

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Terza edizione | Ottobre 2023

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

Terza edizione | Ottobre 2023
a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Novembre 2023

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



FINCANTIERI



Sponsor di FIN-GOV



BPER:
Banca



© 2023 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: 979-12-5535-175-7

ISBN edizione digitale: 979-12-5535-176-4

Questa pubblicazione è stata prodotta a stampa e in formato digitale
nel mese di ottobre 2023 presso la LITOGRAFIA SOLARI Peschiera Borromeo (MI)

SOMMARIO

Presentazione di FIN-GOV	5
Executive Summary.....	7
1. Introduzione.....	11
2. Composizione e funzionamento degli organi.....	15
2.1 Composizione del CdA.....	16
2.2 Funzionamento del CdA.....	20
3. Il dialogo con gli azionisti.....	25
3.1 Le linee-guida di Assonime e Assogestioni.....	25
3.2 Le politiche di dialogo degli emittenti.....	26
4. Indipendenza di consiglieri e sindaci.....	29
4.1 La presenza di indipendenti “a rischio”.....	33
4.2 Il presidente indipendente.....	34
4.3 Le spiegazioni offerte circa le situazioni “a rischio”.....	36
5. I comitati consiliari.....	37
5.1 Il Comitato Nomine.....	38
5.2 Il Comitato Sostenibilità.....	40
5.3 Il Comitato OPC.....	42
6. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti.....	45
6.1 La politica in materia di remunerazione.....	46
6.2 I compensi effettivamente corrisposti.....	62
7. Sostenibilità e Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF).....	65
7.1 Forma e struttura della DNF.....	67
7.2 Matrice di materialità.....	68
7.3 Piano di sostenibilità.....	69
7.4 Il Regolamento Tassonomia.....	71
7.5 L’informazione su singoli KPI.....	76
7.6 I rating ESG.....	82
Bibliografia.....	85
Appendice 1: Nota Metodologica.....	86

Presentazione di 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 sua collocazione all'interno dell'Ateneo dei Cattolici Italiani non è casuale. Scopo ultimo 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 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 ottobre 2023

Executive Summary

Questo terzo 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) La qualità della corporate governance varia molto tra una società e l'altra: in linea generale (e non senza eccezioni) essa è migliore 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. Per la prima volta la *composizione* dei CdA è sempre *compliant* con le raccomandazioni del Codice in materia di amministratori indipendenti. Ciò è in parte dovuto all'approccio flessibile del Codice, che consente alle società di adottare soluzioni "su misura", ad es. fissando ciascuna i propri parametri di valutazione.
- b) Il Comitato per la Corporate Governance ha richiamato l'attenzione degli emittenti sull'applicazione di vari punti del Codice. Si riscontra un miglioramento (talvolta sensibile) della *compliance* in materia di: a) adozione di politiche di dialogo con azionisti e *stakeholders*; b) presenza di piani di incentivazione pluriennale; c) trasparenza su vari punti importanti, tra cui: partecipazione dei manager alle riunioni consiliari, motivazione della scelta di attribuire deleghe al presidente; criteri adottati per valutare l'indipendenza dei consiglieri. D'altro canto, le raccomandazioni del Comitato hanno avuto scarso successo in altri ambiti: a) regole di circolazione dell'informativa pre-consiliare; b) *disclosure* dei temi oggetto di dialogo con gli investitori; c) pubblicazione degli orientamenti sulla composizione del CdA; d) diffusione di un *executive summary* sulla politica di remunerazione; e) *disclosure* degli specifici parametri ESG utilizzati nella determinazione dei compensi.
- c) Il Codice ha significativamente allentato i parametri di valutazione delle remunerazioni che possono compromettere l'indipendenza degli amministratori. Tale scelta sta portando un progressivo scollamento tra emittenti, che fanno pieno uso della flessibilità concessa dal Codice, e *proxy advisors* e investitori, che ne leggono le previsioni maniera più standardizzata. Tale situazione non è priva di rischi e la ricerca di un nuovo punto di equilibrio appare opportuna.
- d) 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, un terzo degli emittenti continua a prevedere eccezioni alla circolazione delle informazioni per ragioni "di riservatezza", in contrasto con l'invito del Comitato a non contemplare generiche esimenti di tal sorta.
- e) In linea con la prassi internazionale, la presentazione di candidature da parte del CdA uscente si sta consolidando presso le società maggiori (soprattutto *widely held*) e nel settore finanziario. 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: tuttora, 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.

- f) Il Comitato Nomine sta assumendo funzioni più ampie, che si estendono alla formulazione di candidature in caso di sostituzione di *qualunque* amministratore (non solo degli *indipendenti*, come in precedenza). Peraltro, permane scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpato con altri.
- g) La maggioranza degli emittenti ha adottato una politica per il dialogo con gli azionisti. Il dato è in forte crescita ma restano tuttora notevoli margini di miglioramento. Quasi metà delle politiche prevedono anche 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. Il Comitato CG ha invitato le società anche a “*valutare l'opportunità di fornire informazioni sui temi più rilevanti che sono stati oggetto del dialogo con gli azionisti e sulle eventuali iniziative adottate per tener conto delle indicazioni emerse*”. Peraltro, è rarissima la fornitura di informazioni in tale ambito.
- h) 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. Il Comitato ha invitato gli emittenti a fornire un *executive summary* tabellare, in sostituzione o in aggiunta a lunghe descrizioni che lasciano, non di rado, dubbi sull'effettiva struttura del pacchetto. L'invito del Comitato, tuttavia, non ha prodotto effetti rilevanti. La *remuneration policy* ha solitamente durata annuale (solo nel 17% dei casi la durata è triennale). Deroghe alla *policy*, nei limiti di quanto consentito dalla normativa, sono assai rare. L'adozione di clausole di *claw-back* è in lenta crescita (72%) ma esistono tuttora margini di miglioramento, quanto meno sotto il profilo della motivazione (*comply or explain*).
- i) La trasparenza sulla composizione del *pay mix* è ancora migliorabile: dati numerici “completi” sulla dinamica del pacchetto (*i.e.* almeno a *target* e a *cap*) sono forniti da circa due terzi degli emittenti. Il pacchetto offerto ai CEO (a *target*) è composto, in media, in parti uguali da compensi fissi e da remunerazione variabile (MBO 24% + 26% LTI). La struttura dei piani di incentivazione varia molto secondo la dimensione e l'azionariato dell'emittente. Circa 2/3 delle società legano il variabile al raggiungimento di obiettivi ESG. Il peso medio di tale componente nel pacchetto è poco sotto il 20%, sia per gli MBO che per gli LTI.
- j) Il Comitato CG ha invitato le società che prevedono meccanismi di incentivazione legati a obiettivi di sostenibilità a “*fornire una chiara indicazione degli specifici obiettivi di performance da raggiungere*”. La trasparenza in tale ambito non è ancora soddisfacente: gli obiettivi ESG del piano MBO (LTI) sono stati comunicati da poco meno del 60% delle società, i pesi di ciascun obiettivo solo dal 38% (25%) del totale. L'obiettivo più frequente è l'attuazione di investimenti “sostenibili”, sia per i piani MBO che per quelli LTI, con un peso medio intorno al 13%. Gli altri obiettivi sono piuttosto variegati e sovente differenti tra MBO e LTI.
- k) Le DNF sono documenti sovente poco leggibili perché da un lato sono dispersive, dall'altro contengono paragrafi molto tecnici (ad es. in materia di consumi energetici o

di emissioni di gas-serra) e non di agevole lettura. Alcune società hanno iniziato a pubblicare, accanto alla DNF, un secondo documento (variamente denominato) di più facile lettura. Oltre 2/3 degli emittenti comunicano l'adozione di un piano di sostenibilità, frequentemente (72%) integrato nel piano industriale. La costituzione di un comitato consiliare specializzato crea un forte stimolo alla strutturazione dell'intero ambito sostenibilità.

