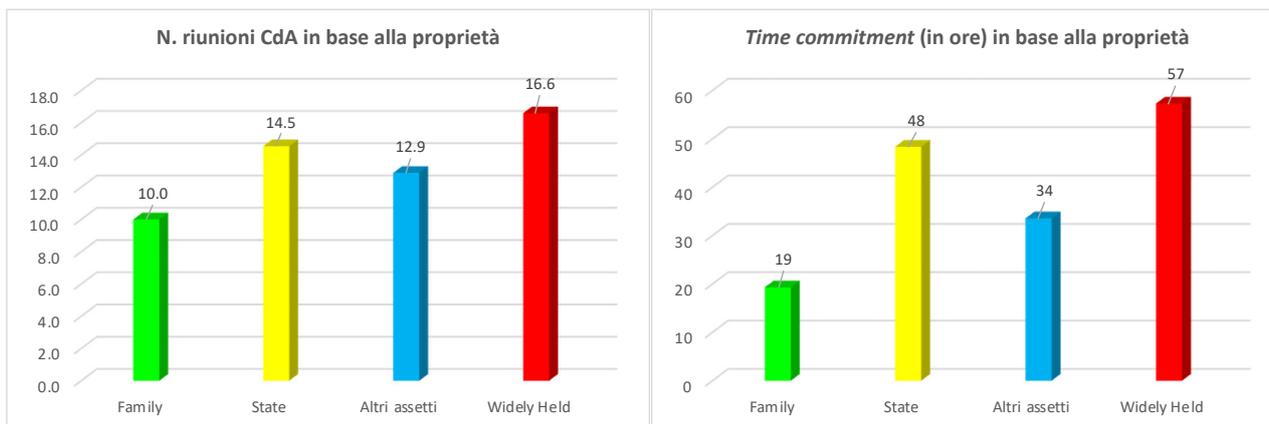
Numero di riunioni e, ancor più, *time commitment* variano molto in relazione alla dimensione societaria e all'assetto proprietario. Il numero medio di riunioni varia, ad esempio, tra 10 nelle *family firms* e 16.6 nelle società *widely held* (+66%). Il *time commitment* per le riunioni consiliari varia addirittura tra 19 ore nelle società familiari e 57 ore/anno tra le *widely held* (+197%). A livello di singolo emittente, il numero annuo di riunioni consiliari varia tra 2 (in una società familiare) e 38 (in una compagnia di assicurazione); il *time commitment* complessivo annuo varia moltissimo, tra 2 ore (in due società familiari) e 185 ore (in una banca)¹⁴.

¹² Si tratta, ovviamente, di una *proxy* largamente per difetto dell'effettivo *time commitment* richiesto, che include – oltre al tempo per le riunioni – almeno quello per la lettura del materiale preparatorio e per eventuali interazioni con altri consiglieri. I numeri nel testo sono riferiti alle sole riunioni consiliari. Il *time commitment* complessivo richiede di considerare anche il tempo per la partecipazione alle riunioni dei Comitati di cui il consigliere è membro (CE = 26 ore; CN e CR = 8/9 ore; CCR = 24 ore; C.Sostenibilità = 13 ore; COPC = 7 ore). Il *time commitment* per le riunioni del Collegio Sindacale è pari a 37 ore.

¹³ I numeri sono simili anche per i Comitati “da Codice”, per i Comitati Sostenibilità e per i Comitati OPC (dove costituiti in forma autonoma, ossia dove non sono accorpati ad altri comitati).

¹⁴ A livello di singoli consiglieri, il *time commitment* complessivo (comprensivo dei comitati) varia da un minimo di 2 ore (per 19 consiglieri, nelle 2 piccole società familiari citate nel testo), fino a un massimo di 405 ore/anno (per un consigliere impegnato in più comitati, in una grande banca).

Figura 9



Il *time commitment* è legato non solo alla differente complessità dei problemi che i CdA devono affrontare ma anche a un diverso grado di strutturazione della corporate governance.

Il *time commitment* degli amministratori è un elemento fondamentale ai fini dell'orientamento del CdA sul numero di incarichi, la cui comunicazione è raccomandata alle sole società grandi. Informazioni sul numero di incarichi consentiti sono fornite dall'85% di tali società (in forte aumento dal 69% dell'anno passato), mentre la *disclosure* (su base volontaria) è meno frequente (33%) nelle società piccole. Non è semplice riportare statistiche sul numero di incarichi ammessi, poiché esso si fonda, non di rado, su algoritmi complessi. Nelle (36) società grandi dove l'orientamento fa riferimento agli incarichi da amministratore non esecutivo, il numero massimo ammesso è in media pari a 5¹⁵.

Circa metà degli amministratori (53%) detiene altri incarichi oltre a quello nell'emittente: il numero medio di altri incarichi detenuto da tali soggetti è pari a 3,6; 189 amministratori detengono un numero di incarichi superiore a 5 (fino a un massimo di 54). Le situazioni di multicarica sono molto più diffuse (77%) tra i sindaci, che detengono – tra l'altro – un numero di incarichi molto superiore (9,2); inoltre, quasi metà dei sindaci detengono un numero di incarichi superiore a 5 (fino a un massimo di 57).

2.2.2 Circolazione delle informazioni

La circolazione pre-consiliare dell'informazione ai consiglieri (e la possibilità per essi di chiedere ulteriori approfondimenti in consiglio) sono il presupposto per l'adempimento dell'obbligo codicistico (art. 2381, co. 6) a carico degli amministratori di "*agire in modo informato*". Il rispetto delle raccomandazioni del Codice in materia ha un'importanza che travalica la mera *compliance* con il Codice, anche alla luce di provvedimenti sanzionatori recentemente irrogati da Consob¹⁶.

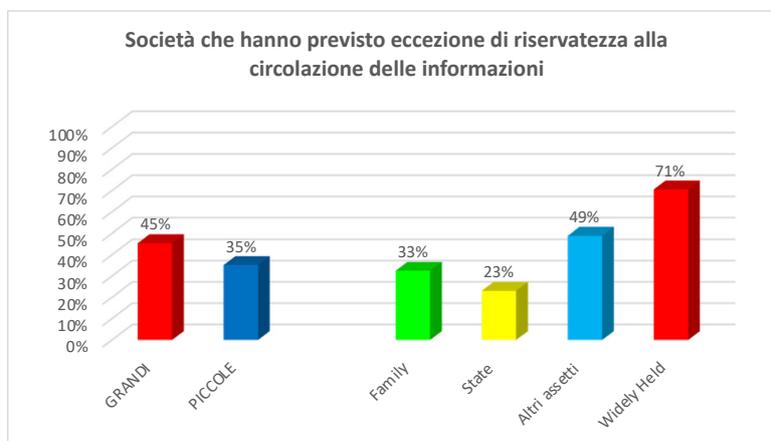
¹⁵ Il numero massimo ammesso varia molto (tra 2 e 10 altri incarichi) da un emittente all'altro. Tra le piccole il numero massimo di incarichi è lievemente più alto (5,8) che nelle grandi.

¹⁶ Consob ha eccepito la "*concreta disapplicazione delle raccomandazioni previste dal Codice*" cui un emittente aveva dichiarato di aderire, in materia di informativa pre-consiliare, ruolo del Presidente e

Le società rendono noti molto spesso (nell'85% dei casi) i termini per l'invio dell'informativa pre-consiliare. Le Relazioni indicano sovente (nell'82% dei casi) che il termine è stato rispettato (dunque informazione completa sul rispetto delle raccomandazioni è stata fornita dall'85% x 82% = 70% del totale degli emittenti)¹⁷. Il termine per l'invio della documentazione è indicato sempre dalle società grandi che, nel 91% dei casi, precisano che esso è stato di norma rispettato. La situazione è assai diversa tra le società piccole, che indicano il termine nell'80% (e il suo effettivo rispetto nel 78%) dei casi: informazione completa è quindi fornita solo nel 63% dei casi.

Abbastanza frequente (in 80 casi, pari al 38% del totale) è l'indicazione di limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni "di riservatezza"; tale fattispecie appare più frequente (45%) tra le società grandi ed è collegata in modo evidente alla struttura proprietaria (la clausola è presente nel 23% delle società pubbliche, nel 33% delle familiari e con frequenza più che doppia – 71% – tra le *widely held*). Tale fenomeno pare collegato a una maggior fiducia nel rispetto del vincolo di riservatezza a carico dei consiglieri in presenza di assetti proprietari concentrati. Il punto appare meritevole di attenzione perché il nuovo Codice CG prevede esplicitamente che "le modalità di tutela della riservatezza -dei dati e delle informazioni fornite" non devono "pregiudicare la tempestività e la completezza dei flussi informativi", fondamento dell'agire informato.

Figura 10



Gli emittenti comunicano molto spesso (82% dei casi; in aumento dal 74% dell'anno passato) che dirigenti della società hanno partecipato alle riunioni consiliari per fornire approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno. Non è tuttavia

funzionamento del CdA. In particolare, l'Autorità ha rimarcato l'inadeguatezza dell'informazione pre-consiliare e la frequenza con cui l'informazione sulle materie all'ordine del giorno è stata omessa o fornita con ritardo ai consiglieri, il tutto in assenza di *disclosure* (e di spiegazione delle ragioni) "sui casi in cui il termine di preavviso per l'invio della documentazione consiliare non è stato rispettato".

¹⁷ Un solo emittente precisa che il termine "non è sempre stato rispettato e la convocazione è stata fatta nei termini d'urgenza previsti dallo Statuto, ovvero le riunioni si sono svolte in forma totalitaria. La poca tempestività emersa in alcune occasioni è per lo più ascrivibile al fatto che le tempistiche risultano essere state dettate da un'attività societaria molto celere e intensa, per le esigenze di business".

sempre chiara la modalità di partecipazione prevista (ad esempio, se i dirigenti effettuino sistematicamente interventi strutturati ovvero siano a disposizione per eventuali approfondimenti).

Il rispetto (su base *comply or explain*) delle raccomandazioni del Codice in materia di circolazione delle informazioni pre-consiliari è un tema d'importanza cruciale per il funzionamento del sistema, su cui tuttavia una minoranza di società appare in netto ritardo. Si tratta di un punto che potrebbe meritare un richiamo di attenzione da parte del Comitato per la Corporate Governance.

2.2.3 Lead Independent Director e riunioni degli indipendenti

Le riunioni periodiche degli amministratori indipendenti si sono svolte quasi sempre (91%) nelle società grandi¹⁸ (dove sono raccomandate) e comunque abbastanza spesso (58%) anche nelle piccole. L'istituzione pare apprezzata anche dove non è esplicitamente raccomandata.

Le riunioni degli indipendenti sono coordinate dal *Lead Independent Director* (LID) (Racc. 14). Peraltro, il Codice CG ne raccomanda la nomina solo in alcune situazioni¹⁹. Pertanto, in molte società la figura di coordinamento non è identificata. Pare, questo, un difetto di coordinamento del Codice, che potrebbe meritare un'ulteriore riflessione da parte del Comitato per la Corporate Governance.

Il problema assume maggior rilievo tra le società grandi, dove la nomina del LID è raccomandata – di fatto – solo nel 15% dei casi (in tali casi il LID è stato sempre nominato): le società grandi hanno identificato il LID nel 44% dei casi, quindi anche dove esso non è raccomandato dal Codice. Ciò lascia però il restante 56% senza la figura di coordinamento degli indipendenti. Riunioni degli indipendenti si sono peraltro tenute nel 91% delle società grandi, che hanno ovviato al problema nominando il LID su base volontaria o affidando il compito di convocare le riunioni all'indipendente più anziano o da più tempo in carica²⁰. Non vi è modo di dire se le soluzioni adottate siano altrettanto efficaci quanto la presenza di una figura espressamente dedicata al coordinamento degli indipendenti.

¹⁸ Si fa qui riferimento alle sole società dove sono presenti almeno 2 indipendenti.

¹⁹ In caso di coincidenza tra Presidente e CEO, quando il Presidente è il soggetto che controlla l'impresa o – nelle sole società grandi – se lo richiede la maggioranza degli amministratori indipendenti (Racc. 13).

²⁰ Tra le società piccole il LID è raccomandato nel 49% ed è stato nominato nel 55% dei casi. Il 45% delle società non ha una figura di coordinamento degli indipendenti, che si sono comunque riuniti nel 58% dei casi.

3. Il dialogo con gli azionisti

BOX 2

Il Codice raccomanda di adottare una politica per il dialogo con gli azionisti ma non ne indica i contenuti. Sia Assonime che Assogestioni hanno sviluppato linee-guida per aiutare emittenti e *asset managers* nella definizione delle rispettive politiche e nel concreto avvio del dialogo. Tali linee-guida contengono differenze significative su alcuni punti, ad es. in materia di forme di *engagement* ritenute possibili.

Circa metà degli emittenti (soprattutto grandi) ha adottato una politica in questa materia. Il dialogo è accentrato sulla figura degli amministratori “responsabili” (AD, eventualmente d’intesa con il Presidente), supportati dalle strutture aziendali. Le politiche attribuiscono al CdA il compito di definire la politica ma prevedono raramente un suo coinvolgimento nel dialogo (di solito il CdA è “informato sugli sviluppi”).

Nelle politiche si trovano però sovente aperture importanti, che consentono future evoluzioni del modello di dialogo: ad es. in quasi metà dei casi sono contemplate forme di *engagement one-way* da parte degli investitori (come raccomandato dagli I-SDX elaborati da Assogestioni). Oggi tali forme di *engagement* sono soggette al filtro degli amministratori “responsabili” che hanno il potere di decidere se – e in che modo – coinvolgere altri consiglieri.

Il tempo dirà se tali opportunità saranno sfruttate dagli investitori interessati a comunicazioni più dirette e se le società daranno seguito alle aperture formulate nelle *policies*, coinvolgendo nel dialogo un numero maggiore di consiglieri o addirittura l’intero CdA.

Il principio IV del Codice CG attribuisce al CdA il compito di promuovere, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholders* rilevanti per la società. La Raccomandazione 3 affida al CdA, su proposta del presidente d’intesa con il CEO, il compito di adottare e descrivere nella Relazione “*una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi*”. Al presidente è inoltre raccomandato di assicurare che il CdA sia informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con gli azionisti.

La Raccomandazione va inquadrata alla luce della Direttiva *Sh.Rights II*, che incoraggia l’attivismo degli investitori: essa richiede agli Stati membri di assicurare che investitori istituzionali e gestori di attivi sviluppino e comunichino al pubblico una politica di impegno (*engagement policy*) nei confronti delle società partecipate, nonché le modalità di attuazione di tale politica²¹. La disposizione della Direttiva è

²¹ Secondo l’art. 3-*octies*, co.1 lett.a) della Direttiva: “*Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano*

stata recepita in Italia tramite l'art.124-*quinquies* del TUF. Nel mondo post-direttiva l'importanza per gli emittenti di assicurare un dialogo costruttivo con gli investitori è destinata inevitabilmente a crescere.

3.1 Le linee-guida di Assonime e Assogestioni

Dopo l'approvazione del nuovo Codice, sia Assonime che Assogestioni hanno sviluppato proprie linee-guida dirette ad aiutare emittenti e *asset managers* nella definizione delle rispettive politiche e nel concreto avvio del dialogo. In particolare:

- a) I Principi Assonime (2021b) assegnano al CdA degli emittenti la funzione di indirizzo e di monitoraggio del dialogo, attraverso l'approvazione della politica e la verifica della sua attuazione. L'implementazione della politica spetta esclusivamente agli amministratori designati dal CdA come "responsabili" di essa (CEO e/o Presidente, in coerenza con le deleghe loro assegnate): ad essi compete la gestione delle varie fasi del dialogo e delle relative scelte. Il compito di assicurare una gestione unitaria delle richieste di dialogo provenienti dagli investitori e delle iniziative di dialogo avviate dalla società è assegnato a un punto di contatto (normalmente la funzione di *Investor Relation* e/o la segreteria societaria), che riporta agli amministratori responsabili.
- b) I Principi Assogestioni (2021) o I-SDX, ispirati allo *Shareholder-Director Exchange (SDX) Protocol* adottato nel 2014 negli Stati Uniti, raccomandano che investitori ed emittenti adottino procedure reciprocamente proficue per organizzare e gestire lo *Shareholder-Director engagement* secondo modalità predefinite e trasparenti. Da sottolineare l'enfasi sul dialogo tra azionisti (S) e amministratori (D) (anziché genericamente con le società partecipate).

Se comune è lo scopo (individuare buone prassi per il dialogo tra emittenti e investitori) e parte della struttura, i due set di principi differiscono per alcuni aspetti:

- a) I principi Assonime sono diretti ai soli emittenti (che restano liberi di accettare o rifiutare l'*engagement*), mentre gli I-SDX sono rivolti sia agli investitori che agli emittenti²² cui si raccomanda di avviare un proficuo dialogo.
- b) I principi Assonime dettano linee-guida applicabili al dialogo avviato sia su iniziativa dell'emittente (attività di *investor relation*) sia su iniziativa degli azionisti (*engagement* vero e proprio, ai sensi della SHRD II). Gli I-SDX hanno per oggetto il dialogo azionisti-amministratori e chiedono che esso sia coordinato con le "*altre forme ordinarie di dialogo con l'azionariato e con il mercato*".

l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno".

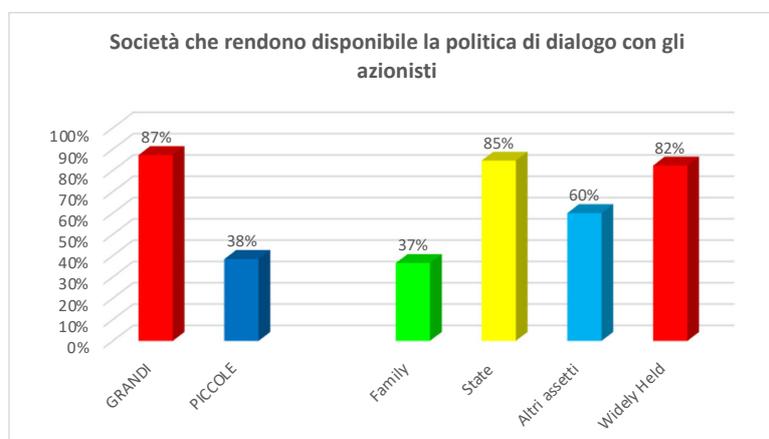
²² Ad esempio, essi raccomandano che: "*Le procedure per organizzare e gestire l'S-D engagement dovrebbero individuare i criteri utilizzati per decidere se e quando formulare una proposta o accogliere una richiesta*". La prima raccomandazione riguarda gli investitori, la seconda gli emittenti.

I principi Assonime individuano i principali snodi logici e organizzativi delle procedure di dialogo ma lasciano sostanzialmente libere le società riguardo alle scelte concrete (ad es. riguardo alle materie oggetto di dialogo, ai poteri degli amministratori responsabili, al se e come condurre il dialogo). I principi Assogestioni entrano maggiormente nelle questioni applicative e formulano suggerimenti più dettagliati, anche con riferimento a casi concreti. Ad es. sono proposti elenchi di tematiche che emittenti e investitori potrebbero tenere in considerazione nella definizione delle rispettive *policies* e nello sviluppo concreto del dialogo. Inoltre gli I-SDX suggeriscono di articolare l'interazione secondo diverse modalità (*one way* o *two way*, *engagement one-on-one* o collettivo), ciascuna delle quali può essere preferibile in un determinato contesto.

3.2 Le politiche di dialogo degli emittenti

Circa metà (51%) degli emittenti ha adottato (e reso disponibile sul proprio sito web) una politica per il dialogo con gli azionisti. Quando adottata, la politica è reperibile quasi sempre (87%) tra le società grandi e con frequenza decisamente inferiore (38%) tra le piccole, soprattutto se a proprietà concentrata (33%). Una notevole influenza è esercitata anche dall'identità del primo azionista: una *policy* è adottata dall'85% delle società pubbliche (82% tra le *widely held*) e solo dal 37% delle *family firms*.

Figura 11



La politica è descritta frequentemente (83%) nella Relazione CG, come raccomandato dal Codice. In alcuni casi essa si limita a formulare considerazioni generiche riguardo al dialogo con gli azionisti o a descrivere la normale attività di *investor relation*. Si è deciso di concentrare l'analisi sulle 100 società la cui politica incorpora previsioni destinate a regolare (anche) il dialogo avviato su iniziativa degli investitori istituzionali e/o di altri soggetti.

Quasi metà delle società (45 su 100) adottano una definizione ampia di interazione con gli investitori: la loro politica contempla non solo iniziative di dialogo vero e proprio (*two-way*) ma anche la partecipazione in modalità "di ascolto" a iniziative *one-way*, in cui sono gli investitori a esporre la loro visione su specifiche questioni. Il riferimento a tali forme di comunicazione, proposte dagli I-SDX, è più frequente

nelle società grandi (56% nel FTSE-Mib, 37% tra le Small Cap), nel settore finanziario (57%), nonché tra le società *widely held* (69%) e pubbliche (62%); tra le *family firms* la previsione si ritrova in poco meno di metà dei casi (44%).

Figura 12

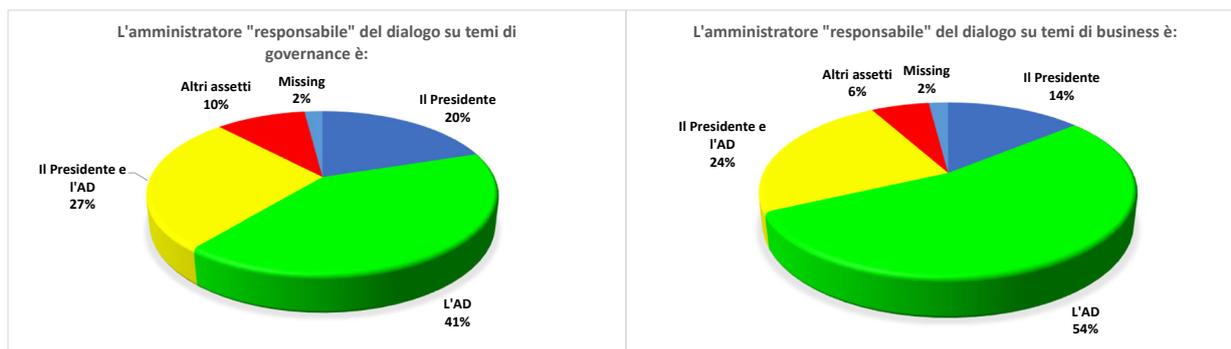


Nella grande maggioranza (83%) dei casi la politica individua le aree su cui la società accetta un *engagement* da parte degli azionisti, di solito (82%) a titolo esemplificativo; nel restante 18% dei casi si fa riferimento, apparentemente, a un numero chiuso di argomenti. Gran parte (70%) delle società si riservano comunque esplicitamente la possibilità di decidere “se” accettare (quindi anche di rifiutare) le richieste di dialogo pervenute.

Gli emittenti identificano quasi sempre (98%) uno o più soggetti responsabili – in prima battuta – del dialogo con gli investitori. Le previsioni sono talvolta differenziate a seconda dell’argomento, in particolare a seconda che il dialogo riguardi la governance, piuttosto che il business della società. In materia di governance, l’amministratore responsabile è tipicamente l’AD, individualmente (41% dei casi) o d’intesa col presidente (27%); il ruolo è attribuito al solo presidente nel 20% delle società; nel restante 10% dei casi sono adottati altri modelli di governance che, però, normalmente individuano ancora come responsabili del dialogo soggetti che fanno capo all’AD (DG, responsabile *investor relations*; più raramente il segretario del CdA). Il modello è ancora più accentrato sull’AD quando il dialogo riguarda questioni di business²³. Il coinvolgimento diretto di altri soggetti (VP, LID, presidenti dei comitati competenti per materia) è del tutto occasionale.

²³ È il solo soggetto responsabile nel 54% dei casi, mentre condivide la responsabilità col presidente nel 24% dei casi; il responsabile è il solo presidente nel 14% delle società; altri assetti sono previsti nel 6% dei casi.

Figura 13

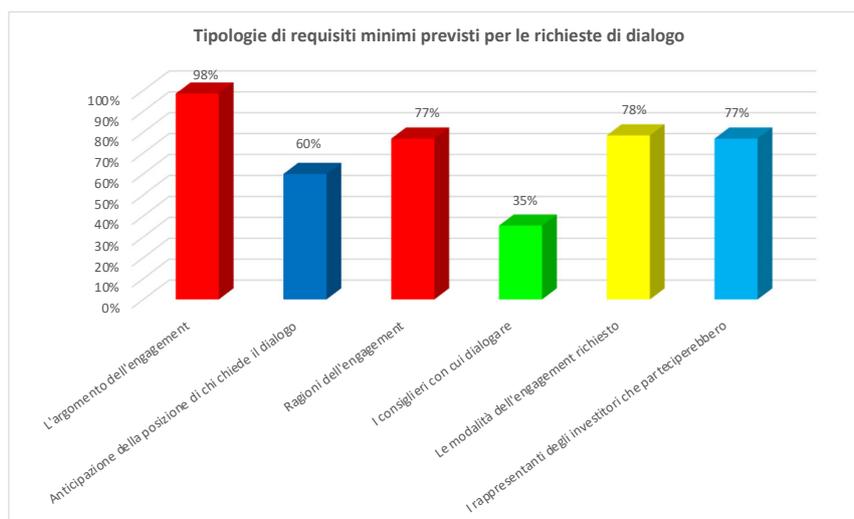


Le politiche identificano quasi sempre il punto di primo contatto (fanno eccezione solo due banche). Pur nella diversità degli assetti organizzativi riscontrabili tra una società e l'altra, si tratta quasi sempre di figure appartenenti alla funzione *investor relations*.

Quasi 2/3 delle politiche (65%) stabiliscono che la richiesta di *engagement* debba contenere alcune indicazioni minime. La formalizzazione delle indicazioni minime è più frequente nelle società grandi (71%), nel settore finanziario (83%) e nelle società *widely held* (77%).