- l) Da quest'anno le imprese non finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l'obbligo di comunicare la quota di fatturato, investimenti e costi operativi legati ad attività ecosostenibili, in termini non solo di "ammissibilità" ma anche di "allineamento" al Regolamento UE Tassonomia. I numeri comunicati non sono ancora soggetti a revisione *obbligatoria*, ma il controllo di coerenza dei dati effettuato dai revisori ha prodotto un significativo miglioramento della *disclosure*. La sostenibilità degli investimenti (*capex*) è più elevata (ammissibilità 32%, allineamento 14%) rispetto ai KPI relativi all'attività corrente (fatturato e *opex*). Le imprese finanziarie sono tenute a pubblicare il rapporto tra investimenti "ammissibili" e totale dei c.d. *covered assets*. Tale rapporto è mediamente pari al 24% (facendo riferimento alle *capex*). Ciò pare implicare che gli emittenti quotati finanziati da banche, assicurazioni ecc. hanno una quota di attività "ammissibili" più alta rispetto alle società non quotate.
- m) 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 (e più: 18%) a livello dirigenziale. Solo il 35% delle società rende nota la differenza di remunerazione tra uomini e donne (*gender pay gap*) a livello aggregato. Il *gap* retributivo è apprezzabile e, anzi, in lieve crescita: le donne percepiscono in media l'86% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'83% tra i dirigenti.
- n) Quasi tutte le società riportano informazioni in materia di consumi energetici e di ricorso a fonti rinnovabili, pari al 23% in media (in aumento dal 18% dell'anno scorso). L'intensità energetica dell'attività dipende dal settore in cui opera l'emittente: una società energetica (una *utility*) media ha consumi per dipendente pari a 17 volte (11 volte) quelli degli altri settori non finanziari e 230 volte (142 volte) quelli di una finanziaria media. Le informazioni sulle emissioni sono di lettura particolarmente complessa. I dati sembrano più adatti a verificare la progressiva implementazione delle politiche di decarbonizzazione della singola società che non a elaborare confronti tra società o a misurare il contributo del singolo emittente al totale delle emissioni a livello di sistema.
- o) La trasparenza in materia di rating ESG è in aumento. L'utilità dei rating, tuttavia, è 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 delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Esso si focalizza su temi che appaiono di interesse e attualità, che possono cambiare di anno in anno. L'obiettivo non è distribuire pagelle 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*.

Il Rapporto esamina come le società hanno applicato il Codice di Corporate Governance (Codice CG) e la normativa in ambito di governance e sostenibilità. Questa terza 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.

Particolare attenzione è dedicata ai punti individuati nell'Allegato alla lettera inviata il 25/1/2023 dalla Presidente del Comitato per la Corporate Governance come “*aree nelle quali l'applicazione delle raccomandazioni del Codice necessita di un affinamento delle modalità applicative*”. Si tratta, nello specifico, di: dialogo con gli azionisti e con gli altri *stakeholders* rilevanti, attribuzione di deleghe al presidente, informativa pre-consiliare, partecipazione dei manager alle riunioni consiliari, orientamenti sulla composizione ottimale, criteri per la valutazione dell'indipendenza, trasparenza delle politiche di remunerazione con riferimento alle componenti variabili, orizzonti di lungo periodo di tali politiche, uso di parametri ESG nella determinazione dei compensi.

Gli emittenti che adottano il Codice CG sono tenuti ad applicarlo, informando il mercato nella Relazione sul governo societario. L'adozione del Codice è quasi totalitaria (95%; totalitaria tra le società grandi).

In materia di sostenibilità il Rapporto analizza le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) redatte ai sensi del d.l. 254/2016. In tale ambito rivestono particolare interesse le novità introdotte dal Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. Regolamento Tassonomia) che prescrive – tra l'altro – alle società tenute a redigere la DNF di dare informazione sul grado di “ecosostenibilità” della propria attività.

¹ Un sentito ringraziamento va ad Andrea Cardani, Andrea Gagliardi e Francesco Maria Santangelo 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.

Nel Rapporto si analizzano, inoltre, vari temi legati alla Direttiva Europea 2017/828, c.d. *Shareholder Rights II (SHRDII)*. Anzitutto, si esaminano le modalità di applicazione della normativa in materia di politica di remunerazione e compensi corrisposti. La direttiva spinge investitori istituzionali e gestori di attivi a sviluppare e comunicare al pubblico la politica di *engagement* che adottano nella loro strategia di investimento. Il Codice CG raccomanda agli emittenti di adottare (e descrivere nella Relazione CG) una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali.

Il Rapporto è fondato sull'analisi di tre 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.

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 203 società italiane, quotate al 31 dicembre 2022, le cui Relazioni erano disponibili al 31 agosto 2023: la copertura del listino è sostanzialmente integrale³. Come di consueto, 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;

² La Relazione CG media è composta di 81 pagine (variabile tra 14 e 183); la RR è 46 pagine (variabile tra 5 e 166); la DNF è addirittura 153 pagine (variabile tra 29 e 593). Si tratta di numeri in costante aumento nel tempo.

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).

- *4 Baskets*: classificazione ottenuta incrociando dimensione dell'emittente e concentrazione dell'azionariato. 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 (PNC e PC).

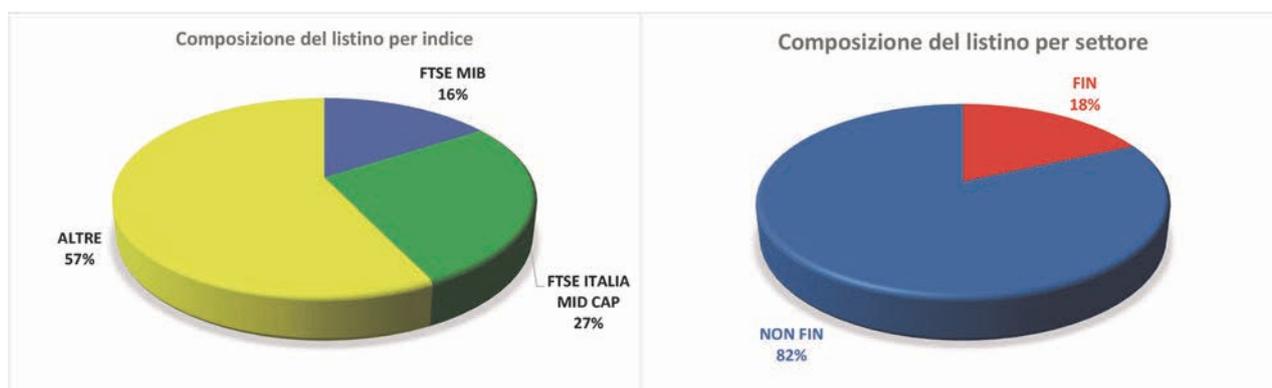
Figura 1



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

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

Figura 2



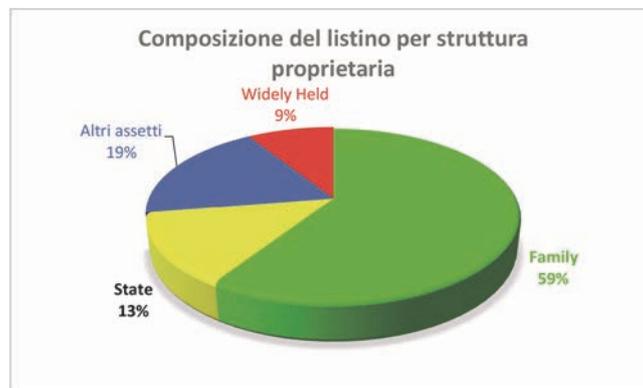
Infine, sono riportate statistiche riferite all'identità dell'azionista di riferimento (identificato utilizzando la soglia del 20% dei diritti di voto, standard nella letteratura di finanza):

- 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

⁶ Le prime 8 società per capitalizzazione sono tutte non concentrate ai sensi del Codice.

voto. Sono state individuate le seguenti 4 categorie: *Family*, *State*, Altri assetti, *Widely Held*⁷.

Figura 3



Questa classificazione 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 (famiglie o soggetti pubblici). 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 ma non identiche a quelle in Consob (2022). 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 a Consob (2022).

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.

Per la prima volta dalla nascita del Codice la *composizione* dei CdA è sempre *compliant* con le raccomandazioni del Codice in materia di amministratori indipendenti. Ciò è peraltro dovuto anche all'approccio prudente del Codice, che si è 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. Qui la *compliance* continua a non essere soddisfacente: in oltre metà dei casi gli emittenti non hanno pubblicato l'orientamento o lo hanno pubblicato senza congruo anticipo.

La presentazione di candidature da parte del CdA uscente è dominante ovunque nel mondo. In Italia la "lista del CdA" è divenuta prassi 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 (+67% in due anni).

In materia di *funzionamento* del CdA riveste importanza cruciale la circolazione pre-consiliare 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 una quota significativa di emittenti (33%; era il 38% nel 2021) continua a indicare limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni di riservatezza, malgrado il Comitato CG avesse invitato le società a non contemplare generiche esimenti di tal sorta; tale fenomeno si riscontra soprattutto tra le società *widely held* (56%; era il 71% nel 2021). 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 Comitato CG ha invitato le società nelle quali "*al presidente siano attribuite rilevanti deleghe gestionali a fornire adeguate motivazioni di tale scelta*". L'invito è stato raccolto dal 62% delle società interessate (quasi sempre *family firms*). La giustificazione fornita è, in genere, riconducibile al ruolo del presidente in quanto fondatore della società, alla lunga esperienza maturata, o all'opportunità di conservare un potere di impulso in capo a tale figura.

L'ultima edizione del Codice ha portato varie novità in materia di composizione e funzionamento degli organi sociali:

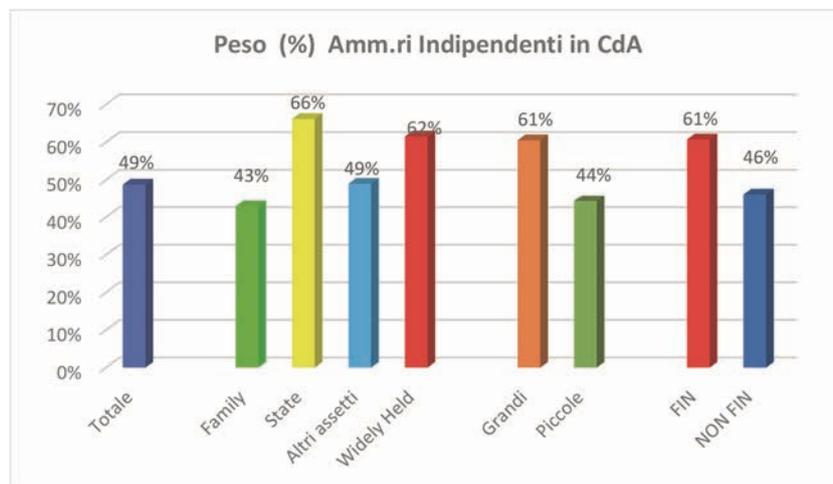
- a) La numerosità minima raccomandata degli amministratori indipendenti è stata innalzata per quasi tutte le (56) società grandi (Racc. 5). Il Codice raccomanda che:

- nelle (25) società grandi a proprietà non concentrata gli indipendenti costituiscano almeno metà del CdA; nelle (31) 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;
- 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 138 società concentrate e di controllo e rischi per le 147 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 (25% esecutivi, 75% non esecutivi). Il peso degli indipendenti è in lievissima ascesa anno dopo anno (anche nel 2022 esso si muove appena, dal 48 al 49% del CdA; era pari al 46% nel 2020). Il peso degli indipendenti varia in relazione alla dimensione societaria (più alto nelle grandi: 61%), al settore (più alto nelle società finanziarie: 61%) e alla struttura proprietaria (più alto nelle società pubbliche (66%) e *widely held* (62%) e minore nelle società familiari (43%)).

Figura 4



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 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.

2.1.1 Il peso degli amministratori indipendenti

L'ultima edizione del Codice CG ha innalzato il peso minimo degli indipendenti nelle società grandi 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* di 1/3 si è passati a 56 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 67% nelle grandi non concentrate (soglia minima = 50%) e al 55% nelle grandi concentrate (soglia minima = 1/3). Il CdA delle società grandi è sempre allineato al nuovo Codice; le grandi concentrate sono in maggioranza (71%) addirittura allineate allo standard più elevato (50% di indipendenti)⁹.

Il quadro è simile tra le società piccole: il numero di indipendenti in CdA è sotto la soglia minima (pari a 2) solo in 9 emittenti che hanno scelto di non adottare il Codice. Per la prima volta si può, quindi, affermare che la *compliance* col Codice in materia di composizione del CdA è totale. Anzi, le società piccole sono quasi sempre allineate al modello proposto alle grandi concentrate: il 79% di esse ha indipendenti pari almeno a 1/3 (il 41% ha una maggioranza di indipendenti).

Tale elevata *compliance* è peraltro dovuta, almeno in parte, all'approccio prudente del Codice, che si è limitato a fotografare la prassi corrente e ha rinunciato a proporre standard più elevati soprattutto alle società minori. 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, meno severi rispetto al passato.