Tra i contenuti minimi è ricompreso quasi sempre (98%) l'oggetto del possibile dialogo, nella grande maggioranza dei casi (77/78%) le ragioni della richiesta, le modalità dell'*engagement* (*one-* o *two-way*, ecc.) e i rappresentanti degli investitori che parteciperebbero al dialogo; frequente (60%) è anche la richiesta di fornire un'anticipazione della posizione di chi ha formulato la richiesta. Minoritaria (35%) è la richiesta di indicare i consiglieri con cui gli investitori vorrebbero dialogare²⁴.

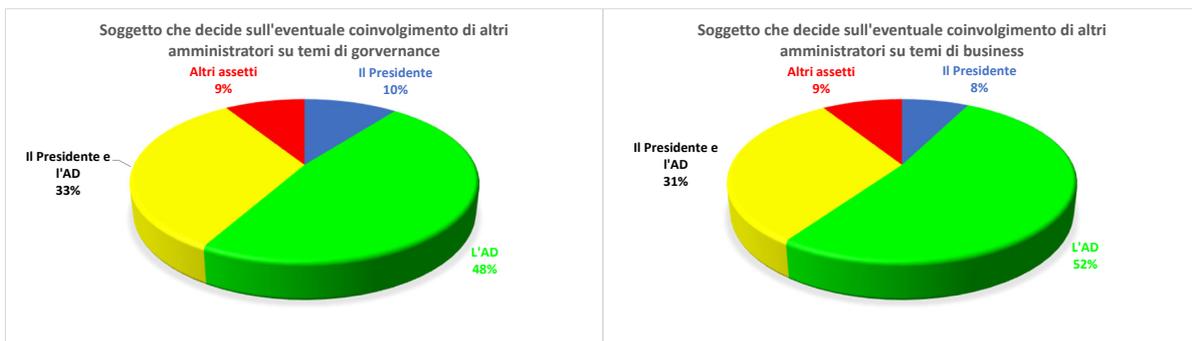
Figura 14



²⁴ Alcune società limitano il coinvolgimento di amministratori diversi da quelli "responsabili" alle sole iniziative *one-way* (quindi in modalità di ascolto). Un paio di emittenti, inoltre, non parla esplicitamente di coinvolgimento degli "amministratori" ma usa la formula generica di "rappresentanti" della società.

Le società si riservano, inoltre, sovente di valutare il coinvolgimento di ulteriori soggetti (tra cui amministratori diversi da quelli responsabili). La decisione, in tal caso, è di solito rimessa all'AD, da solo (in circa metà dei casi) o d'intesa col presidente (in circa 1/3 dei casi). La politica resta comunque un atto del CdA, che conserva il diritto di modificare l'assetto del dialogo: un gruppo abbastanza nutrito di emittenti (23% del totale) prevede esplicitamente che il CdA possa delegare il dialogo – per singoli punti – ad amministratori diversi da quelli responsabili del dialogo in via ordinaria.

Figura 15



Nessuna *policy* prevede la possibilità per i singoli amministratori di partecipare *motu proprio* (senza invito degli amministratori responsabili o del CdA) agli incontri con gli investitori; inoltre, non è prevista la possibilità per gli investitori di ingaggiare direttamente singoli amministratori o il CdA senza passare dal punto di contatto prefissato. Anzi, è indicato con una certa frequenza che gli amministratori eventualmente contattati da uno o più azionisti debbano evitare di farsi coinvolgere in un dialogo diretto, dandone informazione agli amministratori responsabili e rinviando gli azionisti alla procedura e al punto di contatto individuati nella *policy*.

Non è mai prevista (in via sistematica) un'informativa preventiva al consiglio sulle richieste pervenute: in rari casi è prevista un'informativa sulle richieste alla prima occasione utile (11%) o periodicamente (2%). L'informativa a consuntivo al CdA riguarda quasi sempre gli sviluppi del dialogo, alla prima occasione utile (75%) o periodicamente (17%).

Sono previsti quasi sempre (91%) un monitoraggio sull'applicazione delle politiche e la formulazione, quando necessario, di proposte di aggiornamento. In genere (62%) la formulazione delle proposte di modifica è attribuita congiuntamente a presidente e AD. Le società comunicano raramente (22% dei casi) in modo esplicito il coinvolgimento di un comitato nell'aggiornamento della politica: dove ciò accade, si tratta del CCR o di un comitato con competenze in ambito di governance.

In sintesi, poco meno di metà degli emittenti ha approvato una politica per il dialogo con gli azionisti. Il modello di dialogo è accentrato sulla figura degli amministratori "responsabili" (AD, eventualmente d'intesa con il Presidente), supportati dalle strutture aziendali. Il CdA è coinvolto nella definizione della politica ma è raramente coinvolto nel dialogo (generalmente è solo "informato sugli sviluppi"). Le politiche di molti emittenti (45% del totale) contengono però aperture importanti, come la

disponibilità a forme di engagement *one-way* da parte degli investitori (prevista dagli I-SDX di Assogestioni), che consentono evoluzioni importanti del modello di dialogo. L'engagement da parte degli investitori è però sempre soggetto al filtro del soggetto "responsabile" del dialogo, che può decidere se coinvolgere singoli amministratori o l'intero CdA. La situazione è quindi in evoluzione. Ci vorrà del tempo per capire se tali opportunità verranno sfruttate dagli investitori, interessati a comunicazioni più dirette con i consiglieri e se le società saranno disponibili a ulteriori aperture, coinvolgendo nel dialogo altri consiglieri. Si vedrà nei prossimi anni quale equilibrio finirà per prevalere.

4. Indipendenza di consiglieri e sindaci

BOX 3

Non è importante solo il *numero* ma anche la *qualità* degli amministratori indipendenti. Il Codice favorisce l'adozione di criteri *tailor-made* di valutazione dell'indipendenza da parte degli emittenti. La maggiore flessibilità, in sé ragionevole, ha però generato una proliferazione di definizioni, che complica la lettura delle Relazioni e può indurre investitori e *proxy advisors* ad adottare *propri* criteri alternativi per valutare le scelte degli emittenti. Il punto assume rilevanza soprattutto riguardo alle relazioni “*commerciali, finanziarie o professionali*” e ai “*compensi aggiuntivi*” che possono pregiudicare l'indipendenza degli amministratori.

La figura del “presidente indipendente” è riscontrabile in 28 società, in forte crescita (+65%) rispetto all'anno passato. Anche l'indipendenza del presidente può essere valutata secondo parametri diversi. Il nuovo Codice ha scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato rispetto agli altri non esecutivi – 59 mila € in media) con uno riferito al presidente stesso (quanto riceve in più rispetto al compenso fisso per la carica e per la partecipazione ai comitati – 259 mila € in media). Peraltro, una parte degli emittenti ha conservato – su base volontaria – il parametro vecchio.

I valori dei due parametri sono molto distanti. Di conseguenza, 25 presidenti indipendenti su 28 sarebbero “a rischio” (per compensi elevati) secondo i vecchi parametri, mentre solo 2 lo sono secondo i nuovi.

Pare opportuno individuare linee-guida che aiutino le società ad applicare le raccomandazioni del Codice secondo un approccio sostanzialista, riducendo il grado di eterogeneità dei parametri oggi adottati.

Il Codice raccomanda che il CdA predefinisca “*i criteri quantitativi e qualitativi per valutare la significatività*” delle remunerazioni aggiuntive e di relazioni commerciali, finanziarie o professionali potenzialmente rilevanti. La definizione di indipendenza è un punto centrale per la qualità degli indipendenti. Su tale materia il Codice CG ha portato novità rilevanti (Racc. 7):

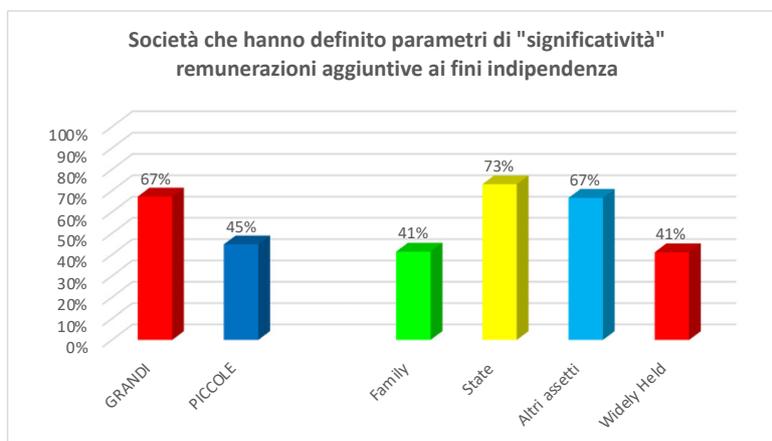
- a) Il vecchio Codice inseriva tra le circostanze che appaiono compromettere l'indipendenza l'essere (o essere stato) “*esponente di rilievo*” (presidente del CdA, amministratore esecutivo o dirigente con responsabilità strategiche); tale riferimento è stato sostituito da quello alla categoria dei soli “*amministratori esecutivi*”; ciò consente di considerare indipendenti i presidenti “*ove non ricorra alcuna delle circostanze*” indicate nella Racc. 7.
- b) La “*significativa remunerazione aggiuntiva*” che compromette l'indipendenza, inoltre, non è più riferita “*all'emolumento “fisso” di amministratore non esecutivo*” dell'emittente ma al “*compenso fisso per la carica e a quello previsto per la*

partecipazione ai comitati raccomandati dal Codice o previsti dalla normativa vigente”.

Il nuovo Codice ha quindi allentato i parametri di valutazione delle remunerazioni che possono compromettere l'indipendenza: anzitutto, sotto il profilo quantitativo (l'importo-base di riferimento incorpora anche i compensi per comitati e quelli – spesso ingenti – corrisposti per le cariche); in secondo luogo, si è abbandonato un *benchmark* esterno (l'emolumento fisso dei non esecutivi), in favore di uno “interno” e potenzialmente autoreferenziale (la remunerazione-base del singolo consigliere)²⁵; infine, il passaggio a criteri di valutazione “su misura” crea un rischio di proliferazione di modelli e rende difficili analisi e confronti.

Il nuovo Codice è oggi pienamente in vigore. La *disclosure* è migliorata significativamente rispetto al 2021 – anno di transizione – ma è ancora lontana dal modello proposto: informazione è stata fornita, quanto all'adozione di criteri per valutare le remunerazioni aggiuntive, solo dal 51% (era il 18% nel 2021) degli emittenti. Numeri simili (52%, contro il 22% del 2021) si riscontrano per l'adozione di parametri riguardanti le altre relazioni “*commerciali, finanziarie o professionali*” che possono pregiudicare l'indipendenza. Come prevedibile, la trasparenza è migliore tra le società grandi non concentrate (60%) rispetto alle società piccole (45%) e tra le società pubbliche (73%) rispetto alle *family firms* (41%). Non sempre, tuttavia, i parametri adottati sono esplicitati nelle Relazioni.

Figura 16



Si sono presi in esame i parametri definiti dai CdA per valutare la significatività delle relazioni commerciali/finanziarie/professionali (Racc.7, lettera c)) e delle remunerazioni aggiuntive (Racc.7, lettera d)). Si riportano qui alcune indicazioni di sintesi ma non è possibile calcolare statistiche aggregate perché gli algoritmi sono sovente complessi e fondati su grandezze eterogenee.

²⁵ La nuova definizione cattura i compensi aggiuntivi rispetto a quello base per la carica, ma non può tenere conto di situazioni in cui la *policy* prevede un compenso (“base”) omnicomprensivo. In sintesi, la nuova definizione pare intesa a colpire i compensi aggiuntivi per incarichi professionali, tralasciando altre situazioni, altrettanto pericolose, come l'ampliamento del ruolo all'interno del gruppo o l'erogazione di compensi-base già di per sé “elevati”.

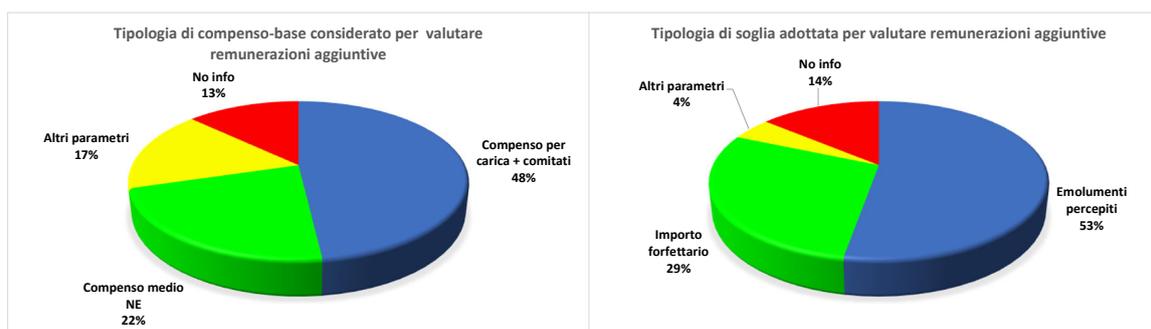
Riguardo alle “relazioni” (lett. c), è sovente possibile trovare le soglie di significatività riguardanti la fornitura di servizi professionali²⁶ che può pregiudicare l’indipendenza. In 53 casi (su 110) la soglia è riferita al fatturato dello studio (9% in media), in 24 al reddito del consigliere (15% in media), in 15 casi è identificata in termini di importo (110 mila € in media)²⁷. Le tipologie indicate non sono mutuamente esclusive: alcuni emittenti combinano più parametri.

Riguardo alle “remunerazioni aggiuntive” (lett. d) il discorso è più complesso perché vanno considerati due aspetti distinti: a) la definizione del “compenso-base” rispetto a cui devono essere misurate le remunerazioni aggiuntive e b) l’importo aggiuntivo rispetto alla soglia a) che mette a rischio l’indipendenza.

Quanto al primo punto (compenso-base), si riscontra una grande varietà di situazioni: la soluzione prevalente (52 casi su 108, pari al 48% del totale) fa riferimento al “compenso fisso per la carica e (...) per la partecipazione ai comitati”, secondo la dizione del nuovo Codice; una forte minoranza di emittenti (24, pari al 22%) continua tuttavia ad utilizzare il parametro – più stringente – del vecchio Codice (“l’emolumento “fisso” di amministratore non esecutivo”); 18 società hanno formulato definizioni alternative²⁸. Le restanti società non hanno comunicato i parametri adottati.

Quanto al secondo punto (significatività dei compensi aggiuntivi), la soglia è definita in % rispetto agli emolumenti già percepiti dal consigliere in 57 casi (53% del totale): in media, essa è pari al 96% del compenso-base. In altri 31 casi (29% del totale) la soglia è definita in termini di importo assoluto (media pari a 90 mila €, mediana 67 mila €)²⁹. In 5 casi (4% del totale) vengono utilizzati altri parametri. Nei restanti casi il parametro non è comunicato né ricostruibile.

Figura 17



In sintesi, con il nuovo Codice i criteri di valutazione dell’indipendenza sono effettivamente proliferati. Ciò complica la lettura delle Relazioni e rende difficile

²⁶ Spesso differenziate a seconda che i servizi siano forniti dal singolo consigliere o da uno studio associato/società che a lui faccia capo

²⁷ La variabilità tra emittenti è molto forte: la soglia di rilevanza varia dal 2,5 al 20% del fatturato dello studio, dal 5 al 30% del reddito del consigliere e da 20 a 300 mila € per gli importi forfettari.

²⁸ Riferite talvolta ai compensi complessivi percepiti dal consigliere, talvolta al suo reddito.

²⁹ O, più raramente, di importo totale (114 mila €). A livello di singolo emittente la soglia di rilevanza varia dal 30 al 300% dell’emolumento-base e da 20 a 250 mila € per gli importi forfettari.

effettuare comparazioni tra emittenti; inoltre crea il rischio che investitori e *proxy advisors* adottino *propri* criteri alternativi di semplice utilizzo per valutare le scelte degli emittenti. Le implicazioni di tale scelta meriterebbero un'ulteriore riflessione da parte del Comitato per la Corporate Governance: ad esempio, si potrebbe valutare l'opportunità di individuare linee-guida che aiutino le società ad applicare le raccomandazioni del Codice secondo un approccio sostanzialista, evitando formalismi controproducenti e riducendo il grado di eterogeneità dei parametri oggi adottati.

4.1 La presenza di indipendenti “a rischio”

È noto da tempo che non tutti gli amministratori qualificati come indipendenti dagli emittenti (998 in tutto) appaiono sempre in linea con le raccomandazioni del Codice. Ogni misurazione in questo campo comporta margini di opinabilità, ancora maggiori dopo il cambiamento di paradigma operato dal nuovo Codice.

Data l'estrema varietà dei parametri adottati in pratica (non sempre comunicati in modo esplicito), è impresa ardua controllare la puntuale applicazione dei criteri di valutazione dell'indipendenza dichiarati dai singoli emittenti. Si è allora preferito, come nel Rapporto dell'anno scorso – indagare le situazioni “a rischio” seguendo due definizioni convenzionali, tra loro alternative, uguali per tutte le società:

- a) utilizzando gli stessi parametri di Assonime (2021a)³⁰; e
- b) seguendo i parametri del nuovo Codice, considerando – in particolare – “a rischio” gli indipendenti che percepiscono compensi aggiuntivi rispetto a quello base per la carica (e per la partecipazione a comitati)³¹.

Tali definizioni differiscono, di fatto, quasi solo per la soglia di significatività dei compensi aggiuntivi che possono pregiudicare l'indipendenza³². Seguendo la prima via (parametri Assonime), risultano “a rischio” 83 indipendenti: si tratta di un numero in linea con quello del 2019 (ultimo anno prima dell'implementazione del nuovo Codice)³³.

³⁰ Nel vigore del vecchio Codice, Assonime (2021a), utilizzando una serie di convenzioni caratterizzate da ampia tolleranza, aveva identificato 88 indipendenti “a rischio” (pari al 10% del totale). Le principali ragioni di disallineamento erano tre: a) durata in carica oltre i 9 anni; b) percezione di compensi aggiuntivi “elevati” (più che doppi rispetto al compenso medio dei non esecutivi) e, in misura molto minore, c) assunzione di cariche che qualificavano i consiglieri come “esponenti di rilievo”.

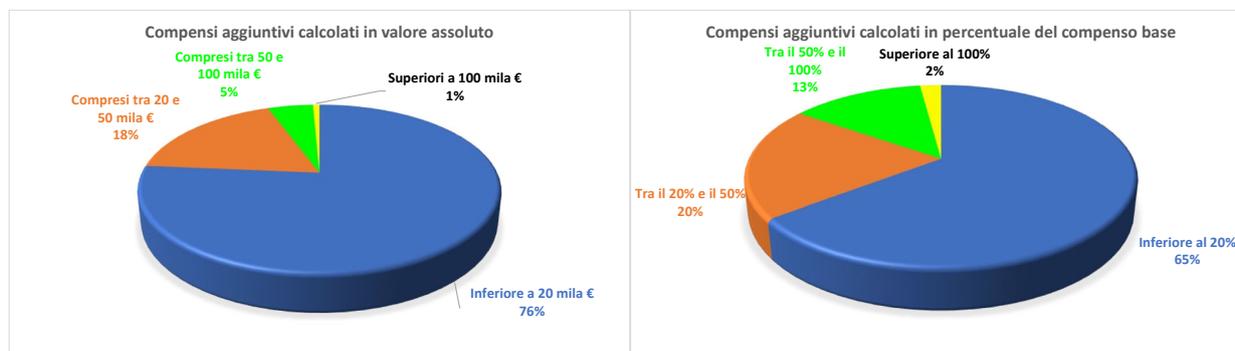
³¹ La prima definizione corrisponde, di fatto, alla posizione degli emittenti che hanno mantenuto parametri di riferimento in linea con il vecchio Codice di autodisciplina, la seconda alla posizione degli emittenti che hanno sfruttato fino in fondo la flessibilità consentita dal nuovo Codice CG.

³² Una seconda differenza riguarda, in realtà, la possibilità di considerare indipendente il Presidente del CdA. Essa è peraltro poco rilevante, poiché i Presidenti indipendenti sono quasi sempre destinatari anche di rilevanti compensi aggiuntivi e sono, dunque, già “colti” dal parametro “remunerazioni aggiuntive”.

³³ I casi di *tenure* > 9 anni sono diminuiti (da 54 a 40) ma si riscontra un aumento dei casi di compensi aggiuntivi elevati (37 casi contro 31) e soprattutto di “cariche” (29 casi contro 9). Tale dinamica è dovuta all'aumento dei presidenti qualificati come indipendenti (analizzato in seguito).

Seguendo la seconda via (parametri del nuovo Codice), gli indipendenti che hanno percepito compensi aggiuntivi sono 144, peraltro per importi quasi sempre molto piccoli (in media 14 mila €; la mediana è 4 mila €)³⁴. Un problema potenzialmente importante è qui individuare oltre quale soglia i compensi aggiuntivi diventano “rilevanti” (e l’indipendente che li percepisce è “a rischio”).

Figura 18



Il tema è stato approfondito analizzando 4 soglie di rilevanza alternative, definite in base ai criteri effettivamente adottati dalle società³⁵. Si è così visto che la specifica definizione adottata ha scarsa rilevanza: i casi di compensi aggiuntivi rilevanti rispetto al nuovo *benchmark* sono pochissimi (tra 3 e 6), qualunque sia il parametro adottato per la loro individuazione.

Incrociando i tre criteri (*tenure* > 9 anni, appartenenza al Comitato Esecutivo e compensi aggiuntivi significativi), i consiglieri “a rischio” secondo il nuovo Codice sono poco meno di 50³⁶.

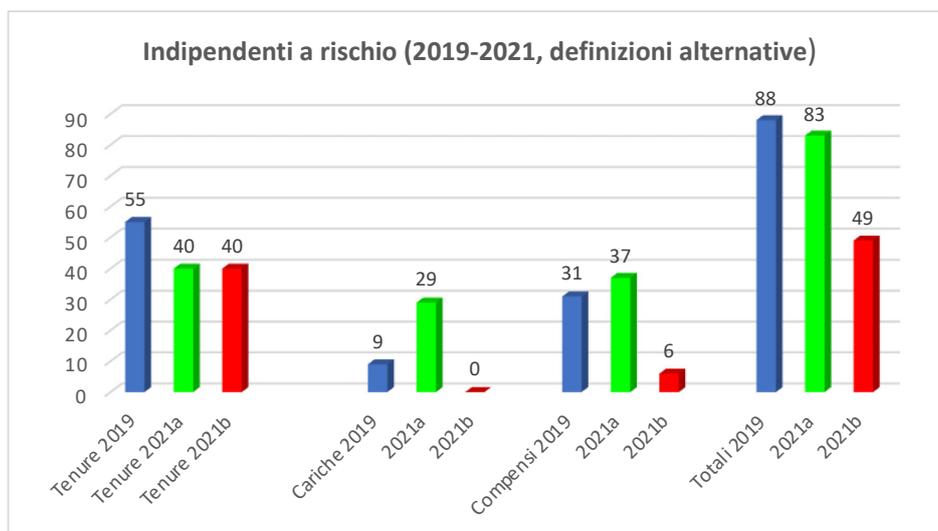
Il numero complessivo di indipendenti “a rischio” varia, quindi, a seconda del criterio di valutazione utilizzato (più stringente secondo il *benchmark* vecchio, più tollerante secondo quello nuovo). I numeri mostrano che il nuovo Codice ha effettivamente portato un allentamento dei criteri di valutazione dell’indipendenza. Qualsiasi parametro sia utilizzato, il numero di indipendenti “a rischio” risulta apprezzabile ma non particolarmente elevato (è compreso tra il 4,9 e l’8,3% del totale).

³⁴ Tralasciando i casi con valori minimali (< 20 mila €), si osserva che 26 indipendenti hanno percepito compensi aggiuntivi tra 20 e 50 mila €, 7 tra 50 e 100 mila €, mentre un solo consigliere ha ricevuto un compenso aggiuntivo pari a 200 mila €³⁴. Se si guarda ai compensi aggiuntivi in termini percentuali, la media è pari al 21% e la mediana al 7% del compenso-base. In 29 casi le remunerazioni aggiuntive sono comprese tra il 20 e il 50% del compenso-base, in 19 casi tra il 50 e il 100% del compenso-base, tre consiglieri percepiscono compensi aggiuntivi superiori al 100% (fino a un massimo del 167%).

³⁵ Le 4 soglie sono state individuate sulla base dei compensi aggiuntivi che pongono “a rischio” l’indipendenza dei consiglieri secondo i criteri concretamente adottati dagli emittenti. Si tratta, rispettivamente, di media e mediana delle soglie individuate in % sul compenso-base (rispettivamente 96% e 100%) e di quelle individuate come importo forfettario (rispettivamente 90 e 67 mila €).

³⁶ Il numero preciso varia tra 46 e 49 (come indicato in Figura) a seconda di quale parametro di selezione viene utilizzato per individuare i compensi aggiuntivi rilevanti.

Figura 19



Il rischio di “perdita dell’indipendenza” assume rilevanza assai maggiore presso i sindaci, cui il Codice CG estende la raccomandazione sui requisiti di indipendenza degli amministratori (Racc. 9). I sindaci qualificati come indipendenti sono 610 su 638 (96% del totale). Peraltro, 99 di essi (15,5% del totale) sono “a rischio” perché caratterizzati da *tenure* > 9 anni e/o destinatari di rilevanti compensi aggiuntivi. Anche utilizzando i parametri nuovi, il numero dei sindaci “a rischio” resta elevato: la ragione sta nel fatto che ben 74 sindaci indipendenti hanno *tenure* > 9 anni.

Il Comitato potrebbe valutare se richiamare l’attenzione degli emittenti sulla corretta applicazione della valutazione dell’indipendenza dei sindaci che spetta, ai sensi della Racc.9, “*all’organo di amministrazione o (all’)organo di controllo, in base alle informazioni fornite da ciascun componente dell’organo di controllo*”).

4.2 Il presidente indipendente

La nuova figura del “presidente indipendente” porta con sé problemi applicativi, poiché il presidente non è – e non può essere – un indipendente come tutti gli altri, in considerazione del ruolo di raccordo tra esecutivi e non esecutivi e di gestione del CdA che la normativa primaria e lo stesso Codice (Racc. 12) gli attribuiscono³⁷.