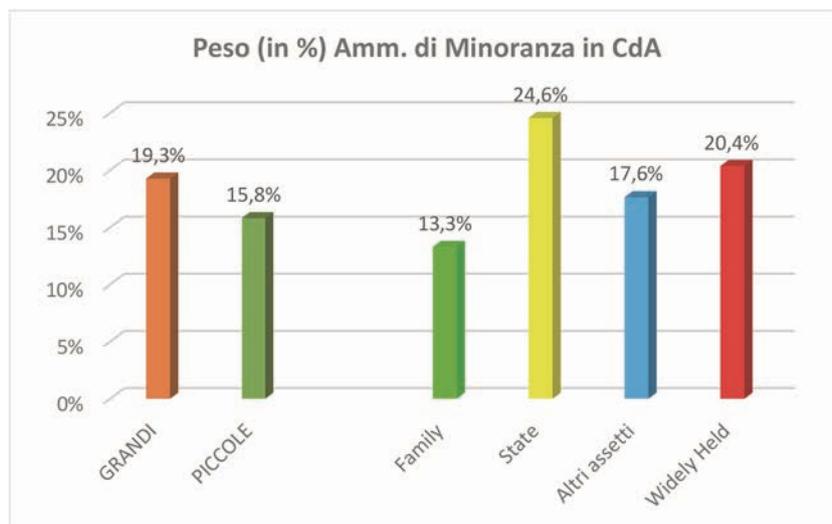
2.1.2 Gli amministratori di minoranza

La presenza di rappresentanti delle minoranze negli organi sociali è prassi prevalente: le società con amministratori (sindaci) di minoranza sono rispettivamente il 57% e 62% del totale. La rappresentanza delle minoranze è fortemente correlata alla dimensione societaria: amministratori di minoranza sono presenti nell'89% delle società grandi, cioè con frequenza doppia rispetto alle piccole (44%). Anche la struttura proprietaria ha un influsso notevole: amministratori di minoranza sono presenti molto spesso nelle società a controllo pubblico (85%) e nelle *widely held* (78%) ma solo nel 45% delle società familiari¹⁰. Si tratta di valori stabili rispetto all'anno passato.

⁹ Le società GC *compliant* con il parametro più elevato salgono al 90% del totale se si tiene conto del criterio "di arrotondamento" previsto nella Q Racc. 5(2) delle Q&A al Codice.

¹⁰ L'andamento è analogo per il Collegio Sindacale.

Figura 5



Il peso dei consiglieri di minoranza (nelle società dove sono presenti) cambia a seconda della dimensione dell'emittente e del suo assetto proprietario. Tale peso, pari al 16% nelle società piccole, aumenta al 24% nelle grandi non concentrate. Il peso dei consiglieri di minoranza è più basso (13%) nelle società familiari e sale al 25% nelle società pubbliche.

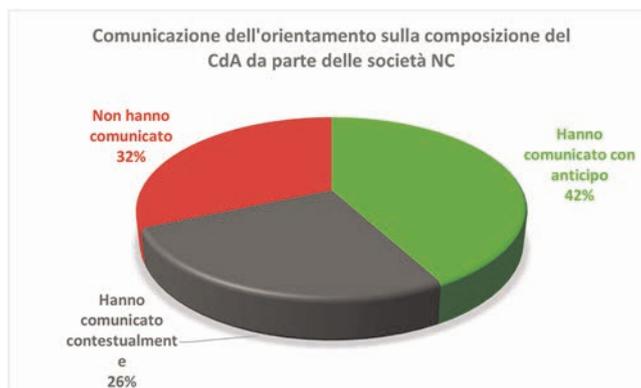
Il 59% (61%) degli amministratori (sindaci) di minoranza è tratto da liste presentate da investitori istituzionali, riuniti sotto l'egida di Assogestioni. Tra gli amministratori di minoranza, quelli eletti da "liste Assogestioni" sono l'84% tra le società grandi (ma solo il 42% tra le piccole).

2.1.3 Gli orientamenti sulla composizione quali-quantitativa ottimale del CdA

La raccomandazione 23 del Codice CG richiede, nelle (65) 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 comunicano di avere effettuato l'autovalutazione. L'attività è frequentemente svolta con il supporto del Comitato Nomine, come ora raccomandato dal Codice (Racc.12, lett. e): ciò accade nel 64% dei casi (in netto aumento rispetto al 55% dell'anno passato e al 47% del 2021). In 51 casi, pari al 34% del totale, le società hanno fatto ricorso a un consulente esterno (la frequenza varia tra il 15% delle Small Cap e il 77% delle FTSE Mib). Tra le società grandi non concentrate, il ricorso a un consulente esterno si riscontra in 19 casi, pari al 79% del totale (in calo dall'87% dell'anno scorso e dal 92% di due anni fa).

Figura 6



Il tema è stato oggetto di un richiamo di attenzione da parte del Comitato CG, che ha invitato le società “a pubblicare tale orientamento con congruo anticipo, tale da consentire a chi presenta le liste di candidati di poterne tenere conto ai fini della composizione della lista”. La disclosure in materia è migliorata ma non è ancora soddisfacente: 57 società hanno rinnovato il CdA nell’ultima stagione assembleare; 19 di queste sono a proprietà non concentrata e quindi soggette alla raccomandazione del Codice. Gli emittenti che hanno pubblicato sul sito web l’orientamento richiesto dal Codice sono 13, pari al 68% del totale; l’anno scorso erano stati 10 su 18, pari al 56% del totale.

In 5 casi la pubblicazione è stata contestuale all’avviso di convocazione. Nelle altre 8 società (pari al 42% del totale) essa è avvenuta con un anticipo di circa un mese (33 giorni) rispetto all’avviso di convocazione; a livello di singolo emittente l’anticipo varia tra 2 e 105 giorni.

Tra le società concentrate la diffusione degli orientamenti del CdA è minoritaria (39% del totale). In circa metà dei casi l’orientamento è stato fornito contestualmente all’avviso di convocazione; nell’altra metà l’anticipo è stato in media 23 giorni.

2.1.4 Le liste presentate dal CdA uscente

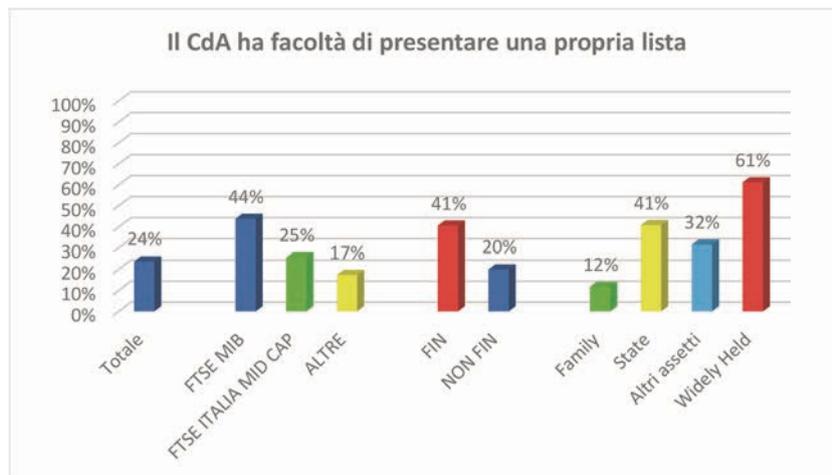
La presentazione di una lista di candidati da parte del CdA uscente è una prassi poco diffusa, ma popolare presso alcune categorie di emittenti. Tale facoltà è attribuita al CdA attraverso specifiche disposizioni statutarie, rinvenibili presso 48 emittenti (24% del totale) concentrati tra le società maggiori (FTSE Mib), dove la frequenza quasi raddoppia (44%, contro 25% tra le Mid Cap e 17% tra le altre). Numeri analoghi si riscontrano presso le società finanziarie (41%), in confronto con le non finanziarie (20%).