L’opportunità offerta dal nuovo Codice è stata sfruttata da 28 società, in forte crescita (+65%) rispetto alle 17 dell’anno passato. La frequenza è superiore tra le società *widely held* e tra le pubbliche (il cui presidente è indipendente rispettivamente nel

³⁷ Ciò ha comportato l’elaborazione di raccomandazioni fondate su una minuziosa casistica, reperibile in parte nel Codice, in parte nelle Q&A predisposte dal Comitato per la Corporate Governance. Cfr. Racc. 5 (l’organo di amministrazione comprende almeno due amministratori indipendenti, diversi dal presidente), Racc. 7 (se il presidente indipendente partecipa ai comitati raccomandati dal Codice, la maggioranza dei componenti il comitato è composta da altri indipendenti; il presidente indipendente non presiede il comitato remunerazioni e il comitato controllo e rischi). Cfr. anche la Q Racc. 5 (2) e la dettagliatissima Q Racc. 7 (1) nelle Q&A. Cfr. anche la Q Racc. 12 riguardo al ruolo del presidente nell’organizzazione dei lavori del CdA.

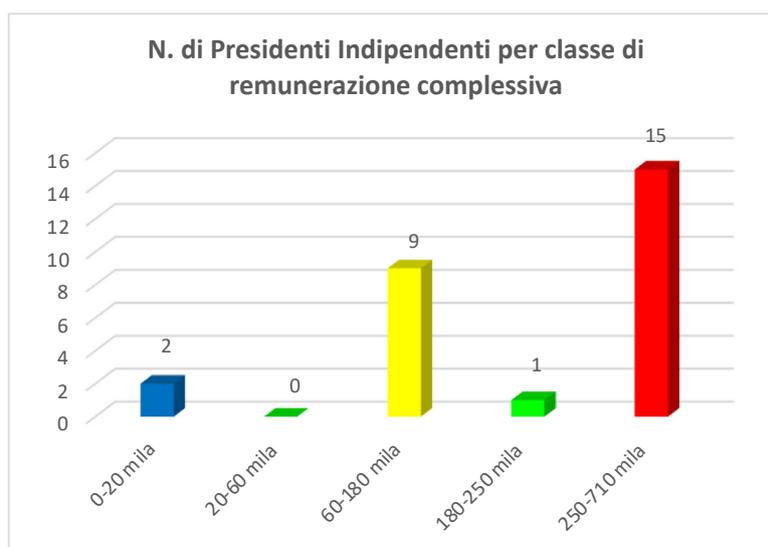
35% e nel 31% dei casi). Marginale la presenza di tale figura tra le società familiari (6% dei casi).

L'indipendenza del presidente può oggi essere valutata secondo parametri diversi da quelli adottati in passato (soprattutto per quanto riguarda la sua remunerazione). Il nuovo Codice ha scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato il presidente rispetto agli altri non esecutivi?) con uno riferito al presidente stesso (quanto riceve in più rispetto al compenso fisso per la carica e per la partecipazione ai comitati?). Peraltro, come già osservato, una significativa minoranza di emittenti ha conservato – su base volontaria – il parametro vecchio.

I valori dei due parametri sono molto distanti: l'emolumento medio dei non esecutivi è 59 mila €, il che lo rende un *benchmark* molto stringente; il compenso fisso per la carica (e per i comitati) è invece 259 mila € per i 28 presidenti qualificati come indipendenti, ossia quasi 4 volte e mezza il parametro vecchio.

La remunerazione totale dei presidenti indipendenti è mediamente pari a 271 mila €; tale cifra nasconde una forte variabilità (da 15 a oltre 700 mila €). La maggioranza dei presidenti indipendenti (15 su 28) riceve complessivamente più di 250 mila €.

Figura 20



Adottando i parametri Assonime (2021a), la differenza media tra remunerazione complessiva dei presidenti indipendenti e compenso-base dei non esecutivi è pari a 192 mila € (varia tra mille e 486 mila €) mentre, adottando quelli del nuovo Codice, la differenza rispetto al compenso-base dei presidenti è solo 14 mila € (varia tra 0 e 200 mila €). Di conseguenza, 25 presidenti indipendenti su 28 sarebbero “a rischio” secondo i vecchi parametri³⁸, mentre solo 2 lo sono secondo i nuovi (perché

³⁸ La differenza tra compensi dei presidenti indipendenti e dei non esecutivi è talmente grande che l'eventuale riferimento ad altri parametri non modificherebbe i termini della questione. Si sono condotte simulazioni – rispetto al parametro Assonime – adottando definizioni alternative di “remunerazione aggiuntiva”, in valore assoluto, in percentuale, rispetto ai non esecutivi, agli indipendenti e ai presidenti dei comitati consiliari; rispetto a questi ultimi il presidente indipendente

percepiscono compensi aggiuntivi – in controllate – pari rispettivamente a 100 e a 200 mila €)³⁹.

4.3 Le spiegazioni offerte circa le situazioni “a rischio”

Il Codice raccomanda, in caso di *non compliance*, di fornire dettagliate spiegazioni circa le ragioni delle scelte effettuate. Si è analizzata la frequenza con cui è reperibile, nelle situazioni “a rischio”, una spiegazione per la qualifica di indipendente attribuita a singoli amministratori (e sindaci). Ciò rappresenta un test indiretto, fondato su criteri convenzionali, della qualità dell’informazione sulle valutazioni d’indipendenza. Si è visto che il numero di indipendenti “a rischio” è pari a 83 (o 49, a seconda dei parametri adottati). Peraltro, solo per 29 di essi si sono individuate spiegazioni delle ragioni⁴⁰ per cui sono stati considerati indipendenti malgrado il mancato allineamento alla raccomandazione del Codice. La situazione è simile per i 92 (o 79, a seconda dei parametri utilizzati) sindaci indipendenti “a rischio”: solo per 17 di essi è stato possibile individuare una spiegazione esplicita.

Anche ricordando che l’individuazione delle situazioni “a rischio” è fondata su criteri opinabili, la *disclosure* pare suscettibile di miglioramento. Ad esempio, prendendo il fattore di rischio più oggettivo (*tenure* > 9 anni), è stata trovata una spiegazione solo per 26 indipendenti “stagionati” su 40 (e per 17 sindaci indipendenti su 74). Dove la situazione “a rischio” ha maggiori margini di opinabilità (come per i compensi aggiuntivi), una spiegazione è fornita solo in rarissimi casi.

percepisce quasi 200 mila € in più (la sua remunerazione è 2,3 volte quella media dei presidenti di comitato).

³⁹ Valutando i compensi aggiuntivi in termini di importo forfettario, nessun presidente sarebbe “a rischio” in termini di percentuale dell’importo base (nei due casi citati i compensi aggiuntivi sono pari rispettivamente al 56 e al 64% del compenso base (quindi al di sotto, seppur di poco, del 67% o del 100% qui utilizzati come soglie convenzionali).

⁴⁰ In 26 casi si tratta di amministratori con tenute ultranovennale; in 4 casi di compensi elevati rispetto ai non esecutivi, in 3 casi di “cariche” (e compensi, secondo i parametri Assonime). In due casi le società hanno adottato volontariamente come *benchmark* il compenso base dei non esecutivi, mentre nel terzo si fa riferimento a un generico (e ambiguo) “*compenso base deliberato dall’assemblea*”. 4 consiglieri per cui è disponibile un *explain* sono interessati da due diverse ragioni di disallineamento.

5. I comitati consiliari

BOX 4

Quasi tutti gli emittenti hanno istituito Comitati Remunerazioni (CR) e Controllo e Rischi (CCR), in linea con le raccomandazioni del Codice. Diversa è la situazione per gli altri comitati, oggetto di interventi normativi (Comitato OPC) o di autodisciplina (Comitato Nomine e Comitato Sostenibilità), costituiti con minor frequenza e/o accorpati con il CR o il CCR.

Il nuovo Codice ha potenziato il ruolo del Comitato Nomine in modo sostanziale. La *compliance* in materia mostra luci e ombre. Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza relativamente bassa (68% contro il 93% di CR e CCR); inoltre, esso continua spesso (74%) ad essere accorpati con il CR.

Gli emittenti che hanno costituito il Comitato ne stanno adattando il mandato alle nuove raccomandazioni. Peraltro, alcune società continuano ad attribuirne le funzioni al plenum del CdA, che spesso non ha la composizione richiesta dal Codice, oppure hanno scelto di non costituire il Comitato adducendo giustificazioni discutibili. Infine, permane scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpati con altri.

Tale problema si riscontra anche per i Comitati Sostenibilità e OPC, dove accorpati con un comitato più attivo, tipicamente il CCR (ciò accade nel 60% dei casi per i primi e nel 50% dei casi per i secondi).

Oltre ai tre Comitati “da Codice” (Nomine, Remunerazioni, Controllo e Rischi) si è ritenuto opportuno estendere l’analisi ai Comitati Sostenibilità e ai Comitati OPC.

Poche parole bastano per i Comitati Remunerazioni (CR) e Controllo e Rischi (CCR), la cui istituzione è pratica comune e il cui allineamento al modello “da Codice” è da tempo stabile. Essi sono stati istituiti quasi sempre (93%) e la loro composizione è (CR 97%, CCR 96%) allineata a quella raccomandata dal Codice (solo non esecutivi, maggioranza di indipendenti e presidente indipendente). La frequenza delle riunioni è resa nota molto spesso (CR 86%, CCR 87%). Si tratta di comitati abbastanza attivi (6,1 riunioni/anno il CR, 9,2 il CCR, per un *time commitment* medio pari rispettivamente a 9 e a 24 ore)⁴¹.

Il discorso è diverso per gli altri comitati, oggetto di significativi interventi normativi (Comitato OPC) o di autodisciplina (Comitato Nomine e Comitato Sostenibilità).

⁴¹ Casi di numeri di riunioni basse sono rari per il CCR: esso si è sempre riunito almeno una volta (ciò è accaduto in 9 società); in 4 casi si è riunito 2 volte, in 11 si è riunito 3 volte. Si tratta sempre di società piccole, quasi sempre (21 casi sui 24 citati) a proprietà familiare. In 20 casi sono società che hanno aderito formalmente al nuovo Codice. Per quanto riguarda il CR, esso non si è mai riunito in una società (aderente al Codice), in 22 casi si è riunito una volta sola, in 13 si è riunito 2 volte, in altri 22 casi si è riunito 3 volte.

5.1 Il Comitato Nomine

Il vecchio Codice attribuiva al Comitato Nomine funzioni limitate quasi solo alla proposta di candidati alla carica di amministratore nei casi di cooptazione, dove occorresse sostituire amministratori *indipendenti*⁴². Di conseguenza, l'istituzione di tale Comitato era meno frequente (66%, contro il 94% per CR e CCR); inoltre, esso era spesso (68% dei casi) accorpato con il CR in un unico Comitato Nomine e Compensi, che dedicava il proprio tempo quasi solo a tematiche di remunerazione.

Il nuovo Codice ha proposto un modello di *best practice* per il Comitato Nomine, cui sono attribuite più funzioni, e di maggior momento, a supporto del CdA:

- a) autovalutazione del CdA e dei comitati (attribuita in via esclusiva al Comitato);
- b) definizione della composizione ottimale del CdA e dei comitati;
- c) individuazione dei candidati alla carica di amministratore in caso di cooptazione (funzione estesa alla sostituzione di *tutti* i consiglieri, anziché dei soli indipendenti);
- d) presentazione di una lista da parte del CdA uscente (funzione eventuale);
- e) predisposizione, aggiornamento e attuazione dell'eventuale piano per la successione del *Chief Executive Officer* (CEO) e degli altri amministratori esecutivi (funzione eventuale).

Nelle intenzioni del nuovo Codice, il Comitato Nomine è destinato ad assumere un ruolo centrale, analogo a quello che esso ha nel settore bancario a seguito delle Disposizioni di Vigilanza (Circolare 285) di Banca d'Italia⁴³. Le società si stanno adeguando al nuovo modello, ma la strada da percorrere pare ancora lunga.

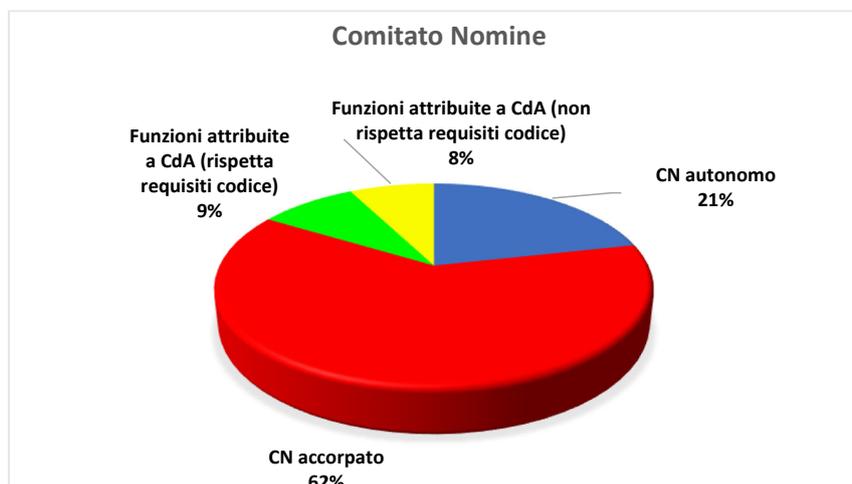
Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza relativamente bassa (68% contro il 93% di CR e CCR); inoltre, continua ad essere spesso accorpato con il CR (74%). Insomma, soltanto 37 società (pari al 18% del totale) hanno un istituito un Comitato Nomine autonomo. Il cambiamento di paradigma non ha finora influito sulle decisioni degli emittenti. Il Comitato Nomine è istituito con frequenza maggiore nelle società grandi non concentrate (92%, dove è spesso autonomo: 57% dei casi) rispetto alle piccole concentrate (62%, dove è sovente accorpato con il CR: 88% dei casi).

⁴² Altre funzioni erano formulare pareri al CdA su dimensione e composizione dello stesso e svolgere funzioni istruttorie in materia di (eventuali) piani di successione degli amministratori esecutivi. Peraltro, in tale ultimo ambito, la competenza del Comitato Nomine non era esclusiva, potendo l'emittente attribuirlo a un altro Comitato consiliare.

⁴³ Nel modello Bankitalia è previsto che il CdA: 1. identifichi preventivamente la propria composizione quali-quantitativa ottimale, individuando e motivando il profilo teorico (ivi comprese professionalità e eventuale indipendenza) dei candidati ritenuto opportuno; 2. verifichi successivamente la rispondenza tra la composizione quali-quantitativa ottimale e quella effettiva. Le attività svolte dal consiglio devono essere il frutto di un esame approfondito e formalizzato: nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa esse sono svolte *con il contributo fattivo del comitato nomine*. Il comitato nomine è chiamato ad esprimere il proprio parere sull'idoneità dei candidati identificati dal consiglio. Il comitato nomine svolge funzioni di supporto agli organi con funzione di supervisione strategica e di gestione nei seguenti processi: a) nomina o cooptazione dei consiglieri; b) autovalutazione degli organi; c) verifica delle condizioni (di indipendenza) previste ai sensi dell'art. 26 TUB; d) definizione di piani di successione nelle posizioni di vertice dell'esecutivo.

Non scevra da problemi è la scelta di attribuire le funzioni del Comitato al *plenum* consiliare, operata da 28 emittenti. Quasi metà di essi (13, quasi sempre società piccole), infatti, non rispettano i requisiti di composizione del CdA (maggioranza di indipendenti: cfr. Racc. 16) previsti dal Codice per tale scelta.

Figura 21

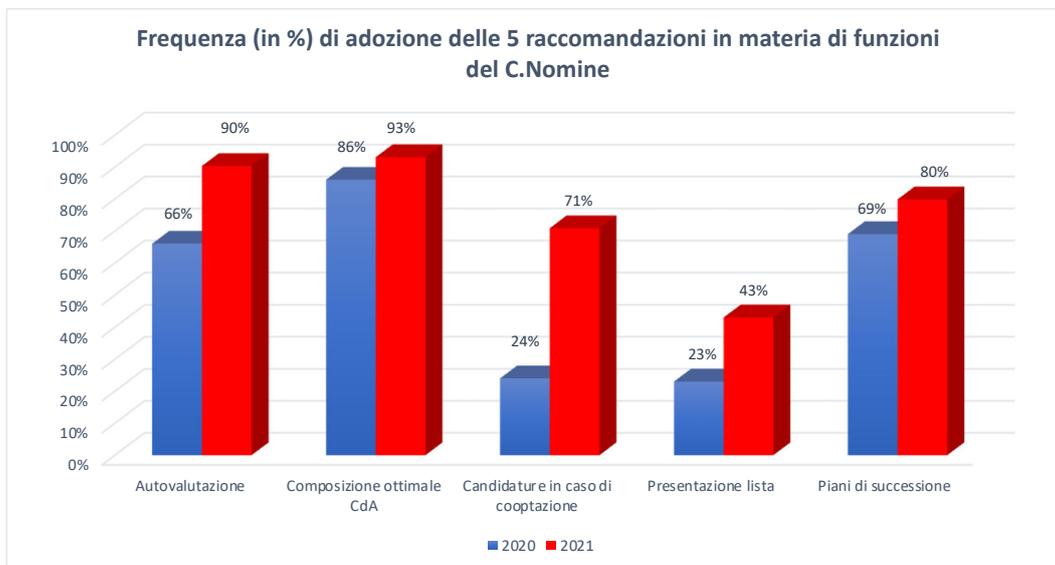


La decisione di non costituire affatto il Comitato (operata dalle restanti 39 società) appare poco comprensibile alla luce delle giustificazioni offerte, che fanno tipicamente riferimento alla struttura proprietaria concentrata e all'esistenza di una procedura trasparente di presentazione delle candidature fondata sul voto di lista: le nuove funzioni attribuite al Comitato Nomine non paiono, infatti, demandabili agli azionisti.

Gli emittenti che hanno costituito il Comitato, invece, ne stanno progressivamente adattando il mandato alle raccomandazioni del nuovo Codice; l'evoluzione qui è stata considerevole, pur con qualche diversità da una funzione all'altra. L'attribuzione di compiti in materia di definizione della composizione quali-quantitativa ottimale del CdA è oggi prevista quasi sempre (93% delle società che hanno il Comitato, in aumento dall'86% dell'anno scorso), così come l'attribuzione di un ruolo istruttorio in materia di *board evaluation* (90%; era il 66%) e di *succession plan* (80%; era il 69%). Il *gap* è più ampio in materia di cooptazione degli amministratori: solo il 71% degli emittenti (peraltro in forte aumento dal 24%) ha esteso la competenza del Comitato alla sostituzione di *tutti* gli amministratori (non solo degli *indipendenti*, come previsto dal vecchio Codice)⁴⁴.

⁴⁴ Un ruolo istruttorio del Comitato nell'eventuale predisposizione della "lista del CdA" è comunicato da 62 società (pari al 43% del totale), quindi anche da emittenti che non hanno previsto in statuto la facoltà per il CdA uscente di presentare una lista.

Figura 22



Nelle 37 società che hanno costituito un Comitato Nomine autonomo, la sua composizione è quasi sempre (95%) allineata alle raccomandazioni del Codice (maggioranza di indipendenti).

La *disclosure* su frequenza delle riunioni e *time commitment* è fornita quasi sempre tra le società che hanno istituito un Comitato autonomo, ma quasi mai dove esso è accorpato con altri. Tale situazione è riscontrabile, in realtà, per tutti i comitati (quindi anche per il Comitato Sostenibilità e, in misura minore, per il Comitato OPC, se unificati con altri comitati più attivi, rispettivamente CR e CCR).

Questa scarsa trasparenza è un problema che non va trascurato. Il Codice consente l'accorpamento ma tale scelta comporta oneri: un comitato accorpato può, infatti, essere considerato *compliant* col Codice (Racc. 16) purché siano rispettate le raccomandazioni del Codice per la sua composizione e “sia fornita adeguata informativa sui compiti e sulle attività svolte per ciascuna delle funzioni attribuite”⁴⁵. In caso di comitati accorpati sono fornite spesso informazioni sui compiti attribuiti, ma non su quelli effettivamente svolti nei vari ambiti; inoltre, informazioni disaggregate sul numero di riunioni e sul tempo effettivamente dedicato a ciascuna funzione sono del tutto occasionali. La trasparenza in tale ambito è quindi ampiamente migliorabile. I Comitati Nomine autonomi sono in media abbastanza attivi (6,9 riunioni/anno, per un *time commitment* medio di poco più di 8 ore, numeri paragonabili a quelli del CR). Peraltro, le situazioni concrete variano secondo il settore (tra le finanziarie la frequenza delle riunioni è più che tripla (11) rispetto alle non finanziarie (3)) e l'assetto proprietario (13 riunioni tra le *widely held*, 8 tra le imprese pubbliche, ma solo 3 tra le familiari)⁴⁶. A livello di singolo emittente, le differenze sono molto forti:

⁴⁵ Tale raccomandazione si estende, verosimilmente, ai casi in cui a un Comitato “da Codice” (ad es. CR o CCR) sono attribuite funzioni ulteriori, anche non da Codice (ad es. in materia di sostenibilità o di OPC).

⁴⁶ I Comitati Nomine autonomi si sono riuniti sempre almeno una volta (ciò è accaduto in 6 casi); in due casi il Comitato si è riunito 2 volte, in altre due si è riunito 3 volte. Le statistiche per il CR simili a quelle del C.Nomine: 6,1 riunioni/anno (variabili tra 0 e 28) per un *time commitment* di 9,2 ore (variabile tra 0 e 61 ore).

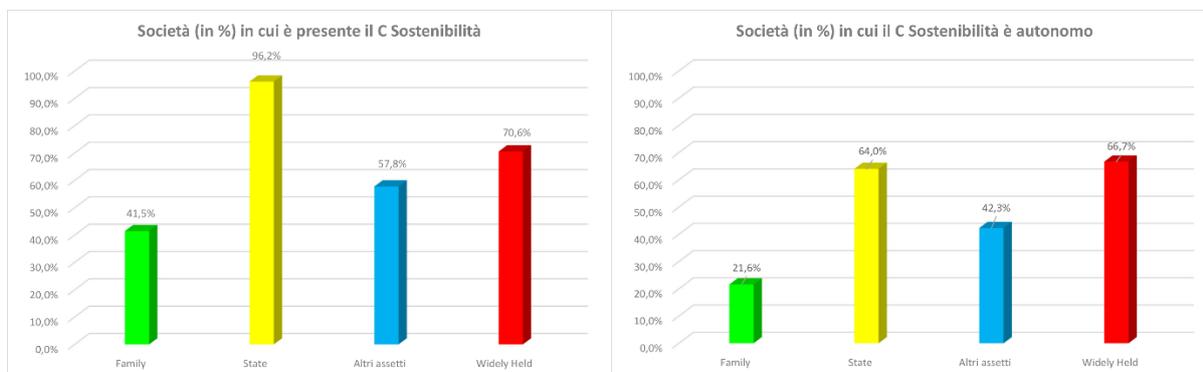
in alcune società il Comitato si è riunito una sola volta, mentre in una grande banca esso si è riunito 22 volte in un anno (per un impegno complessivo di quasi 25 ore). In sintesi, il nuovo Codice ha fissato un *benchmark* alto per il Comitato Nomine; la *compliance* degli emittenti è in forte miglioramento. Permane peraltro scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpato con altri; inoltre, quando le funzioni del comitato sono attribuite al CdA, emergono sovente criticità in termini di composizione dell'organo. A tale proposito pare opportuno un richiamo di attenzione da parte del Comitato per la Corporate Governance.

5.2 Il Comitato Sostenibilità

Il nuovo Codice (Racc. 1) chiede che l'approvazione del piano industriale abbia luogo "anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuata con l'eventuale supporto di un comitato". Si sono indagati istituzione e composizione del Comitato, frequenza di riunioni e *time commitment* richiesto⁴⁷.

Il Comitato Sostenibilità è stato istituito da poco più di metà (54%, in aumento dal 47% dell'anno scorso) degli emittenti. Esiste una forte variabilità legata a dimensione e assetto proprietario: il Comitato è stato costituito solo dal 41% delle società piccole; la frequenza sale al 91% tra le grandi. Anche l'identità dell'azionista di riferimento esercita una forte influenza: il Comitato è stato istituito solo dal 41% delle *family firms*, mentre esso si trova con frequenza elevata (71% e 96% rispettivamente) presso le *widely held* e le società a controllo pubblico.

Figura 23



In 68 casi (60% del totale) il Comitato è accorpato con altri, quasi sempre con il CCR. Pertanto, sono solo 46 (22% del totale) gli emittenti ad avere istituito un Comitato Sostenibilità autonomo. Dimensione e struttura proprietaria influiscono anche su tale scelta: la costituzione di un Comitato autonomo è rara (24%) tra le società piccole concentrate e maggioritaria (74%) tra le grandi non concentrate. L'istituzione di un Comitato autonomo è rara tra le *family firms* (22%) ma è

Decisamente più elevate, invece, quelle per il CCR: 9,2 riunioni/anno (variabili tra 1 e 52) per un *time commitment* di 24,2 ore (variabile tra 0 e 295 ore).