La possibilità, pacificamente riconosciuta in base alla normativa attuale¹¹, di attribuire al CdA la facoltà di presentare una “lista del CdA” è stata colta soprattutto dalle società

¹¹ Al momento della stesura di questo Rapporto è in discussione presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato il progetto di d.l. “Capitali” (AS 674). Dopo un ciclo di audizioni svoltosi l’estate scorsa, sono stati presentati vari emendamenti al testo originario, contenenti proposte di regolamentare il fenomeno della “lista del CdA”. Non è qui la sede per discutere tali proposte, se non per dire che

maggiori. Tale elemento ha permesso di avvicinare la prassi italiana a quella predominante all'estero, dove la presentazione delle candidature da parte del *board* uscente è la normalità¹². Gli emittenti hanno fatto uso in tale ambito dell'ampia autonomia statutaria concessa dall'ordinamento, sicché le regole elettorali adottate in concreto sono piuttosto diversificate.

Figura 7



L'elemento determinante dietro la scelta statutaria di consentire la presentazione di una "lista del CdA" è la struttura dell'azionariato. La lista del CdA è prevista nella maggioranza (61%) delle società *widely held*. La frequenza scende al 41% 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 nel 2021 a 12 nel 2022 a 15 quest'anno). Si osserva – anche qui – una relazione evidente tra presentazione della lista del CdA, dimensione della società, settore e soprattutto struttura dell'azionariato. Tra le società dove è stata presentata una lista del CdA, 7 appartengono all'indice FTSE Mib e 8 al settore finanziario. Soprattutto, sono tutte società non concentrate ai sensi del Codice CG; 10 società sono *widely held* e nelle altre 5 la quota del primo azionista è compresa tra il 23% 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)

esse renderebbero la presentazione di tale lista problematica e, anzi, sostanzialmente impossibile al di fuori di situazioni limitatissime.

¹² L'elemento di maggior differenza tra il "sistema elettorale" italiano e quello prevalente a livello internazionale è, piuttosto, il suo essere fondato su "liste bloccate", in contrapposizione a quelli esteri, dove la votazione riguarda le singole candidature. Tale differenza non è facilmente superabile, se si pone mente agli effetti di possibili riforme sugli esiti delle votazioni in tutte le società (incluse molte partecipate dallo Stato), caratterizzate da controllo di fatto ma non di diritto.

circolazione pre-consiliare delle informazioni; c) nomina del *Lead Independent Director* (LID) e riunioni dei soli amministratori indipendenti.

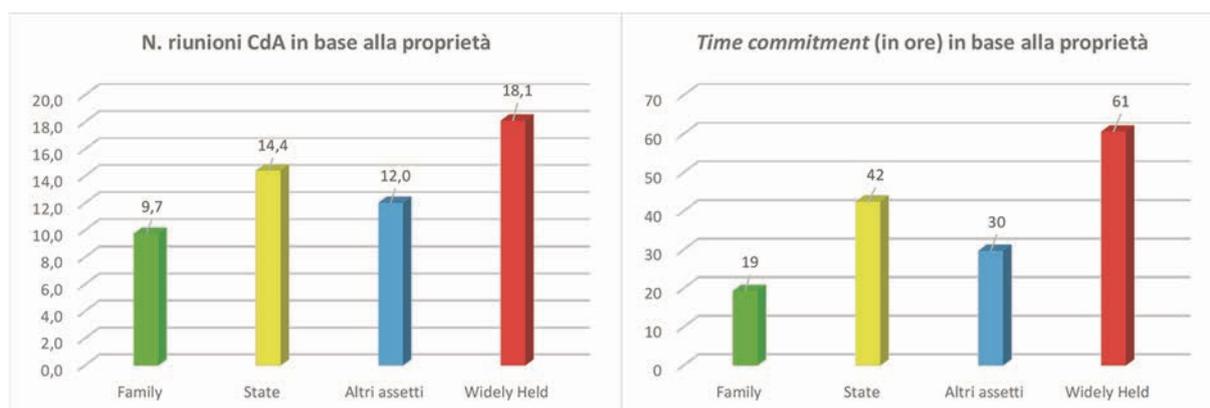
2.2.1 Frequenza delle riunioni e time commitment

Le società pubblicano quasi sempre (97%) informazioni sufficienti a ricavare sia il numero di riunioni consiliari (11,5 in media), sia l'effettivo *time commitment* degli amministratori (N.riunioni CdA x Durata media = 28 ore in media)¹³. L'informazione è quasi altrettanto diffusa per i collegi sindacali (91% dei casi) e per i comitati Remunerazioni e Controllo e Rischi (tra l'80 e il 90% dei casi). La *disclosure* è meno diffusa per gli altri comitati (sostenibilità, OPC).

Ottima è la *disclosure* sulle presenze degli amministratori alle riunioni consiliari, fornita quasi sempre (98% dei casi). La partecipazione è molto elevata (95% delle riunioni); l'82% dei consiglieri ha partecipato ad almeno il 90% delle riunioni; solo l'1% (4%) di essi ha presenze inferiori al 50% (75%). Numeri simili sono riscontrabili per il collegio sindacale¹⁴.

Numero di riunioni e, ancor più, *time commitment* variano in relazione alla dimensione societaria e all'assetto proprietario. Il numero medio di riunioni varia, ad esempio, tra 9,7 nelle *family firms* e 18,1 nelle società *widely held* (+87%). Il *time commitment* per le riunioni consiliari varia tra 19 ore nelle società familiari e 61 ore/anno tra le *widely held* (+221%). A livello di singolo emittente, il numero annuo di riunioni consiliari varia tra 2 (in una società familiare) e 31 (in una banca); il *time commitment* complessivo annuo varia moltissimo, tra 80 minuti (nella società familiare già menzionata) e 122 ore (in una società in gravi difficoltà).

Figura 8



¹³ 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 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 = 19 ore; CN e CR = 7/8 ore; CCR = 21 ore; C.Sostenibilità = 12 ore; COPC = 6 ore). Il *time commitment* per le riunioni del Collegio Sindacale è pari a 36 ore.

¹⁴ I numeri sono simili anche per i Comitati “da Codice”, per i Comitati Sostenibilità e per i Comitati OPC (dove costituiti in forma autonoma).

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 società grandi. Informazioni sul numero di incarichi consentiti sono fornite dall'82% di tali società mentre la *disclosure* (su base volontaria) è meno frequente (36%) nelle società piccole. Non è semplice riportare statistiche sul numero di incarichi consentiti, poiché esso si fonda sovente su algoritmi complessi. Nelle (39) società grandi dove l'orientamento fa riferimento agli incarichi da amministratore non esecutivo, il numero consentito è in media pari a 4,9¹⁵.