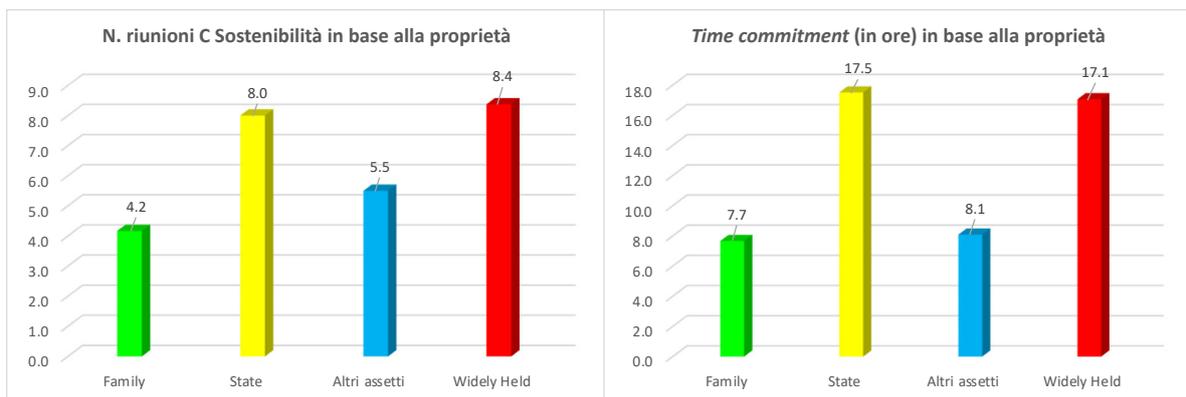
⁴⁷ L'informazione dovrebbe essere fornita sempre, perché l'art. 123-bis, co.1, lett.d) TUF dispone che nelle Relazioni CG siano riportate, tra l'altro, le informazioni riguardanti "la composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione e controllo e dei loro comitati" (da Codice e non da Codice).

maggioritaria tra le *widely held* (67%) e tra le società pubbliche (64%) che – come si vedrà anche in seguito – manifestano un’attenzione particolare ai temi di sostenibilità.

La composizione prevalente del comitato (quasi solo non esecutivi, in maggioranza indipendenti) sembra coerente con un ruolo di controllo e interlocuzione riguardo ai temi “*rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine*” individuati dal management, più che di coinvolgimento diretto nell’elaborazione di strategie di sostenibilità.

Nelle 46 società dotate di un Comitato Sostenibilità autonomo, si osserva un numero medio di riunioni annue pari a 6,9, per un impegno complessivo pari a circa 13 ore e mezza. Le medie nascondono numeri molto variabili a livello di singolo emittente: il numero di riunioni varia tra 0 e 20⁴⁸, per un impegno complessivo variabile tra 0 e 42 ore. Anche a livello di *time commitment* si percepisce una diversa attenzione prestata ai temi di sostenibilità: l’impegno medio è pari a 11 ore nelle società piccole e sale a quasi 15 ore nelle grandi non concentrate (+34%); analogamente, l’impegno medio è pari a 7 ore e 40 minuti tra le società familiari, ma sale a 17 ore e mezza (+127%) nelle pubbliche.

Figura 24



Il Codice ha scelto di non formulare specifiche raccomandazioni sul Comitato Sostenibilità. Il Comitato è stato istituito in circa metà dei casi; il modello del Comitato autonomo è minoritario e seguito da società più strutturate; più frequente è l’attribuzione di funzioni in ambito sostenibilità a comitati già esistenti (di solito il CCR).

5.3 Il Comitato OPC

Il Comitato OPC è stato istituito quasi sempre (97% dei casi). Solo 6 società (di piccola dimensione) si limitano a indicare le regole che saranno seguite, al bisogno, per costituirlo oppure comunicano che esso è stato costituito senza indicarne la composizione attuale.

⁴⁸ In un caso il comitato non si è mai riunito. Numeri di riunioni basse sono rari: in 3 casi il comitato si è riunito 1 volta, in altri 3, due volte, in 4 casi tre volte.

In poco meno di metà dei casi il Comitato è accorpato, quasi sempre con il CCR, cui è talvolta attribuita competenza anche in materia di sostenibilità. 5 emittenti attribuiscono la competenza in materia di OPC, alternativamente, al CR (per le deliberazioni in materia di remunerazione) o al CCR (per le altre materie). Dimensione e struttura proprietaria influiscono sulla costituzione di un Comitato OPC autonomo, più frequente tra le società grandi non concentrate (68%). L'istituzione di un Comitato autonomo è relativamente rara tra le società a controllo pubblico (42%), più frequente tra le *family firms* (52%) e ampiamente maggioritaria tra le *widely held* (75%).

Figura 25

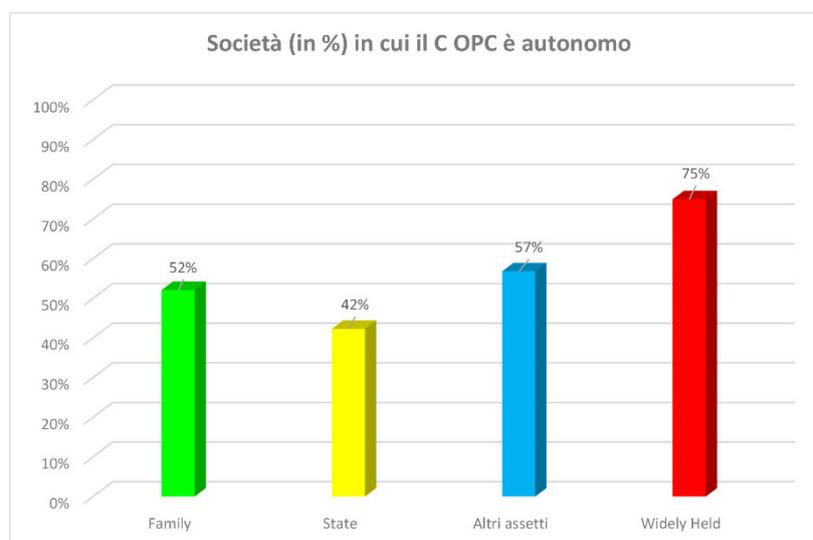
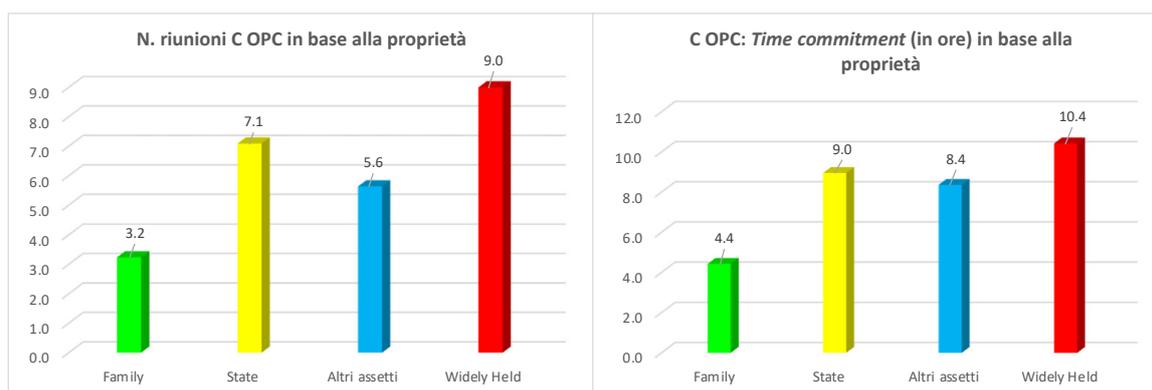


Figura 26



La *disclosure* sulla frequenza delle riunioni è molto diffusa (91%, in forte aumento dal 75% dell'anno passato) dove il Comitato è autonomo; rispetto al C.Sostenibilità, la fornitura di informazioni sul *time commitment* richiesto ai componenti del Comitato OPC è però meno frequente (61%, in aumento dal 40% dell'anno scorso). Come già osservato, dove i comitati sono accorpati, la *disclosure* è inferiore: per il Comitato OPC, informazioni su numero di riunioni (24%) e tempo dedicato a ciascuna funzione (8%) sono occasionali. La trasparenza è ampiamente migliorabile.

Nelle (123) società che offrono informazioni in materia, il Comitato OPC si è riunito mediamente 4,6 volte in un anno; l'impegno medio nelle (75) società che lo comunicano, è pari a 6,7 ore⁴⁹. Anche qui le medie nascondono numeri molto variabili a livello di singolo emittente: il numero di riunioni annue varia tra 0 e 21, per un impegno complessivo variabile tra un minimo di 30 minuti e un massimo di 31,5 ore. L'attività del Comitato varia secondo numero e complessità delle operazioni da esaminare e secondo grado di strutturazione della governance. Un significativo numero di emittenti (29 su 75, pari al 39% del totale) comunicano un *time commitment* pari a 3 ore o meno; solo 15 emittenti (tra cui 4 banche e 2 assicurazioni) comunicano un impegno superiore a 10 ore. L'impegno medio è pari a 4 ore e 20 minuti tra le società familiari e più che raddoppia (quasi 10 ore e mezza) nelle *widely held*.

In sintesi, la trasparenza riguardo al funzionamento del Comitato OPC mostra ampi margini di miglioramento. Dove è fornita informazione, le situazioni sono variegate. In un numero significativo di casi, il Comitato pare avere dedicato un tempo contenuto allo svolgimento dei propri compiti. È però difficile capirne la ragione; una più frequente descrizione dei compiti effettivamente svolti, anche dove il Comitato è accorpato, potrebbe aiutare il mercato a comprenderne il ruolo effettivo.

⁴⁹ Numeri di riunioni bassi sono abbastanza frequenti per il COPC: una società comunica che non si è mai riunito; esso si è riunito una volta in 22 società; in 26 casi si è riunito 2 volte, in 14, 3 volte.

6. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti

BOX 5

La trasparenza in materia di politica delle remunerazioni è aumentata considerevolmente. Le informazioni sulla struttura dei piani, tuttavia, non sono sempre chiare, soprattutto tra le società minori. Di grande aiuto sarebbe fornire sistematicamente un *executive summary* tabellare (oggi diffuso tra le società grandi), in sostituzione o in aggiunta a lunghe descrizioni che lasciano spesso dubbi sull'effettiva struttura del pacchetto.

Misura e composizione del *pay mix* sono importanti per gli investitori chiamati a un voto vincolante sulla *policy*. La trasparenza è sovente migliorabile su molti aspetti: dati numerici “completi” sulla dinamica della remunerazione variabile (*i.e.* almeno a *target* e a *cap*) sono forniti da circa il 60% degli emittenti.

Il pacchetto offerto ai CEO (a *target*) è composto, in media, per il 49% da compensi fissi e per il 51% da remunerazione variabile (24% MBO – a breve termine – e 27% LTI – a lungo termine). La struttura dei piani di incentivazione varia molto, soprattutto in relazione a dimensione e azionariato dell'emittente. È aumentata in misura significativa la frequenza con cui le società legano il variabile al raggiungimento di obiettivi ESG: ciò vale sia per gli MBO che per gli LTI. Il peso medio di tale componente nel pacchetto è però stabile.

L'unica classe di amministratori che ha registrato nel 2021 una dinamica significativa è quella degli AD, i cui compensi monetari sono aumentati da 946 a 1.104 mila € (+17%), soprattutto a causa di un forte incremento dei bonus (da 239 a 420 mila €).

Le ragioni di tale dinamica emergono dal confronto tra *pay opportunity* e compensi effettivamente corrisposti (ricavabile per la prima volta con riferimento al 2021). I compensi fissi sono allineati al fisso ricavabile dalla *policy*. Non si trova quindi più traccia delle decurtazioni dei compensi fissi che i CEO avevano sovente accettato in un anno eccezionale come il 2020. I bonus monetari, inoltre, sono mediamente sopra il *target* (472 mila € in media, contro 395 mila € promessi a *target* e 579 mila € a *cap*). Ciò appare coerente con il miglioramento delle condizioni di mercato avvenuto in parallelo all'uscita dalla fase più critica della pandemia (e prima della guerra russo-ucraina).

Il Codice di Corporate Governance si è sostanzialmente limitato a riordinare le previsioni riguardanti la remunerazione degli amministratori e del *top management*, anche perché la materia è stata rivoluzionata dal recepimento della Direttiva *SHRDII* che ha portato numerose novità, tra cui:

- a) La vincolatività della *policy* approvata in assemblea, la cui implementazione richiede il ricorso alle procedure OPC ogniqualvolta comporti “*valutazioni discrezionali*”;

- b) La possibilità di derogare alla *policy* approvata in presenza di “*circostanze eccezionali*”, purché essa preveda specifiche condizioni procedurali e specifici gli elementi cui la deroga può essere applicata;
- c) Un forte incremento della trasparenza riguardo alla struttura della remunerazione, soprattutto per gli amministratori esecutivi: pare richiesta una *disclosure* ampia dell’algoritmo scelto e del suo funzionamento in relazione non solo ai *target* prefissati, ma anche ai livelli *floor* e *cap* e all’eventuale esistenza di ulteriori condizioni-cancello – *entry gates* – il cui raggiungimento fa maturare il diritto a percepire il variabile. Gli esatti confini di quale sia la *disclosure* minima accettabile non sono però ancora chiari.

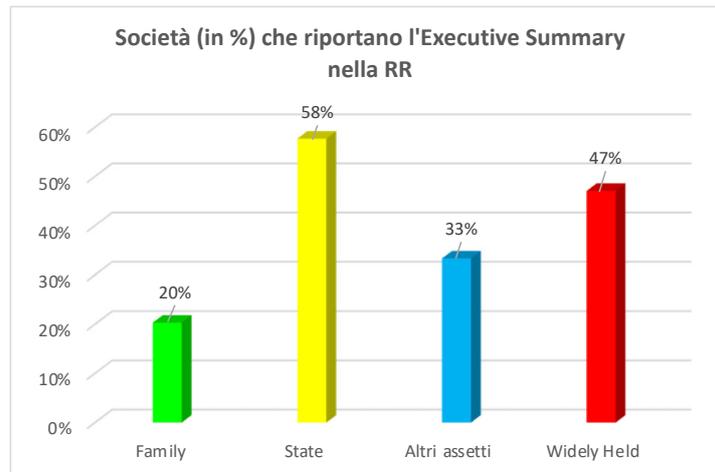
6.1 La politica in materia di remunerazione

La politica in materia di remunerazione è descritta nella Sezione I della RR, che è stata oggetto di un penetrante intervento regolamentare. Lo Schema 7-*bis* allegato al Regolamento Emittenti richiede, tra l’altro, con riferimento alle componenti variabili, “*una descrizione degli obiettivi di performance finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d’impresa, in base ai quali vengano assegnate, distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo termine*”.

Il miglioramento della trasparenza post-riforma è stato significativo. Il grado di dettaglio della RR continua tuttavia ad essere molto variabile da una società all’altra. Alcuni emittenti, solitamente di piccole dimensioni e/o aventi azionariato concentrato, forniscono informazioni molto sintetiche sulla struttura del pacchetto, tanto che le informazioni richieste dalla regolamentazione non sono sempre tutte reperibili: ad esempio, lo Schema 7-*bis* chiede, ove siano state utilizzate come riferimento le politiche di altre società, non solo l’indicazione dei criteri utilizzati per la scelta ma altresì “*l’indicazione di tali società*”. Peraltro, su 100 società che indicano esplicitamente l’utilizzo di *peers*, solo 56 li individuano nominativamente (mentre altre 38 si limitano a descrivere il *peer group* in termini generali).

La presenza di un *executive summary* che ricapitola gli aspetti salienti della governance del processo e del pacchetto attribuito al CEO e ad altri soggetti consente agli investitori di trovare facilmente le informazioni fondamentali per valutare la *policy*, che altrimenti sarebbero sparse lungo tutta la Relazione. Tale prassi si sta diffondendo progressivamente: 63 emittenti (in aumento dai 55 dell’anno passato), soprattutto grandi e non concentrate (dove sono l’84% del totale, contro il 15% nelle piccole), hanno inserito nella Sezione I della RR un *executive summary*. Tale prassi è diffusa tra le società pubbliche (58%) e tra le *widely held* (47%), molto meno (20%) tra le *family firms*.

Figura 27



Tale prassi merita di essere valutata dagli emittenti ed, eventualmente, anche dal Comitato per la Corporate Governance ai fini di una possibile segnalazione nel Codice o nelle Q&A funzionali alla sua applicazione.

6.1.1 La facoltà di derogare alla policy

L'art. 123-ter TUF consente alle società di “*derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare*”. In realtà, la *policy* approvata dall'assemblea attribuisce, non di rado, al CdA poteri discrezionali nell'implementazione dei piani di incentivazione (ad es. attraverso la possibilità di “depurare” i risultati ottenuti da eventuali componenti straordinarie). L'utilizzo di tali poteri, nei limiti previsti dalla *policy* approvata, è sostanzialmente pre-autorizzato dall'assemblea e non costituisce tecnicamente una deroga (anche se richiede – post *SHRDII* – l'applicazione delle procedure OPC).

Da osservare, in proposito, che la possibilità di erogare bonus “*ad hoc*” in base a valutazioni ex post continua ad essere prevista piuttosto di frequente nelle *policies* (43% dei casi). Le società che prevedono la facoltà di erogare tali bonus forniscono sempre informativa sulle condizioni in cui ciò è possibile. Generalmente essi sono legati all'effettuazione di operazioni straordinarie di grande portata strategica.

La facoltà di derogare alla *policy* approvata dall'assemblea è prevista nella stragrande maggioranza dei casi (79%). Essa copre principalmente i piani d'incentivazione a breve termine (MBO) o il peso relativo di componente fissa/variabile (72%); con minore frequenza anche (o solo) i piani a lungo termine (LTI: 63%) e/o l'emolumento fisso (40%). La clausola segue normalmente (76% dei casi) il wording del TUF. Abbastanza frequente ma minoritaria l'indicazione di casistiche che giustificano l'utilizzo della deroga, come la facoltà di erogare bonus straordinari per attrarre o trattenere manager di talento (44% dei casi) o di modificare le remunerazioni per tener conto di eccezionali circostanze esterne (46%) o di sensibili variazioni del perimetro del gruppo (45%). Più rara è la facoltà di erogare bonus per premiare performance eccezionali (25%).

6.1.2 La remunerazione variabile

Il Codice CG raccomanda che la politica di remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management* definisca un bilanciamento tra componente fissa e variabile calibrato rispetto agli obiettivi strategici e alle caratteristiche della società, prevedendo comunque che la remunerazione variabile: a) rappresenti una parte significativa della remunerazione complessiva e b) sia legata in parte significativa a un orizzonte di medio-lungo periodo (Racc. 27).

Una componente variabile per il CEO è presente molto spesso (84% dei casi, sempre nelle società grandi non concentrate). Il variabile è presente quasi ovunque (sopra il 90% dei casi) tranne che nelle società familiari dove – nel 24% dei casi – il CEO riceve esclusivamente una remunerazione fissa: tale situazione si riscontra più spesso (31%) dove il CEO è un membro della famiglia di controllo; dove il CEO è un manager esterno alla famiglia compensi solo fissi sono più rari (15%).

La remunerazione variabile può essere di breve (*Management By Objectives* o MBO) o di medio-lungo termine (*Long Term Incentive* o LTI). Un piano MBO è previsto quasi sempre (95%); un LTI è individuato con frequenza minore (76%). Nei (41) emittenti in cui è presente un MBO ma non un LTI, è raramente fornita spiegazione (essa sarebbe tuttavia richiesta ai sensi del Codice)⁵⁰. In ambedue i casi l'applicazione del principio *comply-or-explain* è chiaramente migliorabile.

6.1.2.1 I piani MBO

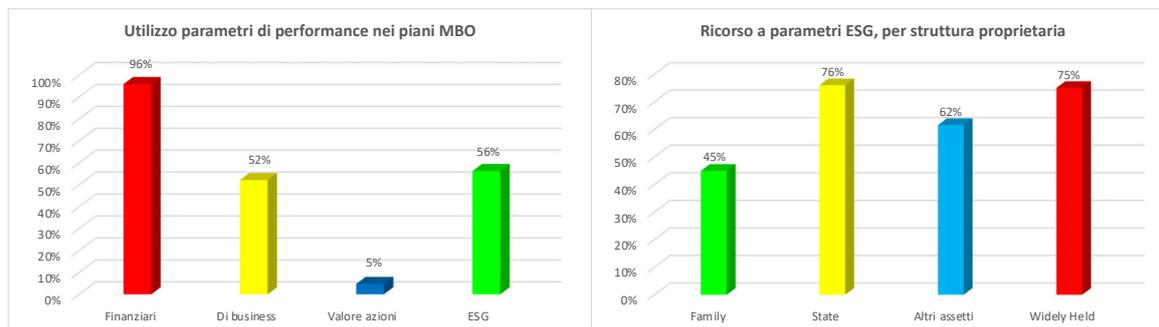
I piani MBO sono quasi sempre (98%) piani monetari, che legano l'erogazione dei compensi al raggiungimento di obiettivi di budget. Una piccola pattuglia (13%) di emittenti, sovente società grandi non concentrate (32%), prevede anche erogazioni di azioni o altri strumenti finanziari, di solito differite nel tempo.

Si è indagata la struttura degli MBO con riferimento a 4 categorie di obiettivi; a) economico-finanziari (tipicamente grandezze contabili o di budget); b) di business (es. quote di mercato, sviluppo nuovi prodotto, rispetto tempistica investimenti, *customer satisfaction* ecc.); c) di andamento del valore delle azioni; d) parametri ESG (es. riduzione emissioni CO₂, infortuni sul lavoro, pari opportunità, ecc.).

Buona è la trasparenza riguardo alla tipologia degli obiettivi e al peso assunto da ciascuna categoria (78% dei casi). Parametri economico-finanziari sono utilizzati quasi sempre (96%); frequente è anche il ricorso a obiettivi di business (52%) o a parametri ESG (56%, in crescita rispetto al 42% dell'anno scorso). Raro è il legame diretto con obiettivi azionari (5%), utilizzati invece con frequenza nei piani LTI. L'utilizzo di parametri diversi da quelli economico-finanziari dipende soprattutto dall'identità dell'azionista di riferimento: in particolare, parametri ESG sono usati più spesso dalle società pubbliche e *widely held* (intorno al 75%) e meno da quelle familiari (45%).

⁵⁰ La Racc. 27 lett. c) prevede che gli obiettivi di performance cui è legata l'erogazione delle componenti variabili siano “*legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo*”.

Figura 28



Gli emittenti definiscono il *cocktail* di obiettivi del piano MBO in modo differenziato. Le società piccole concentrate fanno uso quasi solo (83%) di obiettivi economico-finanziari, mentre le grandi non concentrate li utilizzano in misura inferiore (68%) per lasciare spazio ad altri parametri di performance (obiettivi di business e ESG).

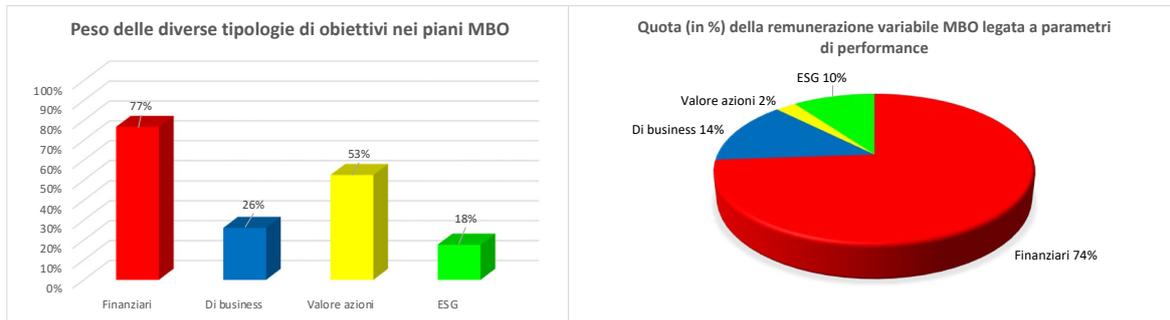
Per analizzare i pacchetti, il peso medio delle singole componenti è stato calcolato in due modi alternativi e tra loro complementari: a) come peso % sul totale della remunerazione MBO a *target* nelle sole società che prevedono quella particolare componente (es. quella legata a obiettivi azionari), nonché b) come peso complessivo a livello di sistema. La prima statistica fotografa l'effettivo peso delle singole componenti variabili (sull'MBO a *target*) nei pacchetti dove esse sono presenti; la seconda riflette anche la frequenza con cui i singoli piani includono le varie componenti e restituisce quindi il peso complessivo di ciascuna (sempre calcolato sul totale del variabile a *target*) a livello di sistema⁵¹.

La prima statistica mostra che gli emittenti attribuiscono un peso elevato negli MBO agli obiettivi economico-finanziari (77%) però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 53% per gli obiettivi azionari nelle (pochissime) società che ne fanno uso; 26% per gli obiettivi di business; 18% per gli obiettivi ESG. I pesi sono sostanzialmente stabili nel tempo.

La seconda statistica mostra che, a livello di sistema, la remunerazione variabile attribuita dai piani MBO è legata in misura preponderante (74%) a parametri economico-finanziari; le altre componenti assumono, invece, pesi molto bassi (obiettivi di business 14%; ESG 10%; azionari 2%); da segnalare, tuttavia, il forte incremento marginale del peso degli obiettivi ESG (+38,5% nell'ultimo anno, da 7% a 10%), legata alla crescente diffusione di componenti variabili *ESG-based*.

⁵¹ Per comprendere la relazione tra le due statistiche può essere utile un esempio: gli obiettivi ESG sono utilizzati solo dal 56% delle società, dove hanno un peso pari al 18%. Il prodotto di tali percentuali genera il 10% osservabile a livello di sistema. I pesi a livello di sistema sommano 100%, quelli nelle sole società che utilizzano una certa categoria di obiettivi invece no, perché i campioni di riferimento cambiano per ogni categoria.

Figura 29



6.1.2.2 I piani LTI

I piani LTI possono essere monetari e/o a base azionaria. Nel primo caso sono simili agli MBO ma articolati su un orizzonte pluriennale. Nel secondo caso è prevista l'attribuzione di strumenti finanziari, che può essere immediata (standard per le *stock options*) o differita nel tempo (standard per le *stock grant*) e collegata al verificarsi di due tipi di condizioni: a) la permanenza in carica fino alla data di effettiva assegnazione (*vesting*) e b) il conseguimento di obiettivi di performance (*entry gates*)⁵². Gli LTI comprendono piani monetari (*cash-based*) nel 46% degli emittenti; nel 51% dei casi è previsto un piano di *stock grant/performance shares*; nel 15% un piano di *stock options*; nel 5% uno o più piani *phantom*⁵³. Le opzioni, un tempo prevalenti, sono oggi assai meno popolari delle *stock grant*. I piani LTI possono essere ad assegnazione unica (60% dei casi) o *rolling* (40%), cioè con assegnazioni ripetute ogni anno nel periodo di riferimento⁵⁴.