Circa metà degli amministratori (52%) detiene, oltre a quello nell'emittente, un numero di incarichi pari in media a 3,4; 184 amministratori detengono più di 5 altri incarichi (fino a un massimo di 53). Le situazioni di multicarica sono molto più diffuse (71%) tra i sindaci, che detengono – tra l'altro – un numero di incarichi molto superiore (9,6); inoltre, il 40% dei sindaci detengono più di 5 altri incarichi (fino a un massimo di 88).

2.2.2 Circolazione delle informazioni

La circolazione pre-consiliare dell'informazione (e la possibilità di chiedere 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.

Il Comitato per la Corporate Governance ha invitato gli emittenti a prevedere procedure di gestione dell'informativa “*che non contemplino generiche esimenti alla tempestività [...] per ragioni di riservatezza [...] e a fornire, nella relazione sul governo societario, informazioni dettagliate sull'eventuale mancato rispetto del termini di preavviso*”.

Le società rendono noti molto spesso (nell'85% dei casi) i termini per l'invio dell'informativa pre-consiliare (mediamente pari a 3,2 giorni). Le Relazioni indicano sovente (nel 77% dei casi) che il termine è stato rispettato (dunque informazione completa sul rispetto delle raccomandazioni è stata fornita dall'85% x 77% = 65% degli emittenti)¹⁷. Il termine per l'invio della documentazione è indicato quasi sempre dalle società grandi che,

¹⁵ Il numero consentito 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 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 In casi sporadici è stata segnalata l'impossibilità di rispettare il termine. Tale indicazione è generalmente accompagnata da spiegazioni riguardo alla dinamica specifica e dall'illustrazione di come siano stati garantiti adeguati approfondimenti in sede consiliare.

nel 96% dei casi, precisano che esso è stato di norma rispettato. Le società piccole indicano il termine nell'81% (e il suo rispetto nell'87%) dei casi: informazione completa è quindi fornita solo nel 70% dei casi.

Malgrado il richiamo di attenzione da parte del Comitato, continua a essere frequente (in 67 casi, pari al 33% del totale; era il 38% l'anno passato) l'indicazione di limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni "di riservatezza"; tale fattispecie appare più frequente (41%) tra le società grandi ed è collegata in modo evidente alla struttura proprietaria (la clausola è presente nel 26% delle società pubbliche, nel 28% delle familiari e con frequenza doppia – 56% – 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 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 9



Il Comitato per la Corporate Governance ha invitato gli emittenti a definire le modalità con cui CdA e Comitati possono accedere alle funzioni aziendali competenti secondo materia e a "fornire, nella relazione sul governo societario, informazioni dettagliate sull'effettiva partecipazione dei manager alle riunioni del consiglio e dei comitati".

Gli emittenti comunicano molto spesso (87% dei casi; in aumento dall'82% dell'anno passato e dal 74% del 2021) che dirigenti della società hanno partecipato alle riunioni consiliari per fornire approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno. Non è tuttavia sempre chiara la modalità di partecipazione prevista (ad esempio, se i dirigenti effettuino sistematicamente interventi strutturati ovvero siano a disposizione per eventuali approfondimenti).

2.2.3 Attribuzione di deleghe al Presidente

Il Codice CG consente l'attribuzione di deleghe gestionali al Presidente e anche il cumulo delle cariche di Presidente e CEO. Peraltro, la Racc.4 prevede che, ove "al presidente sia

attribuita la carica di chief executive officer o gli siano attribuite rilevanti deleghe gestionali, l'organo di amministrazione spiega le ragioni di questa scelta". Il Comitato CG ha invitato le società nelle quali "al presidente siano attribuite rilevanti deleghe gestionali a fornire, nella Relazione di Corporate Governance, adeguate motivazioni di tale scelta, anche qualora il presidente non sia qualificato come CEO".

Anzitutto, le società individuano quasi sempre (nel 96% dei casi) in modo esplicito il CEO tra gli amministratori esecutivi¹⁸. 63 società (pari al 31% del totale) hanno un presidente esecutivo; 57 dichiarano che egli ha assunto anche il ruolo di CEO.

Informazioni sulle motivazioni della scelta sono state fornite in 39 casi, pari al 62% delle società che hanno un presidente esecutivo. In ben 33 casi si tratta di *family firms*, e la giustificazione fornita per la scelta fa riferimento al particolare ruolo di tale figura quale fondatore della società, alle competenze o alla lunga esperienza gestionale maturata o comunque all'opportunità di conservare un potere di impulso in capo al presidente. Nei restanti 24 casi (38% del totale) non è fornita *disclosure*. Pare utile che il Comitato CG reiteri il richiamo di attenzione a tale proposito.

2.2.4 Lead Independent Director e riunioni degli indipendenti

Le riunioni periodiche degli amministratori indipendenti si sono svolte quasi sempre (93%) nelle società grandi¹⁹ (dove sono raccomandate) e comunque abbastanza spesso (51%) anche nelle piccole; tale dato è in forte calo (erano il 58% l'anno passato, il 73% nel 2020). Un consistente numero di società piccole ha quindi optato per uno snellimento della governance. Il numero medio di riunioni degli indipendenti nell'anno è pari a 1,6; a livello di singolo emittente, il numero di riunioni degli indipendenti varia da 1 (in 77 emittenti) a 9 riunioni/anno (in due società, peraltro prive di LID).

Le riunioni degli indipendenti sono coordinate dal *Lead Independent Director* (LID) (Racc. 14). Peraltro, il Codice CG ne raccomanda la nomina solo in alcune situazioni²⁰. In molte società la figura di coordinamento non è identificata, con possibili ricadute sull'organizzazione delle riunioni. Il problema assume maggior rilievo tra le società grandi, dove la nomina del LID è raccomandata – di fatto – solo nel 16% dei casi (in tali casi il LID è stato sempre nominato): riunioni degli indipendenti si sono peraltro tenute nel 93% delle società grandi, che hanno ovviato al problema nominando il LID su base volontaria (nel 34% dei casi) o affidando il compito di convocare le riunioni all'indipendente più anziano o da più tempo in carica.

¹⁸ Alcune società dichiarano di essere prive di CEO o di avere più di un CEO.

¹⁹ Si fa qui riferimento alle sole società dove sono presenti almeno 2 indipendenti.

²⁰ 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).

3. Il dialogo con gli azionisti

BOX 2

Il Comitato CG ha invitato le società ad adottare una politica di dialogo con gli azionisti *“che preveda anche la possibilità che questo sia avviato su iniziativa degli investitori”*. L’invito del Comitato è stato raccolto dal 71% degli emittenti. Il dato è in forte crescita (dal 51% dell’anno passato); restano tuttavia notevoli margini di miglioramento.

Il Comitato CG ha invitato le società a *“valutare l’opportunità di fornire informazioni sui temi più rilevanti che sono stati oggetto del dialogo con gli azionisti e sulle eventuali iniziative adottate per tener conto delle indicazioni emerse”*. Tale *disclosure* è fornita solo sporadicamente.

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. Quasi metà delle politiche (48%) contemplano 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. Ciò è più frequente nelle società grandi (59% nel FTSE-Mib), nel settore finanziario (55%) e tra le società *widely held* (69%).

È rarissima la fornitura di informazioni sull’implementazione di tali iniziative.

Il principio IV del Codice CG attribuisce al CdA il compito di promuovere 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 *SHRDD II*, che 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 politica. La disposizione della Direttiva è stata recepita in Italia tramite l’art.124-*quinquies* del TUF.

3.1 Le linee-guida di Assonime e Assogestioni

Assonime e Assogestioni hanno sviluppato proprie linee-guida in materia:

- 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.

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 per organizzare e gestire lo *Shareholder-Director engagement* secondo modalità predefinite e trasparenti.

I due set di principi differiscono per aspetti non trascurabili:

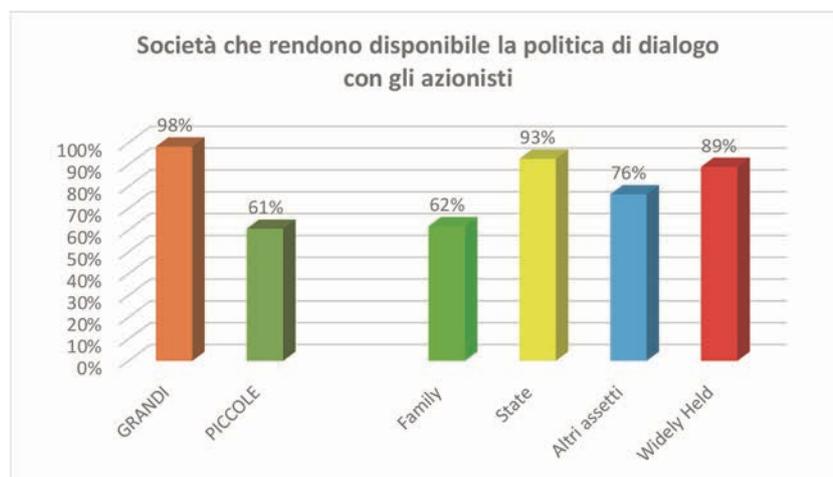
- a) I principi Assonime sono diretti agli emittenti (che restano liberi di accettare o rifiutare l'*engagement*), mentre gli I-SDX sono rivolti sia agli investitori che agli emittenti cui si raccomanda di avviare un proficuo dialogo.
- b) I principi Assonime dettano linee-guida applicabili al dialogo avviato su iniziativa dell'emittente (*investor relations*) o degli azionisti (*engagement* vero e proprio). Gli I-SDX formulano suggerimenti più dettagliati, ad es. proponendo elenchi di tematiche che emittenti e investitori potrebbero considerare nella definizione nelle *policies* e nel 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

Il Comitato CG ha invitato le società ad adottare una politica di dialogo con gli azionisti *“che preveda anche la possibilità che questo sia avviato su iniziativa degli investitori, definendo modalità e procedure graduate, sulla base del principio di proporzionalità, in funzione delle caratteristiche della società in termini di dimensione e di struttura proprietaria”*.

L'invito del Comitato è stato raccolto dal 71% degli emittenti (in netto aumento dal 51% dell'anno passato), che ha adottato e reso disponibile sul proprio sito una politica per il dialogo con gli azionisti. Restano quindi notevoli margini di miglioramento. Una notevole influenza sulle scelte è esercitata dall'identità del primo azionista: una *policy* è adottata dal 93% delle società pubbliche (89 % tra le *widely held*) e solo dal 62% delle *family firms*. L'aumento dell'ultimo anno è dovuto alle società piccole (e alle familiari), in cui l'adozione di una politica di dialogo è passata dal 38% al 61% del totale.

Figura 10



La politica è descritta frequentemente (87%) nella Relazione CG, come raccomandato dal Codice. Essa descrive quasi sempre come si articola il dialogo avviato su iniziativa degli investitori (99%) e/o di altri *stakeholders* rilevanti (95%). Nei casi restanti essa si limita a formulare considerazioni generiche riguardo al dialogo con gli azionisti o a descrivere la normale attività di *investor relations*.

Quasi metà delle società (48%, in lieve aumento dal 42% dell'anno passato) 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 (59% nel FTSE-Mib, 43% tra le Small Cap), nel settore finanziario (55%), nonché tra le società *widely held* (69%) e pubbliche (60%); tra le *family firms* la previsione si ritrova in poco meno di metà dei casi (45%).

Figura 11



Il Comitato CG ha invitato le società anche a “*valutare l’opportunità di fornire informazioni, nella propria relazione sul governo societario, sui temi più rilevanti che sono stati oggetto del dialogo con gli azionisti e sulle eventuali iniziative adottate per tener conto delle indicazioni emerse*”. Tale *disclosure* non è comune: la Relazione si limita a descrivere la politica e solo in casi sporadici riporta informazioni sull’oggetto del dialogo o su eventuali iniziative adottate a seguito di esso. Un ulteriore richiamo di attenzione da parte del Comitato appare, pertanto, opportuno.

4. Indipendenza di consiglieri e sindaci

BOX 3

Non è importante solo il *numero* ma anche la *qualità* degli amministratori indipendenti. L'ultima versione del Codice ha significativamente allentato i criteri di valutazione dell'indipendenza. La maggiore flessibilità ha generato una proliferazione di criteri *tailor-made*, che complica la lettura delle Relazioni. Ciò favorisce uno scollamento progressivo tra i criteri adottati dagli emittenti e quelli seguiti da investitori e *proxy advisors*, che danno una lettura più rigida e standardizzata dei criteri del Codice.

Il numero di consiglieri valutati come indipendenti “a rischio” in quanto non allineati a uno o più parametri del Codice risulta apprezzabile ma non elevato (è compreso tra il 5,3 e il 9,4% del totale, a seconda dei criteri di valutazione adottati). Il numero di soggetti “a rischio” è più elevato tra i sindaci (13% del totale) poiché numerosi sindaci “indipendenti” sono in carica da oltre 9 anni.

Il Comitato CG raccomanda di valutare l'indipendenza in base a parametri quantitativi definiti *ex ante*. La *disclosure* è ancora lontana dal modello proposto: in circa il 40% dei casi i parametri utilizzati non sono definiti *ex ante* o non sono ricostruibili in base alle Relazioni. Ciò vale sia per i “*compensi aggiuntivi*”, sia per le relazioni “*commerciali, finanziarie o professionali*” che possono pregiudicare l'indipendenza.

Una figura di “presidente indipendente” è individuata in 32 società, in ulteriore crescita (+14%) rispetto alle 28 dell'anno passato e alle 17 del 2021. Il nuovo Codice ha scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato rispetto agli altri non esecutivi – 56 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 – 261 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, 29 presidenti indipendenti su 32 sarebbero “a rischio” (per compensi elevati) secondo i vecchi parametri, mentre nessuno lo è 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.