La durata media dei piani LTI al momento della loro approvazione è pari a 3 anni (varia tra 2 e 6 anni), senza grandi variazioni a seconda del tipo di piano (monetario o azionario, unico o *rolling*).

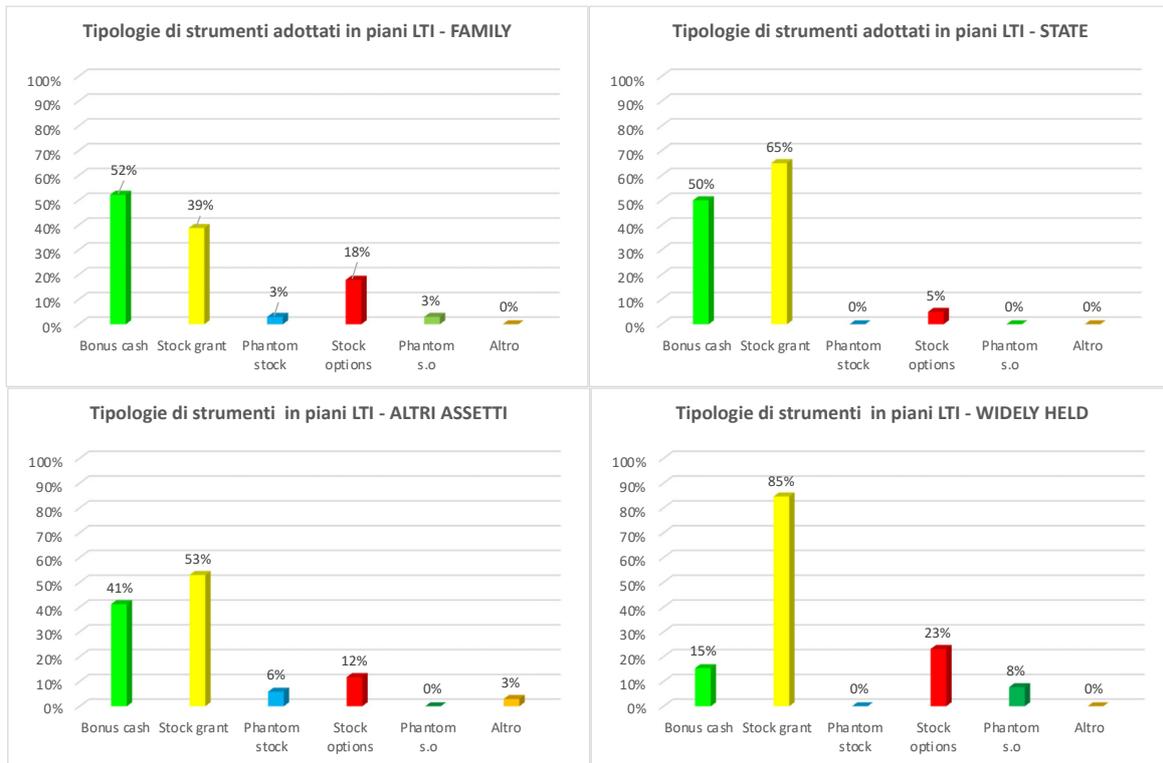
La tipologia di piano varia secondo la dimensione dell'emittente e la struttura dell'azionariato. Le società grandi non concentrate adottano prevalentemente piani di *stock grant* (83%) e raramente piani monetari (22%); le piccole concentrate preferiscono i piani monetari (53%) alle *stock grant* (40%); i piani di *stock options* sono poco frequenti (intorno al 10%) in ambedue i gruppi. Differenze rilevanti si riscontrano anche tra *family firms* (il 52% adotta piani monetari, il 39% *stock grant*) e *widely held* (il 15% adotta piani monetari, l'85% *stock grant*). Anche le società a controllo pubblico preferiscono le *stock grant* (65%, contro il 50% che adotta piani monetari).

⁵² Talvolta i piani non prevedono l'assegnazione di azioni od opzioni vere e proprie ma solo l'erogazione di un compenso parametrato al loro valore. Si parla allora di piani c.d. *phantom*.

⁵³ Le percentuali non sommano 100% perché possono essere previsti contemporaneamente due o più piani di tipo diverso.

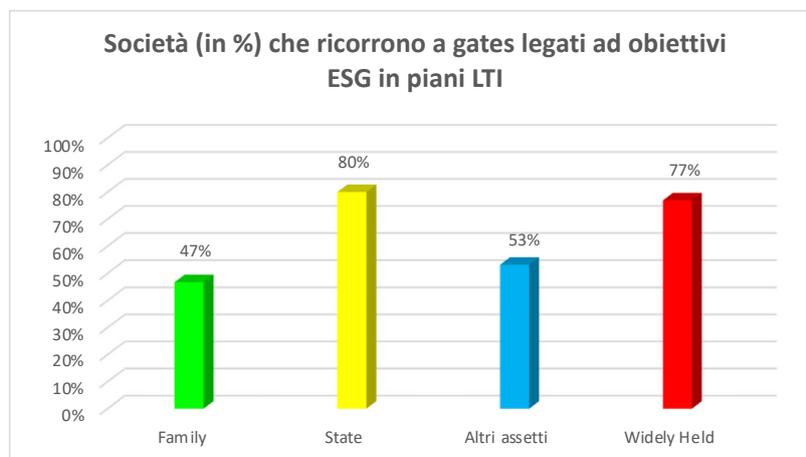
⁵⁴ Il punto è molto importante. I valori degli incentivi riportati nel testo sono calcolati infatti su base annuale, pertanto gli incentivi attribuiti dai piani *rolling* sono stati ri-espressi in forma pro-quota.

Figura 30



Quasi tutti (95%) i piani LTI prevedono la presenza di uno o più *entry gates*: sono quasi sempre (90%) soglie collegate a obiettivi economico-finanziari; con una discreta frequenza sono previsti anche *gates* legati alla performance azionaria (43%) e/o a parametri ESG (57%, in forte aumento dal 38% dell'anno passato). Il ricorso a parametri ESG è meno frequente tra le società familiari (47%, in forte aumento dal 27% dell'anno scorso) e nettamente più elevato tra le società pubbliche (80%) e tra le *widely held* (77%).

Figura 31



I piani LTI si fondano su algoritmi complessi, che rendono problematico (più che per gli MBO) il calcolo di statistiche aggregate: ad es. è comune l'identificazione di *entry gates* legati a parametri diversi da quelli cui è connesso il compenso variabile o

l'utilizzo combinato di più parametri di performance (tramite l'uso di moltiplicatori/demoltiplicatori del parametro principale). Dove possibile, si è comunque calcolato il peso delle singole categorie di obiettivi all'interno del piano LTI, analogamente a quanto fatto per gli MBO.

Anche i piani LTI sono tra loro eterogenei. Pertanto, come per gli MBO, il peso medio delle singole componenti è stato calcolato (nelle 89 società per cui sono disponibili informazioni, pari al 66% di quelle che hanno adottato uno o più LTI) nei due modi alternativi già visti: a) come peso sul totale dell'LTI a *target* nelle sole società che prevedono quella particolare componente, nonché b) come peso complessivo a livello di sistema.

La prima statistica mostra che gli emittenti attribuiscono un peso elevato negli LTI agli obiettivi economico-finanziari (69%) però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 44% per gli obiettivi azionari nelle non poche (47% degli emittenti per cui l'informazione è disponibile) società che ne fanno uso; 30% per gli obiettivi di business; 21% per le numerose società (81% del totale) che fanno uso di obiettivi ESG.

La seconda statistica mostra che, a livello di sistema, la remunerazione variabile connessa ai piani LTI è legata (come per gli MBO) in misura prevalente (63%) a parametri economico-finanziari; le altre componenti assumono, invece, pesi inferiori (obiettivi di business 4%; azionari 21%; ESG 12%). Le differenze tra MBO e LTI sono indotte da una diversa frequenza di adozione dei singoli parametri, più che dall'attribuzione di pesi diversi a ciascuno di essi.

In sintesi, la struttura dei piani di incentivazione è molto diversa da una società all'altra: le preferenze variano secondo la dimensione e l'azionariato dell'emittente. Le informazioni su tipologia e struttura dei piani non sono sempre chiarissime, soprattutto tra le società minori. La strada dell'adeguamento alla nuova normativa pare, sovente, ancora lunga. Sarebbe opportuna la fornitura di un *executive summary* tabellare, in sostituzione o in aggiunta a lunghe descrizioni che lasciano, non di rado, dubbi sull'effettiva struttura del pacchetto.

6.1.3 Il pay mix

6.1.3.1 La disclosure

Lo Schema 7-bis richiede, tra l'altro, “*informazioni sul legame tra la variazione dei risultati e la variazione della remunerazione*” nonché una descrizione dei “*criteri utilizzati per la valutazione del raggiungimento degli obiettivi di performance (...), specificando la misura della componente variabile di cui è prevista l'erogazione in funzione del livello di conseguimento degli obiettivi stessi*”. L'interpretazione prevalente porta a ritenere opportuna la fornitura di informazioni sul c.d. *pay mix* relativo al CEO e agli altri amministratori. Lo Schema 7-bis non è esplicito riguardo al dettaglio minimo in materia; d'altronde, siccome i piani di incentivazione hanno una struttura differenziata, un intervento regolamentare vincolistico pare inopportuno.

La descrizione del *pay mix* richiede informazioni relative agli importi variabili che possono essere corrisposti (la c.d. *pay opportunity*) in funzione di diversi gradi di raggiungimento degli obiettivi: soglia di ingresso (*floor*), *target* e importo massimo (*cap*)⁵⁵. In questo Rapporto si è considerata come informazione “completa” la *disclosure* degli importi conseguibili in caso di performance a *target* e a *cap*.

Informazioni sulla componente fissa sono disponibili pressoché sempre; informazioni di base sul variabile sono disponibili nella grande maggioranza (80%) dei casi. Nel restante 20%, le informazioni non sono sufficienti a identificare gli importi (e quindi il peso relativo) del variabile, né a *target*, né a *cap* oppure i piani legano la remunerazione linearmente a uno più parametri, senza indicare *cap* e *floor*. Varie società hanno fornito informazioni sufficienti a individuare la remunerazione variabile (MBO + eventuale LTI) a *cap* ma non a *target* (15%) o, viceversa, a *target* ma non a *cap* (6%). Informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* a *target* e a *cap* sono ricavabili dalle Relazioni di 126 società (59% del totale).

6.1.3.2 La composizione del pacchetto del CEO

Tra le 126 società forniscono nelle RR⁵⁶ informazioni “complete” (sia a *target* che a *cap*), però, 33 (16% del totale) hanno attribuito al CEO esclusivamente una remunerazione fissa. I numeri sono stabili rispetto all’anno passato. Gli altri 93 emittenti (43% del totale) hanno previsto una remunerazione sia fissa che variabile e forniscono informazioni sufficienti a ricavare il *pay mix* sia a valori *target* che a valori *cap*. I numeri sono stabili rispetto all’anno scorso.

Limitatamente a tali 93 società è possibile analizzare la *pay opportunity* offerta al CEO:

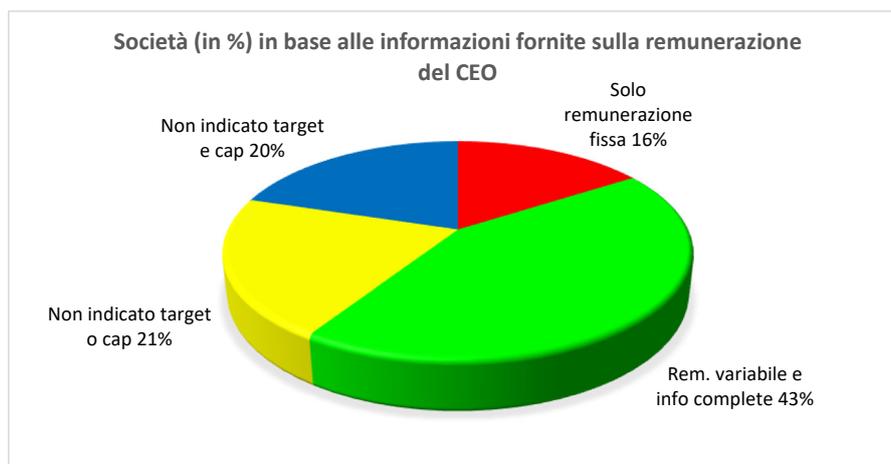
- a) in ipotesi gestionali standardizzate;
- b) sulla base di informazioni fornite dalla società stessa⁵⁷.

⁵⁵ L’indicazione dei tre livelli corrisponde alla struttura ampiamente prevalente dei piani (che legano i compensi alla c.d. “spezzata di incentivazione”). La soglia di ingresso (*floor*) corrisponde al raggiungimento degli obiettivi minimi (possono essere più di uno) che consentono l’apertura dei *gates*, e quindi la corresponsione di remunerazione variabile; il *target* corrisponde al raggiungimento degli obiettivi (tipicamente di piano industriale) dichiarati nel piano di remunerazione, il *cap* (previsto quasi sempre) corrisponde al livello di performance raggiunto il quale nessun compenso variabile ulteriore viene corrisposto al beneficiario.

⁵⁶ L’analisi è fondata sulle informazioni fornite nelle RR. È possibile che informazioni ulteriori siano reperibili in altri documenti, cui le RR non di rado rinviano (tra cui i regolamenti di piani di incentivazione e la documentazione fornita – ai sensi dell’art. 114-bis TUF – per l’approvazione dei piani a base azionaria). L’indagine non valuta quindi la completezza dell’informazione *tout court*, ma la sua semplicità di reperimento.

⁵⁷ Ciò presenta due vantaggi di capitale importanza rispetto alle quantificazioni ex post reperibili nella Tabella 1 ex Schema 7-bis: a) è possibile considerare le componenti LTI attribuite al CEO (in ipotesi standardizzate); b) è possibile disporre di una stima delle componenti azionarie che prescinde dalle convenzioni contabili.

Figura 32



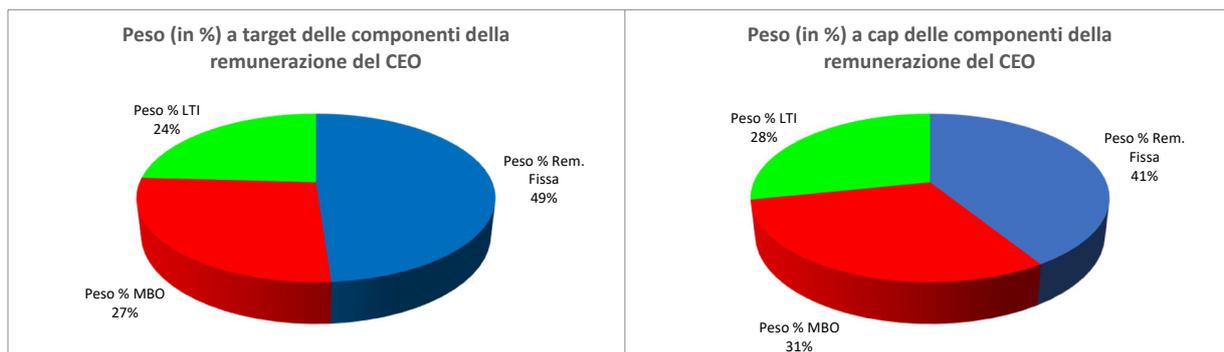
La *disclosure* sul *pay mix* è molto migliore nelle società grandi non concentrate (72%, contro 35% nelle piccole) e nelle società pubbliche (62%, contro 39% nelle *family* e 41% nelle *widely held*). Può sorprendere il dato settoriale: informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* per il CEO sono state fornite solo dal 41% delle società finanziarie. Peraltro, come già osservato nel Rapporto dell'anno passato, tali società (soprattutto le banche) forniscono tipicamente informazioni riferite al complesso del c.d. "personale più rilevante" (ai sensi della Direttiva CRD IV) e sul rispetto dei limiti al rapporto tra variabile e fisso (1:1 o 2:1 secondo i casi). Le informazioni fornite non consentono, però, sempre di estrapolare il valore del pacchetto spettante al CEO.

Nelle società che forniscono informazione completa sul *pay mix*, il pacchetto medio del CEO prevede un compenso fisso pari a 839 mila €; ad esso si aggiungono un MBO e un LTI che valgono – a *target* – rispettivamente 605 e 620 mila €: la remunerazione totale media a *target* è quindi pari a poco più di 2 milioni di € (2.064 mila €). La composizione del pacchetto a *target* è 49% fisso e 51% variabile (di cui 27% per MBO e 24% per LTI)⁵⁸.

Se la performance arriva al livello *cap*, la remunerazione variabile cambia in misura significativa: la parte MBO raggiunge, in media, 886 mila € (+46%) mentre la parte LTI raggiunge i 965 mila € (+49%).

⁵⁸ Merita una sottolineatura la differente metodologia rispetto a quella utilizzata per il calcolo del peso delle singole componenti dei pacchetti MBO e LTI. Le percentuali riportate nel testo misurano il peso di fisso, MBO e LTI (comunque composti al loro interno) sulla *pay opportunity* totale (rispettivamente a *target* e a *cap*). Le percentuali calcolate nei paragrafi precedenti, invece, misurano il peso delle singole componenti (legate a obiettivi finanziari, di business, ESG, ecc) dei piani MBO (o LTI) sul totale del variabile (solo a *target*) connesso a tali piani (MBO o LTI rispettivamente).

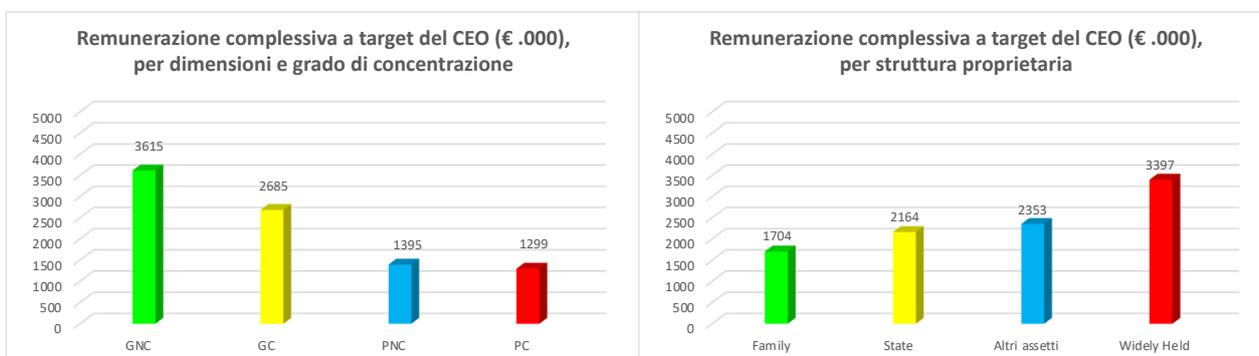
Figura 33



La composizione del pacchetto si modifica di conseguenza: la parte fissa si riduce dal 49 al 42%, mentre la variabile aumenta dal 51 al 59%, per effetto dell'aumento sia del MBO che del LTI (che salgono rispettivamente dal 24 al 28% e dal 27 al 31%). Nell'ultimo anno gli emolumenti fissi sono saliti in media del 6,9%, la *pay opportunity* della componente MBO è aumentata sensibilmente (12,5% a *target* e 20,8% a *cap*), mentre la componente LTI non è variata in misura significativa. Per effetto di tali dinamiche, la *pay opportunity* complessiva è salita del 6,1% a *target* e del 8,6% a *cap*. L'aumento è concentrato nelle società Mid Cap (11,3% a *target* e 12,7% a *cap*); nelle Small Cap la *pay opportunity* è rimasta stabile, mentre è diminuita nelle FTSE Mib (-7,8% a *target* e -5,6% a *cap*).

Gli importi variano in funzione di dimensione e struttura proprietaria. L'emolumento fisso è più basso (intorno a 600 mila €) nelle società piccole e sale molto nelle società grandi, soprattutto se non concentrate (1,4 milioni di €). Ad analoghe dinamiche è soggetta la parte variabile. Pertanto i compensi complessivi del CEO variano – a *target* – da poco più di 1,3 milioni di € nelle piccole fino a 3,6 milioni nelle grandi non concentrate. I compensi totali a *target* sono pari a circa 1,7 milioni di € nelle società familiari, salgono a 2,2 milioni (+27%) nelle società pubbliche e raggiungono i 3,4 milioni (+99%) nelle *widely held*.

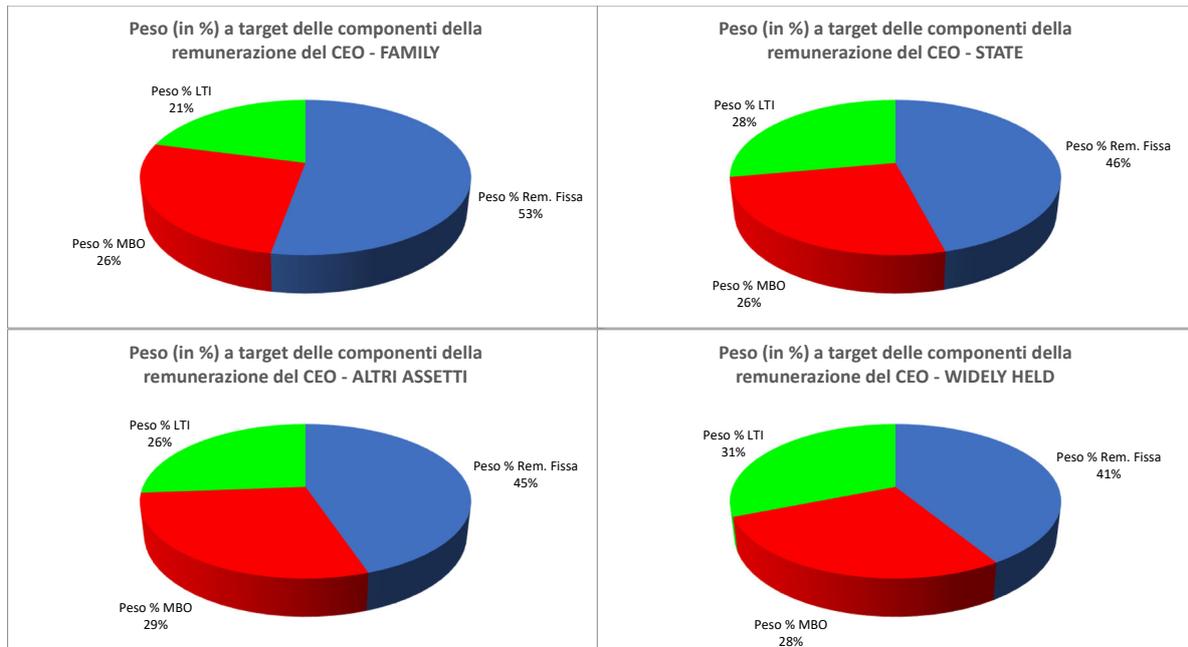
Figura 34



La struttura del pacchetto cambia a seconda della dimensione e della struttura proprietaria. Le società piccole concentrate (e le *family*) fanno minore affidamento sul variabile: la composizione del pacchetto a *target* è 56% fisso e 44% variabile (di cui 27% per MBO e 17% per LTI). Le società grandi non concentrate, invece,

attribuiscono al variabile a *target* un peso preponderante (60% contro 40% di fisso). La differenza è riconducibile soprattutto alla componente LTI: nelle grandi non concentrate la parte MBO sale infatti di 2 punti percentuali rispetto alle piccole (29% contro 27%), mentre la componente LTI sale addirittura di 11 punti (31% contro 20%).

Figura 35



Gli importi variano in misura rilevante se l'impresa raggiunge la performance *cap*: nelle società piccole la parte MBO arriva, in media, a 537 mila € (+39% rispetto a *target*) mentre la parte LTI raggiunge i 501 mila € (+49%). Tra le grandi non concentrate i compensi sono molto maggiori: MBO e LTI a *cap* sfiorano rispettivamente 1,6 milioni di € (+47%) e 1,7 milioni di € (+46%).

In sintesi, non solo gli importi ma anche il *pay mix* dei CEO cambiano in misura significativa secondo la dimensione aziendale e la struttura dell'azionariato: le società piccole prevedono a *target* un variabile inferiore al 50% del pacchetto e prevalentemente legato al breve termine (MBO). Al contrario le società grandi (soprattutto quelle non concentrate), attribuiscono pacchetti in cui il variabile e, al suo interno, la componente a lungo termine (LTI) hanno peso preponderante.

6.2 I compensi effettivamente corrisposti

6.2.1 I compensi erogati

Il compenso degli amministratori dipende dal ruolo ricoperto (AD, Presidente, altri amministratori, esecutivi o non esecutivi, appartenenza a uno o più comitati) e dalla dimensione dell'emittente.

L'unica classe che registra una dinamica significativa è quella degli AD, che hanno ottenuto un aumento dei compensi monetari da 946 a 1.104 mila € (+17%), collegato soprattutto a un forte incremento dei bonus (da 239 a 420 mila €). È la

manifestazione tangibile che il 2021 è stato per molti emittenti un anno di forte recupero dopo la prima fase della pandemia (e prima della crisi russo-ucraina). Una parte dell'incremento è collegata a maggiori emolumenti fissi (aumentati del 4%). Tali dinamiche sono diffuse tra quasi tutte le categorie di emittenti: solo nelle società pubbliche i maggiori emolumenti fissi sono stati più che compensati da un calo dei bonus.

Anche i presidenti registrano un lieve aumento delle remunerazioni, indotto per gli esecutivi (+6%) da un aumento dei bonus, e per i non esecutivi (+11%) da un aumento degli emolumenti fissi. Le altre classi di amministratori (dai vice-presidenti agli "altri" indipendenti⁵⁹) hanno ricevuto compensi immutati o lievemente superiori all'anno precedente. Per quanto riguarda, in particolare, gli indipendenti, l'aumento dei compensi è stato pari al 6% (per effetto di +8% negli emolumenti fissi e +4,5% nei compensi per comitati). La remunerazione dei sindaci è sostanzialmente immutata.

6.2.2 I compensi erogati in rapporto alla *pay opportunity*

È oggi possibile porre a confronto *pay opportunity* e compensi effettivamente corrisposti ai CEO. A tal fine si sono analizzati *pay opportunity* 2021 e compensi effettivamente erogati a 89 CEO per cui è disponibile informazione completa⁶⁰. In particolare si sono confrontati: a) i compensi fissi percepiti dall'emittente con quelli previsti dalla *policy* e b) i bonus monetari con gli importi a *target* dei piani MBO (quasi sempre solo monetari).

I compensi fissi 2021 sono sostanzialmente allineati al fisso ricavabile dalla *policy* dell'anno passato. Con il ritorno a una nuova normalità post-pandemica non si trova più traccia delle decurtazioni dei compensi fissi che i CEO avevano accettato nel 2020 come contributo alla stabilità della società o al fine di donare il controvalore a favore di iniziative benefiche, soprattutto in ambito sanitario (Belcredi-Bozzi 2021).

I bonus monetari sono mediamente sopra il *target* (472 mila € in media, contro 395 mila € a *target* e 579 mila € a *cap*)⁶¹. Ciò appare coerente con il rasserenarsi delle condizioni di mercato avvenuto in parallelo all'uscita dalla fase più critica della pandemia.

⁵⁹ Sono tali gli amministratori indipendenti (ai sensi del Codice CG) che non rivestono cariche (presidente, vice-presidente) nell'emittente né fanno parte di un eventuale Comitato esecutivo.

⁶⁰ La selezione del campione non è casuale (informazione completa è più frequente nelle società grandi e meglio strutturate). Il valore dei pacchetti è, quindi più elevato della media, poiché la dimensione societaria è la principale determinante della remunerazione degli amministratori. Inoltre la retribuzione media del CEO è superiore a quella degli AD: le due categorie non coincidono perché una quarantina di società identificano AD multipli, normalmente destinatari di retribuzioni inferiori rispetto al CEO. Il compenso fisso medio degli 89 CEO è stato pari a 755 mila € nel 2021, superiore del 39% rispetto a quello medio degli AD (545 mila €).

⁶¹ Il confronto sconta, peraltro, un certo grado di approssimazione perché tra i bonus si trovano anche – generalmente pro-quota – i compensi erogati in relazione a eventuali piani LTI monetari (diffusi soprattutto tra le società piccole e le *family firms*). Non è invece possibile confrontare direttamente i compensi *equity-based* erogati (il cui importo è calcolato seguendo convenzioni contabili che impongono la spalmatura del costo sul periodo di *vesting*) con gli importi calcolati ex ante.

6.2.3 La severance pay

Si sono ricercate informazioni sulle indennità di fine carica (o di cessazione dal rapporto di lavoro) percepite dagli amministratori esecutivi cessati, che più facilmente sono destinatari di indennità di importo rilevante.

Tra i 37 amministratori esecutivi cessati nel 2021⁶², solo 12 hanno ricevuto indennità connesse alla cessazione dalla carica (si tratta di numeri in linea con gli anni passati)⁶³. Le indennità, quando corrisposte, sono in media 1,8 milioni di € (la mediana è 1,2 milioni). La variabilità a livello di singolo beneficiario è molto forte (da un minimo di 120 mila € a un massimo di 6,9 milioni di €).

6.2.4 Variazione delle remunerazioni e pay ratio

Lo Schema 7-bis richiede la fornitura di “*informazioni di confronto (...) tra la variazione annuale: a) della remunerazione totale degli amministratori; b) dei risultati della società; c) della remunerazione annua lorda media dei dipendenti*” negli ultimi 5 anni. Informazioni sono state fornite da circa il 70% degli emittenti.

La previsione regolamentare prescrive la *disclosure* della dinamica dei compensi di amministratori e dipendenti ma non del c.d. *pay ratio* (il rapporto tra compenso totale del CEO e remunerazione media dei dipendenti). Cionostante più di metà degli emittenti (54%) ne hanno comunicato il valore su base volontaria o hanno comunque fornito informazioni sufficienti a calcolarlo. Come al solito, l'informazione più completa è reperibile presso le società maggiori e con azionariato non concentrato (76% nelle grandi non concentrate, 46% nelle piccole concentrate).

La remunerazione del CEO varia molto a seconda della dimensione dell'emittente, del settore e della struttura proprietaria, mentre la remunerazione dei dipendenti è più uniforme; il *pay ratio* varia di conseguenza (in media è 37,7 nelle grandi contro 22,6 nelle piccole; 39,1 nelle finanziarie contro 24,4 nelle non finanziarie; 24,5 nelle familiaricontra 29,9 nelle pubbliche e 37,4 nelle *widely held*). Il *pay ratio* è aumentato del 12% nell'ultimo anno (da 24,7 a 27,7).

⁶² Il totale degli esecutivi in carica a fine anno è 493. Il *turnover* è quindi inferiore al 10% del totale.

⁶³ Tra essi figurano 5 soggetti che ricoprivano la doppia carica di AD e DG. In 4 casi su 5 l'indennità è stata determinata in maniera omnicomprensiva, ossia senza distinguere le componenti eventualmente legate ai due incarichi di AD e DG. Da osservare che gli emittenti hanno invece fornito, nella grande maggioranza (80%) dei casi, il dettaglio dei compensi degli AD-DG in carica a fine 2021 (almeno a livello di compensi fissi; riguardo al variabile, spesso non è specificato se è attribuito nell'una e/o nell'altra veste).

7. Sostenibilità e Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF)

BOX 6

Le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) sono sovente dispersive: una maggior sintesi e/o un *executive summary* sarebbero utili. L'attenzione per i temi di sostenibilità è in crescita: oltre metà degli emittenti (61%) comunica l'esistenza di un vero e proprio piano di sostenibilità, che è frequentemente (69%) integrato nel piano industriale; dove il piano è integrato, i principali obiettivi (KPI) sono comunicati ex ante quasi 2/3 (65%) dei casi.

Da quest'anno le imprese non finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l'obbligo di comunicare, ai sensi del Regolamento UE Tassonomia, la quota di fatturato, investimenti e costi operativi associate ad attività "ammissibili" alla qualifica di ecosostenibilità. Quasi metà degli emittenti (tra cui tutte le società appartenenti a determinati settori) comunica una quota di fatturato "ammissibile" pari a 0. Inoltre, si osservano spesso numeri divergenti tra società con business paragonabile. È importante che amministratori e sindaci pongano attenzione allo svolgimento del loro ruolo (cui sono associate precise responsabilità) nell'approvazione dei numeri e nella predisposizione e nel controllo del processo che a quei numeri porta. L'impressione è quella di un cantiere aperto: molte società piccole paiono avere incontrato difficoltà nell'adeguamento alla nuova regolamentazione. La progressiva entrata in vigore della normativa europea ha semplificato, da un lato, gli adempimenti per gli emittenti ma, dall'altro, ha prodotto un'informativa non facilmente interpretabile.

Le DNF forniscono spesso informazioni su alcune materie giudicate di particolare importanza (ad es. *gender equality*, consumi energetici ed emissioni). Quasi tutte le società riportano dati sulla ripartizione del personale tra uomini e donne. Le dipendenti sono circa il 40% del totale. La presenza femminile si dimezza (19%), tuttavia, a livello dirigenziale. Circa 1/3 degli emittenti fornisce informazioni sulla differenza di remunerazione tra uomini e donne. Il *gender pay gap*, verosimilmente collegato a differenze di ruolo nell'organigramma, è apprezzabile: le donne percepiscono in media l'89% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'86% tra i dirigenti.

Quasi tutte le società riportano informazioni in materia di consumi energetici. Sovente (58%) è comunicata anche la quota di consumi alimentata da fonti rinnovabili, pari al 18% in media. Il ricorso a fonti rinnovabili sale tra le società grandi (26% contro 13% tra le piccole) e nel settore finanziario (28% contro 17% negli altri settori).

La trasparenza in materia di rating ESG è in aumento, soprattutto tra le società maggiori e tra quelle che presentano un piano di sostenibilità. L'utilità dei rating, tuttavia, è ancora poco chiara in quanto i voti forniti da vari *providers* appaiono poco confrontabili tra loro.

Secondo il Codice di Corporate Governance l'obiettivo che guida l'azione del CdA è il “*successo sostenibile*”, ossia la “*creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”. L'ottica resta *shareholder-oriented*, in linea con la posizione del legislatore italiano riguardo al ruolo del CdA. Il nuovo Codice contiene però un'apertura agli interessi degli *stakeholders*, di cui il CdA deve “*tenere conto*”. Spetta ai CdA stabilire, in pratica, che cos'è il “*successo sostenibile*” per la singola impresa, ed eventualmente precisare se, e in che misura, gli interessi degli *stakeholders* rientrano nella funzione-obiettivo del management.

Il Codice raccomanda al CdA di esaminare e approvare il piano industriale anche in base “all'analisi dei *temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine*” effettuata con l'eventuale supporto di “*un comitato*” (Racc. 1). Un ruolo cruciale ha il sistema di incentivazione previsto dalla politica di remunerazione che dev'essere “*funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società*” (Principio XV). È raccomandato che gli obiettivi di performance cui è legata l'erogazione delle componenti variabili siano “*coerenti con gli obiettivi strategici della società*” e “*finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari*” (Racc. 27). La valutazione di tali parametri è strettamente legata a quella dei temi rilevanti per la generazione di valore, rimessa al CdA previo possibile coinvolgimento del Comitato sostenibilità.

Le informazioni in materia di sostenibilità sono reperibili nelle Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF), introdotte dalla Direttiva 2014/95/UE (recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016). Le società quotate sono soggette all'obbligo di pubblicazione della DNF, salvo che ricadano in una delle situazioni di esenzione previste (per dimensione o per appartenenza a un gruppo la cui società madre già pubblichi una DNF consolidata).

La principale novità dell'anno è rappresentata dall'entrata in vigore dei primi obblighi previsti dal Regolamento (UE) 2020/8525 (c.d. Regolamento Tassonomia): esso definisce, tra l'altro, i criteri per determinare se un'attività economica può considerarsi ecosostenibile⁶⁴. L'art.8 prescrive alle società tenute a pubblicare la DNF di inserirvi informazioni su come e in che misura le loro attività siano associate ad attività economiche ecosostenibili. A partire da quest'anno, le imprese non finanziarie soggette all'obbligo di pubblicare la DNF sono tenute a fornire informazioni riguardo

⁶⁴ Tre sono i principali campi di applicazione della nuova disciplina “verde” europea: a) armonizzazione del concetto di investimento ecosostenibile ai fini delle misure adottate da Unione europea e/o Stati membri riguardo a prodotti finanziari identificati come ecosostenibili; b) trasparenza sulla ecosostenibilità degli investimenti sottostanti i prodotti finanziari; c) obblighi informativi sulla ecosostenibilità delle attività economiche esercitate dalle imprese tenute alla pubblicazione della DNF.

alla quota di fatturato (*turnover*), investimenti (*capex*) e costi operativi (*opex*) associate ad attività ecosostenibili ai sensi degli art. 3 e 9 del Regolamento.

Si sono analizzate le DNF reperibili entro fine agosto 2021: l'obiettivo non è valutare la *compliance* con il d.lgs. 254/2016 ma censire le informazioni in materia di sostenibilità rilevanti ai fini del Codice CG. Di conseguenza, l'analisi è limitata ad alcune tematiche selezionate:

- a) Forma e struttura della DNF
- b) Analisi di materialità
- c) Esistenza di un piano di sostenibilità e sue caratteristiche
- d) Informazioni obbligatorie ai sensi del Regolamento Tassonomia
- e) Informazioni su singoli punti in materia di sostenibilità
- f) Informazioni in materia di rating ESG.

7.1 Forma e struttura della DNF

Si sono reperite 156 DNF (74% delle società del campione). Coerentemente coi vincoli di legge, la DNF è disponibile quasi sempre (96%) per le società grandi e con frequenza inferiore (66%) per le piccole⁶⁵. In 139 casi (89% del totale) si tratta di DNF pubblicate su base obbligatoria, i cui contenuti minimi sono regolamentati per legge; nei restanti 17 casi si tratta di documenti pubblicati su base volontaria, anche se talvolta conformi al D.Lgs. 254.

Le DNF assumono, in larga prevalenza (71%), la forma di un documento autonomo. Più rara è la loro inclusione nella Relazione sulla Gestione, di cui costituiscono una sezione (14%) e, ancor più (7%), la predisposizione di una Relazione "integrata", dove le informazioni in materia di sostenibilità sono distribuite lungo tutta la Relazione sulla Gestione. 12 società non tenute alla redazione della DNF si sono limitate a pubblicare un c.d. bilancio di sostenibilità, dai contenuti più liberi.

Le DNF sono documenti corposi (mediamente 131 pagine). La "taglia" dipende dalla forma scelta: essa è pari a 78 pagine per le sezioni della Relazione sulla Gestione ma arriva a 146 pagine (+87%) per i documenti autonomi e a 191 pagine (+145%) per le Relazioni integrate. I dati medi nascondono una fortissima variabilità tra un emittente e l'altro: le sezioni di Relazione sulla Gestione hanno una lunghezza variabile tra 7 e 161 pagine; le DNF autonome tra 43 e 499 pagine.

Le DNF risultano sovente dispersive: sarebbe opportuna una maggior sintesi e/o la predisposizione di un *executive summary* che ricapitoli le informazioni più importanti.

7.2 Matrice di materialità

L'analisi di materialità individua i temi ritenuti più o meno rilevanti dall'emittente e dagli *stakeholders* e li sintetizza in forma di matrice. La *disclosure* della matrice di

⁶⁵ Il D.lgs. 254 prevede due sole eccezioni all'obbligo di pubblicazione della DNF, per le imprese che:
a) non eccedano specifici limiti dimensionali (numero di dipendenti non superiore a 500 e, alternativamente, totale attivo e/o ricavi netti non superiori a 20 (40) milioni di €; e/o b) appartengano a un gruppo in cui la società-madre già rediga una DNF consolidata.

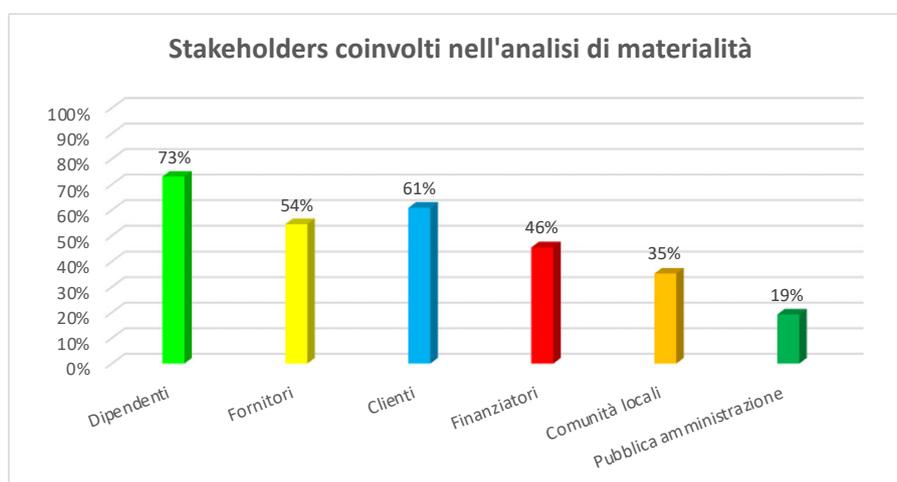
materialità, nonché di informazioni riguardo alla metodologia della sua costruzione, è cruciale per comprendere l'ottica in cui la DNF è stata elaborata. Informazioni sulle tematiche ritenute "materiali" sono fornite sostanzialmente sempre. La matrice vera e propria è riportata nelle DNF con frequenza elevata (87%).

Gli emittenti riportano sovente informazioni sulle modalità di coinvolgimento degli *stakeholders* nell'analisi di materialità, riconducibili a due tipologie, non mutuamente esclusive: a) svolgimento di una *survey* (cartacea oppure *on line*) presso selezionati rappresentanti delle principali categorie di *stakeholders*, e/o b) effettuazione di veri e propri *workshop* con tali soggetti. La prima modalità è nettamente più frequente (74% dei casi, contro 37% per la seconda): ambedue i dati sono in lieve aumento (erano 57% e 28% l'anno passato).

Alcune società hanno allestito un processo formalizzato svolto con cadenza regolare. Si osservano però anche processi "artigianali", in cui le opinioni degli *stakeholders* non sono raccolte direttamente ma sono individuate da "esperti" esterni (società di consulenza, università, ecc...) o addirittura dallo stesso management, con evidenti rischi di autoreferenzialità.

Le principali categorie di *stakeholders* coinvolte nel processo sono, nell'ordine: dipendenti (73% dei casi), clienti (61%), fornitori (54%), finanziatori (46%), comunità locali (35%) e pubblica amministrazione (19%). Tra le società grandi non concentrate è più frequente il coinvolgimento di finanziatori (58%), comunità locali (58%) e pubblica amministrazione (37%).

Figura 36



Rilevanti differenze si riscontrano soprattutto in base alla struttura proprietaria: come prevedibile, prestano attenzione agli *stakeholders* soprattutto le società *widely held* (il coinvolgimento dei dipendenti sale all'80%, quello dei clienti all'87%, quelle delle comunità locali e della PA al 47%) e quelle a controllo pubblico (che coinvolgono i dipendenti nell'81%, le comunità locali nel 50% e la PA nel 31% dei casi).

La frequenza relativamente bassa con cui sono coinvolti i finanziatori (per di più definiti qui in modo ampio, includendo cioè non solo gli investitori istituzionali ma anche le banche) mostra che gli emittenti continuano a privilegiare nettamente un

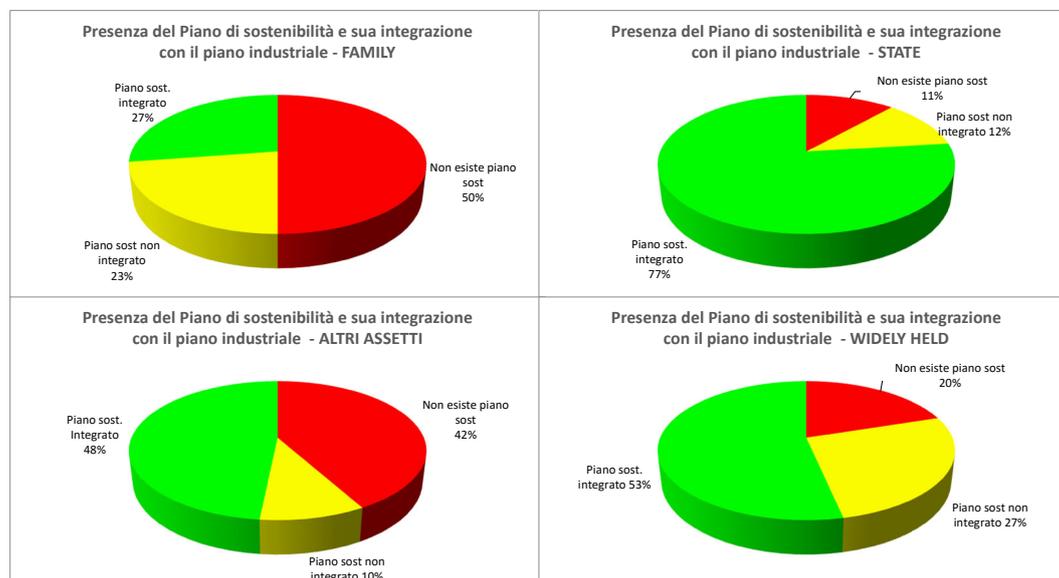
approccio CSR, più che ESG a tutto tondo⁶⁶. Inoltre, la tipologia di soggetti coinvolti (le prime tre categorie sono dipendenti, clienti e fornitori) pare indicativa di un interesse concentrato soprattutto su temi *social* (più che ambientali o di governance).

7.3 Piano di sostenibilità

L'impresa può avere un diverso *commitment* al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Al livello più basso gli obiettivi sono espressi a livello di principi (“la società presta attenzione a...”). A un livello intermedio si osserva l'elaborazione di un piano di sostenibilità, che lega significative componenti di remunerazione variabile al raggiungimento degli obiettivi. L'ultimo passo è l'integrazione del piano di sostenibilità col piano industriale vero e proprio: gli obiettivi di sostenibilità diventano obiettivi di business a tutti gli effetti e, in genere, il peso degli obiettivi di sostenibilità nel pacchetto di remunerazione aumenta.

La maggioranza degli emittenti (61%, in netto aumento dal 48% dell'anno scorso) fornisce indicazioni che consentono di ricavare l'esistenza di un piano di sostenibilità. Come prevedibile, la frequenza aumenta tra le società più grandi e/o strutturate. Un piano di sostenibilità è stato adottato dall'85% delle FTSE Mib, dal 71% delle Mid Cap e solo dal 42% delle altre società (peraltro in forte aumento dal 25% dell'anno passato). La frequenza tra società pubbliche (88%) e *widely held* (80%) è molto più elevata rispetto alle *family firms* (50%).

Figura 37



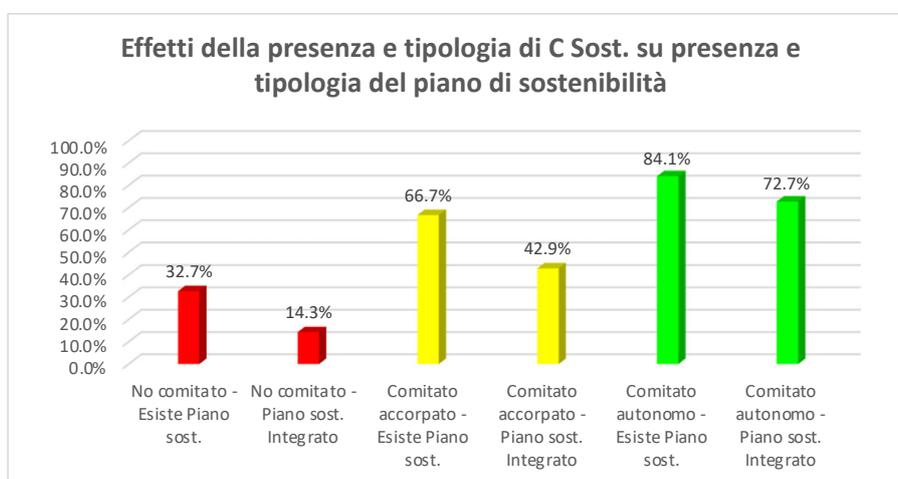
Il piano di sostenibilità è frequentemente (69%) integrato nel piano industriale. Qui si riscontrano forti variazioni in relazione alla struttura dell'azionariato: un piano

⁶⁶ Secondo l'approccio di *Corporate Social Responsibility* è l'impresa, dopo avere consultato gli *stakeholders*, a definire i propri obiettivi di sostenibilità. Al contrario, secondo l'approccio *ESG*, l'impresa sceglie di dare priorità agli obiettivi che *gli investitori* “socialmente responsabili” ritengono più rilevanti. L'attenzione ai temi di sostenibilità diventa allora lo strumento per attirare investimenti da parte di tali investitori. Cfr. Belcredi – Bozzi (2021), pp.49-51.

integrato è individuabile nell'87% delle società pubbliche (contro il 75% delle *widely held* e il 55% delle familiari). In rapporto al totale degli emittenti che pubblicano la DNF, la presenza di un piano integrato è riscontrabile nel 77% delle società pubbliche, nel 53% delle *widely held*, e solo nel 27% delle familiari.

La costituzione di un comitato crea un forte stimolo alla strutturazione dell'intero ambito sostenibilità. Ad esempio, la probabilità che sia elaborato un piano di sostenibilità aumenta dal 33% (in assenza di comitato) al 67% dove è presente un comitato accorpato (e all'84% dove il comitato è autonomo); analogamente, la probabilità che sia elaborato un piano integrato aumenta dal 14% al 43% dove è presente un comitato accorpato (e al 73% dove esiste un comitato autonomo). I numeri sono tutti in aumento rispetto all'anno passato.

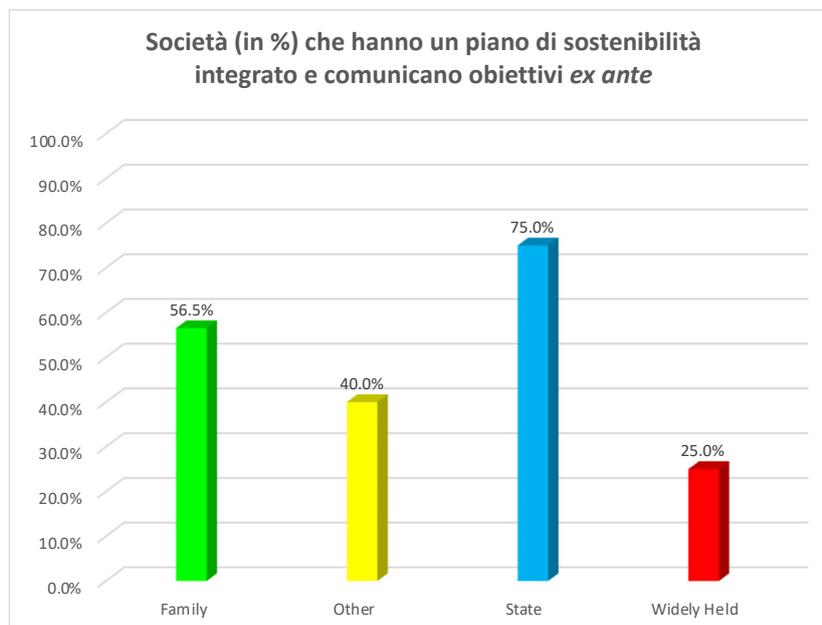
Figura 38



L'assunzione di impegni verso gli *stakeholders* si traduce quasi sempre nella definizione formale di indicatori (*Key Performance Indicators* o KPI) che permettono di misurare ex post il raggiungimento degli obiettivi. L'art. 3, co.1 lett. b) del D.Lgs. 254 impone, di fatto, la *disclosure* a consuntivo dei valori assunti dai KPI (“*indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario*”), anche in raffronto ai valori degli “*esercizi precedenti, secondo le metodologie ed i principi previsti dallo standard di rendicontazione utilizzato quale riferimento*”. Buona è la *disclosure* in proposito: la maggioranza delle società (65%) ha fornito dati di raffronto relativi ad almeno un triennio.

Non è prevista dalla normativa la *disclosure* ex ante dei *target* di sostenibilità relativi a un determinato orizzonte futuro. Informazione è stata comunque fornita, su base volontaria, dal 28% delle società (in lieve aumento rispetto al 24% dell'anno passato). Il fattore decisivo è la presenza di un piano di sostenibilità integrato col piano industriale: i KPI *target* sono stati comunicati in oltre metà (55%) dei casi dove è presente un piano integrato; dove un piano di sostenibilità non esiste (o non è integrato), essi sono raramente (22%) comunicati ex ante. Tra gli emittenti che hanno un piano integrato spiccano le società pubbliche, che hanno comunicato i KPI ex ante nel 75% dei casi.

Figura 39



Gli investitori *ESG-oriented* richiedono, normalmente, la comunicazione non solo dei risultati raggiunti ma anche degli obiettivi di sostenibilità. Pare opportuno che gli emittenti interessati ad attrarre tali investitori valutino con attenzione la comunicazione – su base volontaria – degli obiettivi di sostenibilità e la stesura di un piano organico che, per le società più strutturate, può essere utilmente integrato col piano industriale.

7.4 Il Regolamento Tassonomia

L'art. 8 del Regolamento Tassonomia prescrive alle società tenute a pubblicare la DNF di inserirvi “*informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili*”. Un'attività è ecosostenibile – ai sensi dell'art. 3 del Regolamento – se:

- a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9⁶⁷;
- b) non arreca un danno significativo a nessuno di tali obiettivi;
- c) è svolta nel rispetto di garanzie minime di salvaguardia in materia di diritti umani e condizioni di lavoro (ex art. 18);
- d) è conforme ai “criteri di vaglio tecnico” fissati dalla Commissione UE⁶⁸.

⁶⁷ Tali obiettivi sono: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Il Regolamento Tassonomia considera come potenzialmente sostenibili, a certe condizioni, anche le attività c.d. “di transizione” per cui non esistono alternative a basse emissioni e quelle c.d. “abilitanti”, che consentono direttamente ad altre attività di apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi.

Il Regolamento Tassonomia definisce un sistema ufficiale di classificazione “verde” delle attività economiche. È uno strumento di trasparenza complementare a quello della Direttiva *Sustainable Finance Disclosure*, che crea analoghi e complementari obblighi di *disclosure* per Enti e prodotti finanziari. L’obiettivo ultimo è creare uno standard informativo che renda difficile il *greenwashing* nonché migliorare il funzionamento dei mercati finanziari, rendendo più semplice identificare (e finanziare) le attività effettivamente ecosostenibili.

La tassonomia europea è parte di un sistema di regolamentazione destinato a trovare applicazione progressiva nei prossimi anni. Ad oggi, sono stati pubblicati solo i criteri relativi ai primi due obiettivi (mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici), per di più relativi a un numero limitato di settori⁶⁹. Le attività escluse dagli elenchi non possono essere considerate ecosostenibili; ciò non vuol dire, tuttavia, che siano necessariamente dannose per l’ambiente⁷⁰. La Commissione ha sviluppato prima i criteri di vaglio tecnico relativi alle attività che presentano il maggiore potenziale di conseguire gli obiettivi ambientali. I numeri pubblicati quest’anno sono quindi molto parziali ed è necessaria una particolare cautela nella loro interpretazione, al fine di evitare conclusioni frettolose e potenzialmente distorsive.

Da quest’anno le imprese non finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l’obbligo di comunicare tre distinti KPI: la quota di fatturato (*turnover*), investimenti (*capex*) e costi operativi (*opex*) associata ad attività qualificabili come ecosostenibili, secondo le modalità fissate dal Regolamento Delegato UE 2021/2178.

Per valutare la *compliance* degli emittenti è necessario tenere conto dei seguenti aspetti:

- a) anzitutto, gli obblighi di *disclosure* oggi in vigore riguardano solo il possibile contributo ai primi due obiettivi ambientali; per i restanti quattro l’obbligo di trasparenza partirà dal prossimo anno;
- b) le società sono inoltre tenute a comunicare solo la percentuale di fatturato, *capex* e *opex* relative ad attività considerate “ammissibili” (“*eligible*”); non è quindi richiesto di valutare l’effettivo contributo al raggiungimento degli obiettivi, né l’assenza di effetti negativi su altri obiettivi, né l’esistenza di garanzie di salvaguardia (che saranno necessarie per valutare il pieno “allineamento” ai requisiti del Regolamento).

⁶⁸ Tali criteri indicano le condizioni che devono essere rispettate da ciascuna attività economica affinché possa dirsi che essa “contribuisce in modo sostanziale” al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali e contemporaneamente “non arreca un danno significativo” ad alcuno di essi.

⁶⁹ Cfr. allegati I e II all’Atto Delegato sul Clima (Regolamento delegato UE n. 2021/2139). La classificazione delle attività ai fini della valutazione di ecosostenibilità segue, ove possibile, la classificazione ufficiale europea NACE. I settori considerati (energetico, manifatturiero, dei trasporti e delle costruzioni) coprono, secondo la Commissione circa il 40% delle società quotate a livello europeo, responsabili di circa l’80% delle emissioni di CO₂.

⁷⁰ Per conseguire la patente di ecosostenibilità, infatti, non è sufficiente non arrecare danno ai vari obiettivi. È invece fissato un requisito “positivo”, ossia l’attività economica deve offrire un contributo rilevante (potenziale, ragionando in termini di “ammissibilità”, attuale quando, in futuro, si ragionerà in termini di “allineamento”) al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali.

È quindi possibile e, anzi, in certa misura, già atteso che i valori comunicati quest'anno cambino – anche drasticamente – nel prossimo futuro, quando, da un lato, saranno varati i criteri di vaglio tecnico anche per ulteriori attività (che potranno, a certe condizioni, essere considerate sostenibili) e si potrà considerare il contributo offerto a tutti e sei gli obiettivi ambientali ma, dall'altro, si dovrà comunicare le attività “allineate” ai criteri UE (criterio ben più stringente di quello attuale).

Il Rapporto si concentra sulle DNF pubblicate dagli emittenti (115) appartenenti al settore non finanziario⁷¹ e soggetti all'obbligo di pubblicare la DNF⁷². Obiettivo dell'analisi, dato lo stato di implementazione parziale della regolamentazione, è quello di descrivere lo stato dell'arte e identificare problemi applicativi che, come si vedrà, non mancano. Da osservare che i numeri riportati non sono soggetti a revisione obbligatoria.

Informazione sui KPI da Regolamento è fornita quasi sempre (93% dei casi); 5 società medio-piccole comunicano che il processo di valutazione – ritenuto complesso – è tuttora in corso; due si limitano ad affermare che l'attività svolta non rientra tra quelle previste dalla classificazione UE; una ha pubblicato la DNF a ottobre 2021, quando l'obbligo di informativa non era ancora in vigore.

Quasi metà degli emittenti (50, pari al 43% del totale) comunica una quota di fatturato ammissibile pari a 0⁷³; tra essi si riscontrano tutte le società appartenenti a determinati settori (ad es. l'editoriale o il tessile e abbigliamento). Ciò può sembrare sorprendente, soprattutto ove si consideri che società di settori ad alto impatto ambientale (si pensi alla produzione di energia o all'*automotive*) registrano invece, non di rado, quote di fatturato ammissibile nettamente più alte.

Inoltre, si osservano spesso numeri divergenti tra società con business paragonabile (ad es. tra le società del settore *construction* si osservano valori di fatturato ammissibile nell'intera gamma tra 0% e 99%).

Non è facile trovare una spiegazione univoca per tali andamenti. Di seguito si prova a fornire alcune possibili interpretazioni. Anzitutto, la struttura della regolamentazione potrebbe avere indotto alcune società a considerare – in presenza di quote di fatturato, *capex* e *opex* limitate e, verosimilmente, non materiali – l'attività svolta come interamente non ammissibile. Su tali valutazioni potrebbe avere gravato anche la considerazione che – tra un anno – la *disclosure* riguarderà non la quota

⁷¹ Ai sensi del Regolamento, le società finanziarie comprendono: a) gestori di attività finanziarie; b) banche; c) imprese di investimento; d) imprese di assicurazione e riassicurazione. Tale definizione è lievemente diversa da quella qui adottata. 5 emittenti non finanziari ai sensi del Regolamento ma classificati nel Rapporto come finanziari hanno pubblicato i KPI mentre uno ha comunicato che il processo di valutazione è tuttora in corso. Per omogeneità di classificazione si è preferito escludere tali 6 società dall'indagine riportata in questo paragrafo.

⁷² Il campione è ottenuto sottraendo al numero totale di società che hanno pubblicato la DNF (156) le 17 che l'hanno pubblicata in via volontaria e le 24 soggette all'obbligo ma appartenenti al settore finanziario (157-16-24=115).

⁷³ I numeri sono simili per *capex* e *opex*.

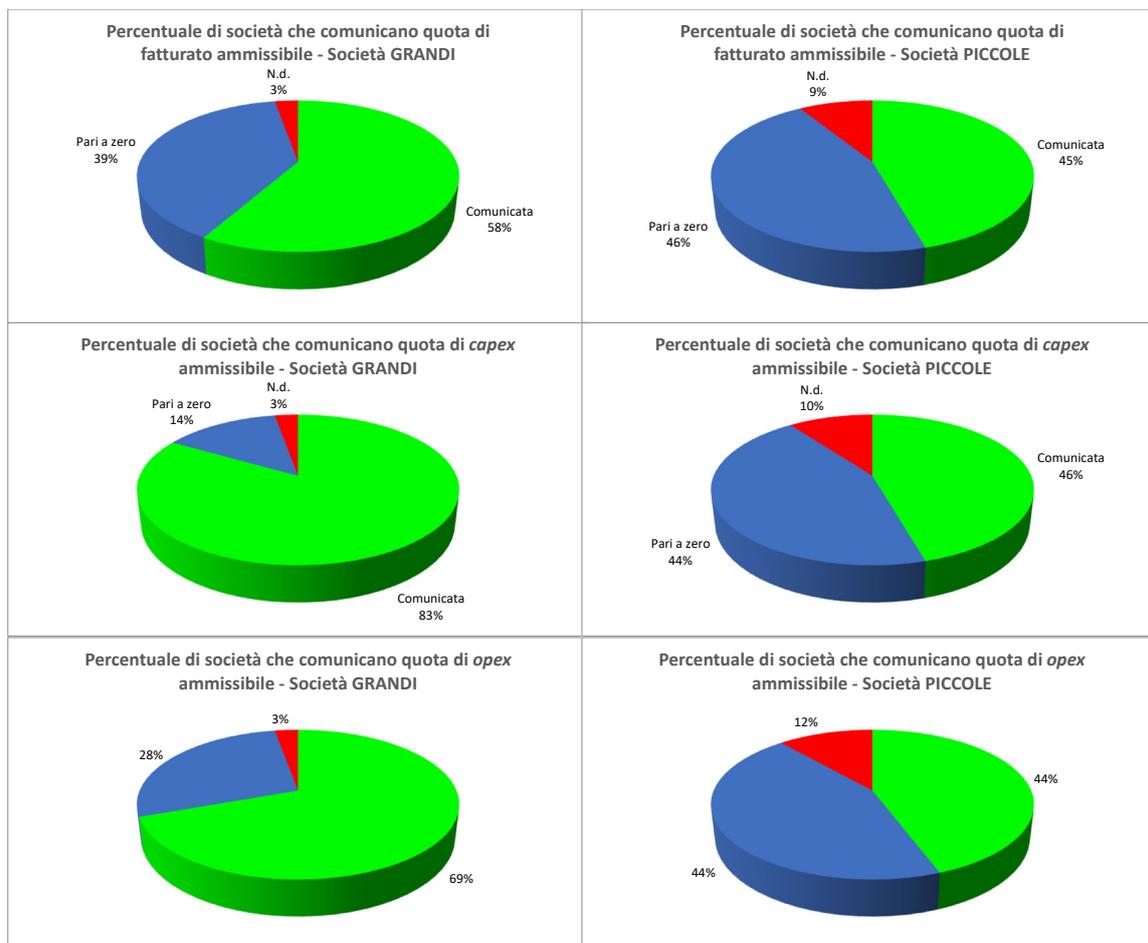
ammissibile ma quella – in molti casi, verosimilmente, assai più bassa – allineata ai parametri europei.

In secondo luogo, alcuni emittenti, più piccoli e meno strutturati, hanno comunicato di avere difficoltà a individuare i valori dei KPI relativi all'attività svolta. È verosimile che tali società rappresentino solo la punta dell'iceberg e che le difficoltà siano in realtà assai più diffuse, soprattutto tra gli emittenti che appartengono a settori non (ancora) inclusi nella classificazione europea, che potrebbero avere percepito una minore urgenza di provvedere. Un segnale in tal senso è fornito dal fatto che 35 emittenti (pari al 70% di quelle che comunicano fatturato ammissibile pari a 0) indicano come 0 anche la quota ammissibile di *capex* e *opex*.

Una così estesa diffusione del “triplo zero” suscita dubbi riguardo alla corretta applicazione della regolamentazione, soprattutto alla luce della precisazione della Commissione (2021) secondo cui *“le imprese che operano in settori esclusi dalla tassonomia possono indicare come allineate alla tassonomia le spese per l'acquisto dei prodotti di altre attività allineate alla tassonomia”*: un'impresa le cui attività non sono contemplate dai criteri di vaglio tecnico potrebbe, ad esempio, indicare come allineate alla tassonomia le spese sostenute per pannelli solari, sistemi di riscaldamento o infissi efficienti sotto il profilo energetico fabbricati da produttori “allineati”.

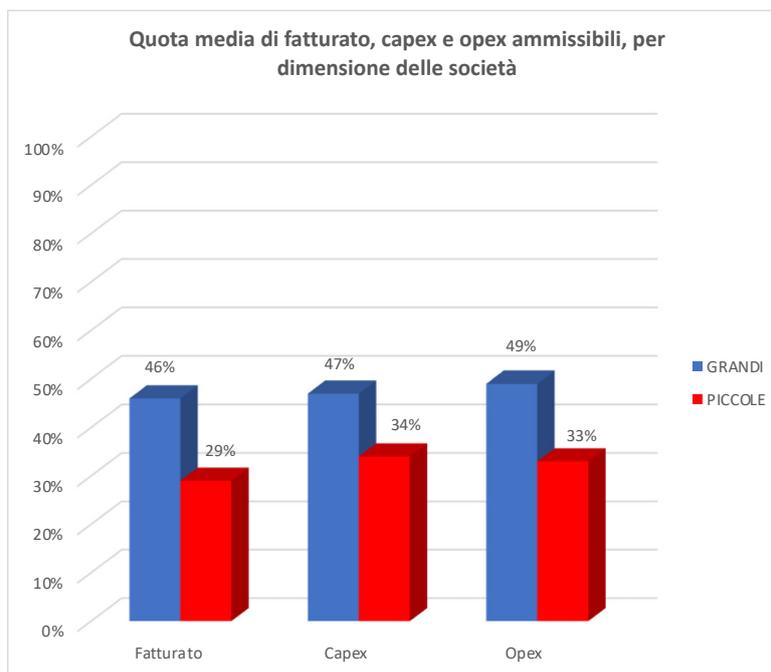
Un ulteriore indizio in tal senso viene dal fatto che il triplo zero riguarda più spesso imprese piccole e meno strutturate. La lettura delle DNF mostra che le società grandi (ai sensi del Codice) hanno comunicato una quota di fatturato ammissibile (27,4%) circa doppia rispetto alle piccole (14,7%). Ciò è dovuto sia alla minore frequenza di valori pari a 0 (39% tra le grandi, 46% tra le piccole) sia a una quota di fatturato ammissibile comunque maggiore nei casi in cui il valore non è 0 (46% in media tra le grandi, contro 29% tra le piccole).

Figura 40



Inoltre, mentre le società grandi hanno comunicato quote positive di *opex* e soprattutto di *capex*, oltre metà delle società piccole ha comunicato il “triplo zero” o non ha proprio fornito i dati. Pare quindi lecito il dubbio che qualche società piccola e meno strutturata non abbia (ancora) considerato il punto con sufficiente attenzione. Si osserva inoltre che, nei casi in cui la quota di *capex* ammissibile non è 0, il valore medio è nettamente più elevato tra le società grandi (47%) che tra le piccole (34%). La progressiva entrata in vigore della normativa europea ha semplificato, da un lato, gli adempimenti per gli emittenti ma, dall’altro, ha prodotto un’informativa che il lettore esterno potrebbe avere difficoltà a interpretare.

Figura 41



L'impressione generale è quella di trovarsi di fronte a un cantiere aperto, in cui i dubbi applicativi sono diffusi e, verosimilmente, destinati a crescere nei prossimi anni. Date la complessità e la pervasività delle implicazioni della nuova regolamentazione per il funzionamento dei mercati finanziari, pare opportuno che le società si attrezzino per tempo.

Le DNF sono parte dell'informativa obbligatoria fornita al mercato: amministratori e sindaci hanno un ruolo importante nell'approvazione dei numeri, oltre che nella predisposizione e nel controllo del processo che a qui numeri porta. Di fronte a dati quali quelli riportati, pare opportuno sottolineare che il mercato fa affidamento sul loro ruolo di vigilanza (cui sono associate importanti responsabilità).

7.5 L'informazione su singoli KPI

Le DNF forniscono spesso informazioni riguardo ad alcune materie giudicate di particolare importanza. In questo Rapporto si è indagata la *disclosure* fornita dagli emittenti sui seguenti punti:

- a) Gender equality
- b) Altre informazioni sul personale
- c) Consumi energetici, emissioni e rifiuti

Va preliminarmente sottolineato che non sempre l'informazione è fornita in maniera comparabile tra un emittente e l'altro. Si è pertanto deciso di concentrare l'attenzione su alcune statistiche molto semplici e di commentare solo alcuni indicatori forniti con particolare frequenza.

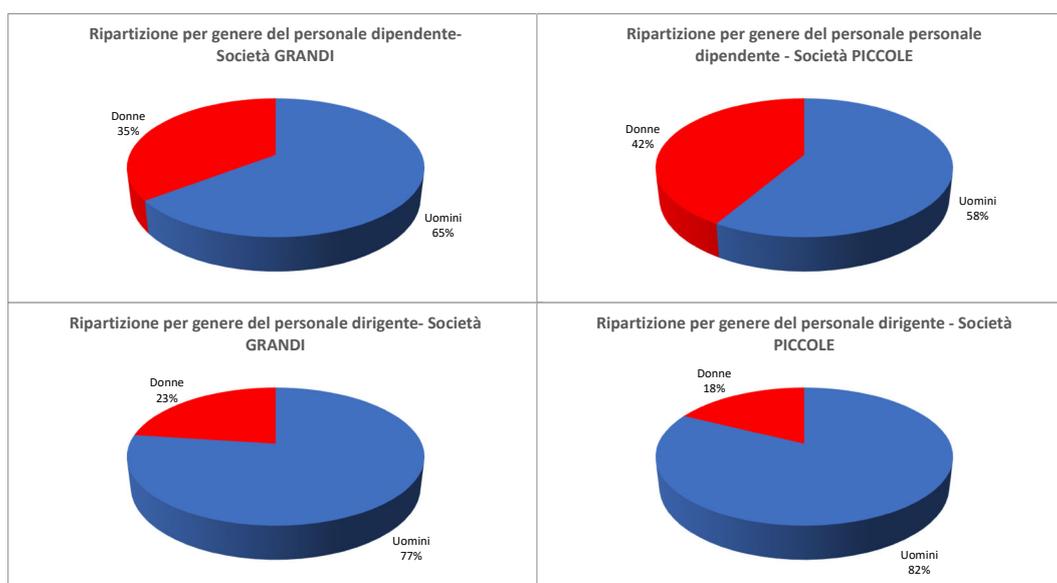
7.5.1 Informazioni in materia di gender equality

7.5.1.1 La presenza femminile

Quasi tutte le DNF riportano dati sulla ripartizione del personale tra uomini e donne, sia a livello generale (99%), sia a livello dei soli dirigenti (85%). Le dipendenti sono circa il 40% del totale, senza grandi variazioni tra un gruppo e l'altro; spiccano verso l'alto il settore finanziario – dove le donne raggiungono il 46% del totale – e verso il basso le società pubbliche – dove sono il 31% del totale. In 47 società il personale è in maggioranza femminile.

Il dato pare influenzato in modo determinante dal settore di appartenenza: più di metà delle società con personale a maggioranza femminile (26 su 47) appartiene al settore finanziario (11), al tessile/abbigliamento (11) e al settore *health care* (4 su un totale di 8). La presenza femminile in azienda raggiunge il livello minimo – 6% – in una società che si occupa di costruzioni e manutenzioni; quello massimo – 72% – è osservabile in una società del settore *health care*. È riscontrabile anche un lieve effetto-dimensione: le dipendenti sono più numerose nelle società piccole (42% contro 35% tra le grandi).

Figura 42

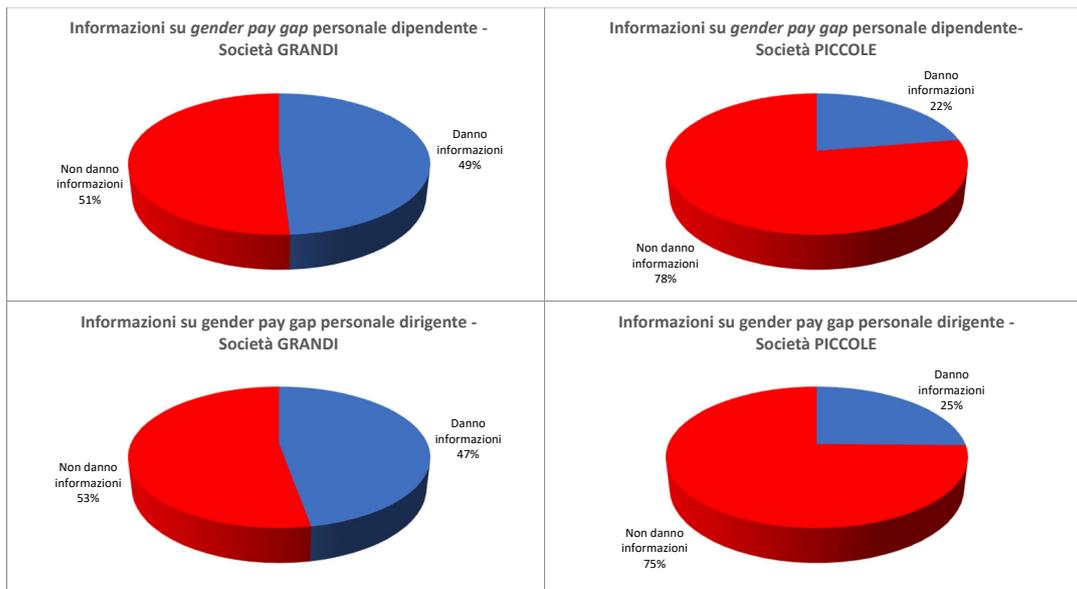


La presenza femminile si dimezza (19%), tuttavia, a livello dirigenziale. 7 società sono prive di dirigenti donne; una (ancora nel settore *health care*) ha solo dirigenti donne. Le società con maggioranza di dirigenti donne sono 6: due finanziarie (una banca e una assicurazione), due operanti nel settore *health care* e due nell'abbigliamento/moda. Anche qui è presente un effetto dimensione, ma di segno opposto a quello riscontrato a livello generale: le donne dirigenti sono infatti più frequenti tra le FTSE Mib (23%, contro 18% altrove). La percentuale di dirigenti donne è positivamente correlata ($\rho=0,52$) a quella di dipendenti donne.

7.5.1.2 Il gender pay gap

Circa 1/3 degli emittenti (una cinquantina in tutto) fornisce informazioni sufficienti a ricavare la differenza di remunerazione tra uomini e donne (*gender pay gap*)⁷⁴. Qui l'effetto dimensionale è molto forte: informazione è fornita dal 49% delle società grandi e solo dal 22% delle piccole (25% per i dirigenti). La trasparenza è maggiore tra le società pubbliche (42% danno *disclosure* generale, 46% sui dirigenti), e minore tra le *family firms* (23% danno *disclosure* generale, 26% sui dirigenti).

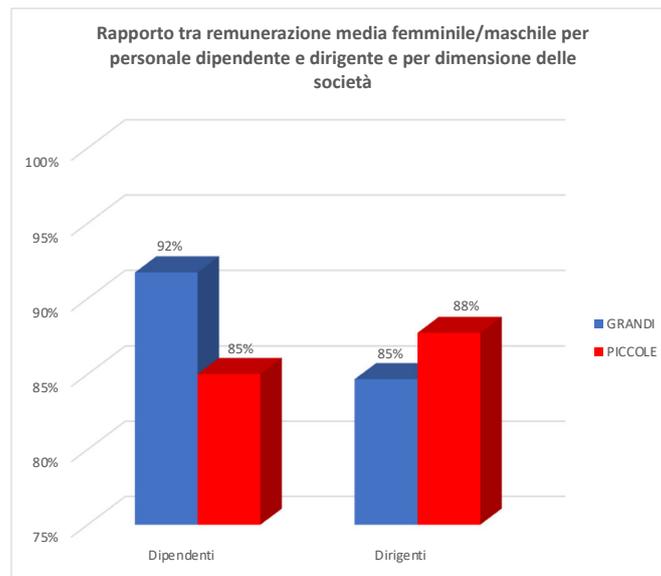
Figura 43



Il *pay gap*, verosimilmente collegato a differenze di ruolo nell'organigramma aziendale, è apprezzabile: le donne percepiscono in media l'89% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'86% tra i dirigenti. La variabilità tra un gruppo e l'altro è contenuta: a livello generale, la differenza è maggiore tra le società piccole (85% contro 92% tra le grandi) e nel settore non finanziario (88% contro 92% tra le finanziarie). Tra i dirigenti, invece, il *pay gap* è più contenuto tra le società piccole e nel settore non finanziario.

⁷⁴ Misurata come rapporto tra la remunerazione media donne/uomini tra i dipendenti (o tra i dirigenti). Il numero di società che fornisce informazione in materia è in realtà più alto, ma non sempre consente di ricavare il rapporto come sopra definito. Alcune società riportano indicatori diversi, altre forniscono dati anche di maggior dettaglio riferiti a singoli gruppi di personale (ad es. per classi "fini" di dipendenti o per aree geografiche) ma non riportano dati che consentano di ponderare i numeri e ricavare un unico indicatore a livello di società (o di gruppo).

Figura 44



A livello dipendenti, il *pay gap* più elevato si riscontra in una società del settore *automotive* (remunerazione media femminile = 60% di quella maschile); in tre società (una dell'abbigliamento e due energetiche) il rapporto si inverte, ossia la remunerazione femminile è più alta (fino al 5%) di quella maschile. A livello dirigenziale, il rapporto si inverte presso 8 società non finanziarie (appartenenti a settori molto vari). Come prevedibile (data la minore numerosità del campione dei dirigenti rispetto ai dipendenti) la variabilità del *pay gap* a livello dirigenziale è più che doppia rispetto a quella riscontrabile per i dipendenti ($\sigma = 0,208$ contro $0,099$); di conseguenza, anche valori estremi (molto alti o molto bassi) sono più frequenti⁷⁵.

7.5.2 Altre informazioni sul personale

Quasi tutte le DNF (94% del totale) forniscono informazioni riguardo alla formazione dei dipendenti. Il numero medio di ore di formazione erogato nell'anno è pari a 24. Esso è influenzato in modo chiaro da dimensione dell'azienda (35 ore/anno tra le FTSE Mib contro 19 tra le Small Cap) e dal settore (40 ore tra le finanziarie contro 20 negli altri settori). Anche l'identità del primo azionista pare avere un impatto (19 ore tra le familiari, 34 tra le pubbliche, 32 tra le *widely held*).

Anche la pubblicazione di dati sul numero di infortuni è estremamente frequente (94% del totale). Tale numero è ovviamente legato al numero dei dipendenti. Pertanto, la distribuzione dei valori è fortemente asimmetrica; di conseguenza, è preferibile fare riferimento al numero mediano di infortuni, pari a 16⁷⁶.

⁷⁵ Il *pay gap* più elevato tra dirigenti uomini e donne è riscontrabile nella già citata società del settore *automotive* (le donne percepiscono una remunerazione pari al 31,5% dei colleghi maschi). La differenza più elevata a favore delle dirigenti (144% della remunerazione dei colleghi maschi) si riscontra nella società di costruzioni e manutenzioni già citata come a minor presenza femminile.

⁷⁶ Il numero medio di infortuni/anno è pari a 151 (variabile tra 0 e quasi 900). Data la variabilità degli indici di gravità degli infortuni utilizzati dai singoli emittenti, non è risultato possibile calcolare statistiche aggregate su tale aspetto.

7.5.3 Informazioni in materia di consumi, emissioni e rifiuti

Quasi tutte le DNF (94%) riportano informazioni in materia di consumi energetici: ciò accade più spesso nel settore non finanziario (96% contro 82% in quello finanziario). La maggioranza degli emittenti (58%) comunica anche la quota percentuale di consumi alimentata da fonti rinnovabili, pari al 18% in media. Il ricorso a fonti rinnovabili sale tra le società grandi (26% contro 13% tra le piccole) e nel settore finanziario (28% contro 17% negli altri settori)⁷⁷.

Figura 45a

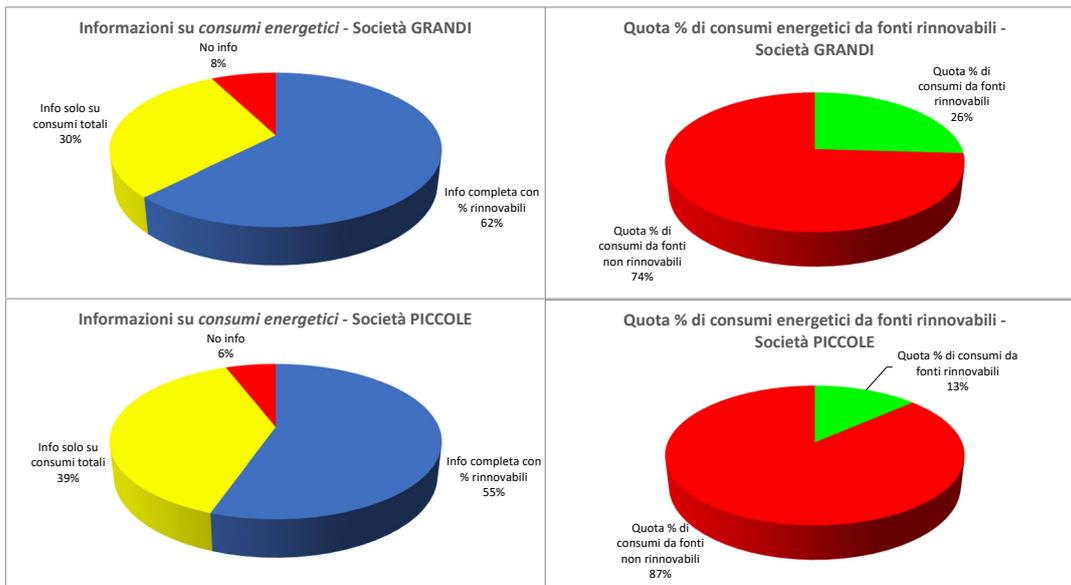
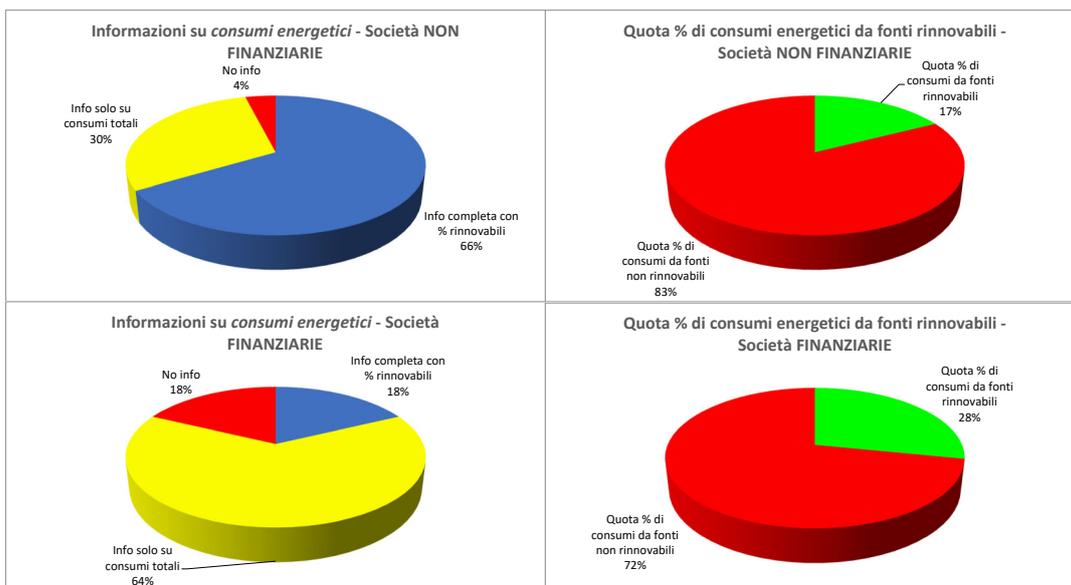


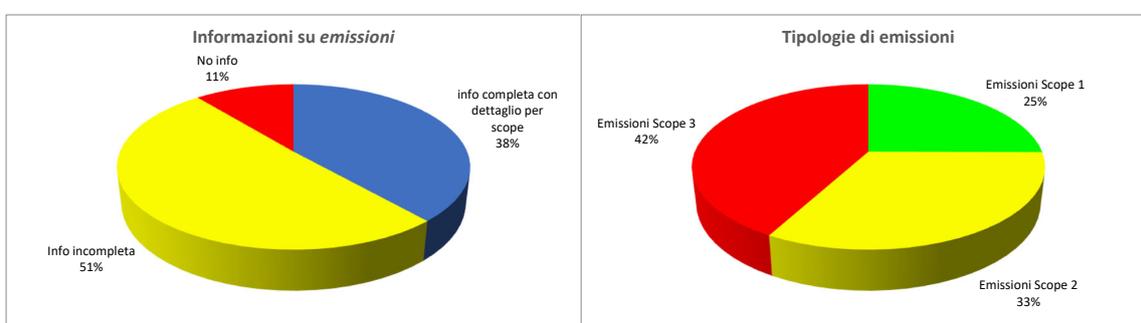
Figura 45b



⁷⁷ La percentuale di ricorso alle rinnovabili varia tra 0 (in 18 società, quasi tutte non finanziarie) e 100% in una società finanziaria.

Quasi tutti gli emittenti pubblicano informazioni riguardo alle emissioni di gas-serra; più rara (60 società, pari al 38% di quelle che hanno pubblicato la DNF) è la fornitura completa di informazioni disaggregate secondo la guida *GHG Protocol Corporate Accounting and Reporting Standard* (World Business Council for Sustainable Development e World Resources Institute 2004), che distingue tra emissioni dirette generate dall'azienda (*Scope 1*), indirette generate dall'energia acquistata e consumata (*Scope 2*) e altre emissioni indirette generate dall'intera catena del valore (*Scope 3*). Tale informazione è comunicata assai più di frequente dalle società grandi (64% contro 25% delle piccole). La percentuale di emissioni riconducibile ai tre ambiti è pari, mediamente, al 25% per lo *Scope 1*, 33% per lo *Scope 2* (*local based*) e 42% per lo *Scope 3*. La variabilità tra un emittente e l'altro è molto forte.

Figura 46



La grande maggioranza degli emittenti (83%) pubblica informazioni riguardo alla produzione di rifiuti e il 79% comunica altresì dettagli sulla loro composizione (distinta in rifiuti pericolosi – in media 15% del totale – e non pericolosi).

7.6 I rating ESG

Non è semplice per gli emittenti orientarsi nel mondo dei rating ESG. Il mercato dei rating ESG è frammentato e i *providers* adottano metodologie differenziate, che portano a giudizi non perfettamente allineati⁷⁸. Inoltre, alcuni operatori forniscono servizi simili al rating, ma che rating non sono, contribuendo ad alimentare la confusione⁷⁹.

Il D.Lgs. 254 non obbliga gli emittenti a riportare informazioni in materia di rating. Informazione è tuttavia fornita abbastanza spesso, su base volontaria. Non tutti gli emittenti, peraltro, distinguono chiaramente tra rating e servizi di altro genere. Si

⁷⁸ I rating ESG attribuiti agli emittenti possono divergere in maniera significativa tra un *provider* e l'altro. Berg *et al.* (2019) stimano la correlazione tra i rating attribuiti dai principali *providers* pari a 0,61 (varia tra 0,43 e 0,71), mentre quella tra i rating di credito è 0,99.

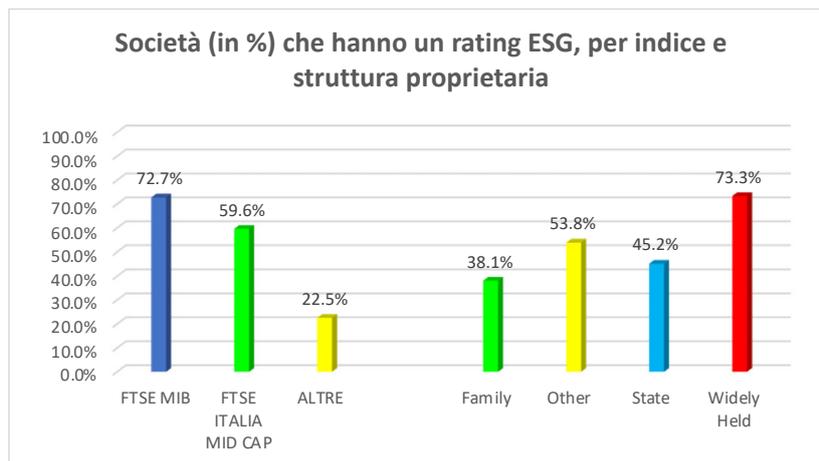
⁷⁹ In prima approssimazione, si possono identificare tre diversi tipi di servizi: a) rating ESG veri e propri; esistono peraltro anche rating connessi a uno solo dei tre profili (E, S o G) o a singoli attributi (ad es. in tema di ambiente o di *gender equality*); b) costruzione di "indici" contenenti società "buone", che risultano – di conseguenza – investibili; in tali casi un giudizio grezzo (positivo) è, di fatto, implicito nell'inclusione della società nell'indice; c) servizi di *benchmarking*, che segnalano alla società che li richiede il posizionamento relativo rispetto un campione di *peers*.

tende, inoltre, a porre i *providers* tutti sullo stesso piano, anche se alcuni (i c.d. *big 5*) iniziano a emergere per quote di mercato e grado di copertura degli emittenti⁸⁰.

Informazioni in materia di rating ESG sono riportate da 71 emittenti (46% del totale, in aumento dal 30% dell'anno passato). L'aumento di *disclosure* è generalizzato, sintomo della crescente attenzione del management per la sostenibilità. La frequenza con cui viene data *disclosure* sui rating ESG ricevuti dipende dalla dimensione della società (73% tra le FTSE Mib, 60% tra le Mid Cap, solo 23% tra le altre) e dall'identità dell'azionista di riferimento (73% tra le *widely held*, 54% tra le pubbliche, 38% tra le familiari).

In genere, la redazione di un piano di sostenibilità strutturato si accompagna alla *disclosure* sui rating ESG (piano e rating sono contemporaneamente riportati – o non riportati – nel 38% e nel 31% dei casi); nelle altre società la probabilità di trovare un piano ma non l'informazione sui rating è circa tripla (23% dei casi contro 8%) rispetto al caso contrario (rating in assenza di piano).

Figura 47



Le 71 società dotate di rating ESG sovente riportano giudizi di più agenzie (la media è 2,4). Il loro numero varia soprattutto in rapporto alla dimensione dell'emittente: le società FTSE Mib seguite da più *providers* riportano in media 4,5 rating ESG (contro 2,2 nelle Mid Cap e 0,6 nelle altre società). A livello di singolo emittente, il numero di giudizi citati varia tra 1 e 9. 6 società (erano 2 l'anno passato) riportano rating da parte di tutti i *big 5*.

Continua ad essere più rara (26% dei casi) la comunicazione che l'emittente è stato incluso in uno o più indici di società "investibili". La disclosure sull'appartenenza a indici ESG è influenzata dalla dimensione della società (85% tra le FTSE Mib, 21% tra le Mid Cap, 1% tra altre società) e dall'identità dell'azionista di riferimento (53% tra le *widely held*, 50% tra le pubbliche, solo 10% tra le familiari).

⁸⁰ Del Giudice (2019) identifica 5 *players* significativi: Sustainalytics (copertura: 11.000 società quotate nel mondo), MSCI e Thomson-Refinitiv (7000), Vigeo-Eiris e ISS-Oekom (circa 4.500). Il quadro è però in continua evoluzione, poiché nel settore è in atto una tendenza al consolidamento attraverso operazioni di M&A. I big 5 identificati nel testo sono Morningstar-Sustainalytics, MSCI, Thomson-Refinitiv-FTSE, Moody's-Vigeo-Eiris e ISS.

Le 40 società che offrono *disclosure* sul punto riportano sovente l'inclusione in più indici (la media è 3,2). Le società FTSE Mib seguite da più *providers* comunicano in media di essere state incluse in 3,9 indici ESG (sono 1,5 nelle Mid Cap). A livello di singolo emittente, il numero di indici citati varia tra 1 e 11.

Non è sempre facile comparare i rating in base alle informazioni riportate nelle DNF: come accennato, prevale la tendenza a presentare come comunque “buoni” i rating acquisiti, anche se è chiaro che non tutti sono ugualmente buoni. La *disclosure* dei singoli punteggi è comunque diventata molto più frequente.

È interessante confrontare i punteggi attribuiti dalle due case di gran lunga più citate nelle DNF: MSCI (32 citazioni) e Sustainalytics (31), che usano metodologie solo in parte sovrapponibili: i rating emessi da MSCI sono espressi in lettere secondo un sistema analogo a quello dei rating di credito (da AAA a CCC; ma in pratica non si sono riscontrati voti sotto BB)⁸¹. 26 emittenti hanno un punteggio uguale o superiore ad A⁸², corrispondente a “voti” da sufficiente a ottimo (tre emittenti hanno rating AAA), mentre 6 (pari al 19% del totale) hanno conseguito rating (BBB o BB) cui corrispondono punteggi non pienamente sufficienti⁸³.

Sustainalytics attribuisce rating in base al “rischio ESG residuo”, classificato secondo una scala che va da 0 a 100. Le società a rischio “trascurabile” sono incluse nella fascia 0-10, quelle a rischio “severo” nella fascia >40. Due società si trovano nella fascia a rischio trascurabile, una sola (3% del totale) in quella a rischio elevato (nessuna in quella a rischio severo).

La scarsa confrontabilità tra i rating risulta evidente dall'esame dei 20 emittenti che hanno ottenuto voti da ambedue i *providers*. Anzitutto, traducendo le classi di rating in punteggi numerici (da 1 per la classe migliore o a rischio trascurabile fino a 5 per quella peggiore o a rischio severo), si osserva che la correlazione tra i punteggi è prossima allo zero ($\rho=-0,09$). In secondo luogo, all'attribuzione di un punteggio elevato da parte di un *provider* corrispondono sovente punteggi completamente diversi da parte dell'altro. Ad esempio, una società a rischio trascurabile secondo Sustainalytics risulta in fascia media (A) secondo MSCI, mentre le 10 società a rischio medio per Sustainalytics sono sventagliate sull'intera fascia di punteggi (da AAA a BB) per MSCI.

⁸¹ L'ottica è diversa rispetto ai rating di credito, che costituiscono *valutazioni assolute*, correlate con la probabilità di *default* dell'emittente. I rating ESG costituiscono *valutazioni relative* (MSCI (2022) precisa che i rating ESG sintetici sono *industry-adjusted*, ossia “*explicitly intended to be relative to the standards and performance of a company's industry peers*”. Un'impresa appartenente a un settore inquinante ma che opera secondo i migliori standard di settore può quindi avere un rating più elevato di un'altra che presta scarsa attenzione ai temi ambientali ma appartiene a un settore meno problematico.

⁸² Secondo MSCI (2022), i rating corrispondono a fasce di punteggi numerici tra 0 e 10. Ai rating pari ad A o superiori corrisponde un punteggio numerico da 5,714 a 10, mentre a quelli da BBB in giù corrispondono punteggi da 0 a 5,714.

⁸³ Merita un cenno il fatto che il rating di credito BBB, secondo Standard & Poor's e Fitch, è un rating *investment grade*, che può quindi essere ritenuto “sufficiente”. Al contrario, secondo MSCI, BBB corrisponde a un punteggio *industry-adjusted* non sufficiente (tra 4,286 e 5,714) in ambito ESG.

La situazione, coerente con quanto evidenziato in letteratura, non pare soddisfacente. È noto, infatti, che alcuni importanti investitori istituzionali fanno scarso riferimento, per le loro valutazioni, ai punteggi “finali” attribuiti dai *data providers*, e preferiscono utilizzare singoli parametri da questi raccolti in un loro algoritmo alternativo a quello dei *providers*.

La conclusione per le società quotate è che l’incremento della trasparenza riguardo ai rating ESG è in sé positiva, ma riveste un’importanza limitata nei rapporti con gli investitori, attuali e potenziali. Agli investitori interessa cosa un emittente fa (e dichiara) nel proprio business, non il semplice rating ricevuto, che di per sé non attribuisce una patente di emittente “buono” o attento ai temi ESG.

Bibliografia

- Assogestioni (2021) I-SDX Italian Shareholder Director Exchange, Principi italiani di shareholder-director engagement.
- Assonime (2021a) La Corporate Governance in Italia: Autodisciplina, Remunerazioni e *Comply-or-Explain* (anno 2020), Analisi realizzata da M. Belcredi e S. Bozzi con la collaborazione di M. Milič e M. Bianchi. Note e Studi n. 3/2021.
- Assonime (2021b) Principles of Listed Companies' Dialogue with Investors, Circolare 23/2021.
- Belcredi, M. e S. Bozzi (2021) Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, Educatt, Milano.
- Berg, F., Koelbel, J.F. e R. Rigobon (2019) Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School Working Paper 5822-19.
- Consob (2021) Report on corporate governance of Italian listed companies.
- Del Giudice, A. (2019) La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, Giappichelli, Torino.
- EBA (2021) EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms (EBA/REP/2021/18).
- MSCI (2022) MSCI ESG Ratings Methodology, Executive Summary, MSCI ESG Research, June 2022.
- World Business Council for Sustainable Development e World Resources Institute (2004) A Corporate Accounting and Reporting Standard.

Appendice 1: Nota Metodologica

Premessa: le definizioni utilizzate di seguito fanno riferimento, ove possibile, a fonti ufficiali (Borsa Italiana, Consob, Codice CG). Peraltro, la concreta disponibilità delle informazioni ha imposto alcune semplificazioni al fine di mantenere la complessità della raccolta dati a un livello trattabile. Pertanto, alcune variabili devono essere considerate come *proxy* delle “vere” grandezze rilevanti ai fini dell’applicazione della disciplina o dell’autodisciplina. In particolare:

- a) I dati di struttura proprietaria contenuti nel Rapporto sono raccolti dalle Relazioni CG, ricontrollati con il DB on line Consob, e infine corretti per le azioni proprie (prive di voto). Il mancato ricorso diretto al DB Consob ha due ragioni principali:
 - Esso è fondato sulle segnalazioni di vigilanza, effettuate al superamento delle soglie ex art.119, co.1 Regolamento Emittenti; possono quindi manifestarsi scostamenti – di varia entità – rispetto al dato aggiornato alla data della Relazione CG (in prossimità dell’assemblea);
 - In taluni casi, in cui si ha dinamica delle quote azionarie, insorgenza dei diritti di voto maggiorati e/o patti di sindacato, il calcolo “autonomo” dei diritti di voto si presenta particolarmente complesso, ma l’emittente fornisce – tipicamente – già il dato in Relazione CG. In tutti questi casi, il dato fornito dagli emittenti è stato comunque ricontrollato in modo autonomo sulla base delle migliori informazioni disponibili.
- b) La classificazione società concentrate/non concentrate può occasionalmente non coincidere perfettamente con quella del Codice CG. Nel Rapporto i diritti di voto dei soci pattisti sono sempre sommati, senza considerare l’oggetto (voto, blocco, consultazione) e le eventuali limitazioni del patto. La ragione è connessa alla difficoltà di individuare le situazioni effettivamente riconducibili alle previsioni del Codice, analisi destinata comunque a lasciare notevoli dubbi interpretativi.
- c) La classificazione società grandi/piccole include tra le grandi le società che sono state “sopra soglia” per tre anni, senza attendere il decorso di un ulteriore anno, come invece previsto dal Codice CG.

Definizioni:

1) *In base a grandezze di fonte Borsa Italiana (data di riferimento: 31/12/2021)*

FTSE Mib: società appartenenti all’indice FTSE Mib

Mid Cap: società appartenenti all’indice FTSE Mid Cap

Altre: Società non appartenenti all’indice FTSE Mib o Mid Cap; si tratta delle FTSE Small Cap e di poche altre società di piccola dimensione (capitalizzazione inferiore a 500 milioni di €), non inserite in alcun indice

Società finanziarie: società appartenenti ai settori Banks, Insurance e Financial Services (secondo la classificazione di Borsa Italiana)

Società non finanziarie: società appartenenti a settori diversi da quelli finanziari. Il passaggio di Borsa Italiana dal gruppo LSE al gruppo Euronext ha indotto alcune discontinuità nelle classificazioni a livello settoriale, ma esse non hanno inciso sulla classificazione finanziarie/non finanziarie

Società grandi: società la cui capitalizzazione è stata superiore a 1 miliardo di euro nell'ultimo giorno di mercato aperto del 2019, 2020 e 2021

Società piccole: società diverse da quelle grandi

2) *In base a grandezze di fonte Relazioni CG (data di riferimento: pubblicazione della Relazione CG)*

Società concentrate: società in cui un socio (o più soci che partecipano a un patto parasociale) dispone, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria

Società non concentrate: società diverse da quelle concentrate

4 baskets: classificazione in 4 sottogruppi secondo dimensione e concentrazione:

- società grandi non concentrate (GNC)
- società grandi concentrate (GC)
- società piccole non concentrate (PNC)
- società piccole concentrate (PC)

Si tratta di una *proxy* dei sottoinsiemi oggetto di raccomandazioni differenziate secondo il Codice CG

Struttura proprietaria (ownership): classificazione in 4 sottogruppi secondo esistenza e identità del/dei socio/soci di riferimento, in possesso di almeno il 20% dei diritti di voto. I diritti di voto dei soci pattisti sono sommati tra loro, così come quelli dei soci appartenenti a un unico gruppo familiare.

- *Family:* società in cui esiste un socio persona fisica (o un gruppo di soci appartenenti allo stesso gruppo familiare) di riferimento
- *State:* società in cui esiste un socio (o un gruppo di soci) di riferimento appartenenti al settore pubblico (Stato o Enti locali)
- *Altri assetti:* società in cui esiste un socio (o un gruppo di soci) di riferimento non riconducibile ai casi precedenti
- *Widely Held:* società in cui non esiste alcun socio di riferimento



Edizione curata da EDUCatt
Ente per il Diritto allo Studio Universitario dell'Università Cattolica
Largo Gemelli 1, 20123 Milano - tel. 02.7234.22.35 - fax 02.80.53.215
e-mail: editoriale.dsu@educatt.it (produzione); librario.dsu@educatt.it (distribuzione)
web: www.educatt.it/libri
ISBN edizione cartacea: 979-12-5535-044-6
ISBN edizione digitale: 979-12-5535-045-3