Il Codice CG ha (Racc. 7) allentato i parametri di valutazione²¹ delle remunerazioni che possono compromettere l'indipendenza: anzitutto sotto il profilo quantitativo (l'importo-base di riferimento incorpora i compensi per comitati e quelli – spesso ingenti – per le cariche); in secondo luogo, ha abbandonato un *benchmark* esterno (l'emolumento fisso dei non esecutivi), in favore di uno autoreferenziale (la remunerazione-base del singolo consigliere); infine, ha creato una proliferazione di modelli che rende difficili analisi e confronti.

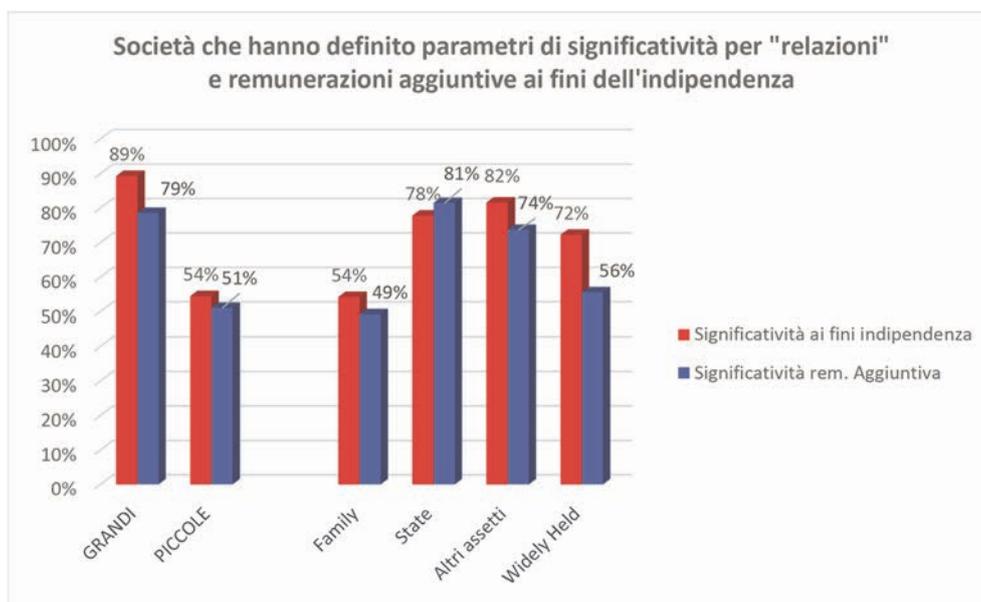
Tale scelta del Codice sta portando un progressivo scollamento nella valutazione dell'indipendenza tra emittenti, da un lato, e *proxy advisors* e investitori, dall'altro, che interpretano in modo più rigido (sostanzialmente senza eccezioni basate su situazioni particolari) e standardizzato i criteri del Codice²².

La *disclosure* dei parametri di valutazione è migliorata ma ancora lontana dal modello proposto: informazione è stata fornita, quanto all'adozione di criteri per valutare le remunerazioni aggiuntive, solo dal 59% degli emittenti (era il 51% l'anno passato, il 18% nel 2021). Numeri simili (64%, contro il 52% dell'anno passato e 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%).

²¹ In particolare: 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) Inoltre, la “*significativa remunerazione aggiuntiva*” che compromette l'indipendenza 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*”.

²² Basti pensare alla *tenure* novennale (generalmente ritenuta un limite oltre il quale si perde sempre l'indipendenza) o ai compensi aggiuntivi (ad es. per il Presidente dell'organo amministrativo), commentato più avanti.

Figura 12



Il Comitato ha invitato le società a valutare l'opportunità di fondare la valutazione dell'indipendenza dei consiglieri su *"parametri quantitativi, anche definiti in termini monetari o in percentuale della remunerazione attribuita per la carica e per la partecipazione a comitati raccomandati dal Codice"*.

Le prassi seguite dagli emittenti sono state analizzate in base ai 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)).

Riguardo alle "relazioni" (lett. c), è sovente possibile trovare soglie numeriche di significatività riguardanti la fornitura di servizi professionali²³ che può pregiudicare l'indipendenza. Ciò accade in 130 casi, pari al 64% del totale.

In 62 casi (su 130, pari al 48% del totale) la soglia è riferita al fatturato dello studio (8% in media), in 32 al reddito del consigliere (14% in media), in 49 casi è identificata in termini di importo (132 mila € in media). Le tipologie indicate non sono mutuamente esclusive: alcuni emittenti combinano più parametri. La variabilità dei parametri tra una società e l'altra è considerevole²⁴.

Anche riguardo alle "remunerazioni aggiuntive" (lett. d) è sovente possibile trovare informazioni sull'utilizzo di parametri numerici, che si riscontra in 119 casi, pari al 59% del totale.

In questo caso l'analisi dei parametri è più complessa perché vanno considerati due aspetti distinti: a) la definizione del "compenso-base" rispetto a cui devono

²³ Spesso differenziate a seconda che i servizi siano forniti dal consigliere o da uno studio associato/società che a lui faccia capo: i dati riportati sono relativi a servizi forniti da studi associati.

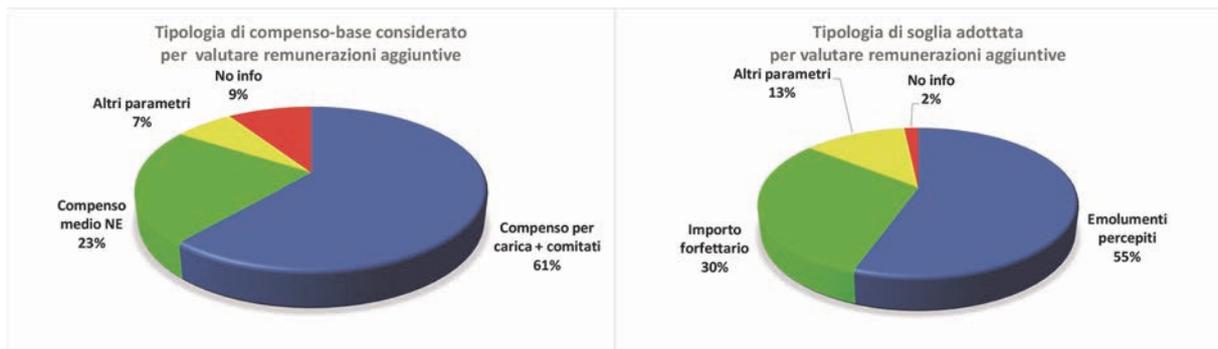
²⁴ La soglia di rilevanza varia da 0 (qualsiasi relazione ulteriore pregiudica l'indipendenza) al 20% del fatturato dello studio, dal 5 al 30% del reddito del consigliere e da 0 (idem) a 500 mila € per gli importi forfettari.

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 (73 casi, pari al 61% del totale, in netto aumento rispetto al 48% dell'anno passato) 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 (27, pari al 23%, dato sostanzialmente stabile) continua tuttavia ad utilizzare il parametro – più stringente – del vecchio Codice (“*l'emolumento “fisso” di amministratore non esecutivo*”); 8 società hanno formulato definizioni alternative. Le restanti società non hanno comunicato i parametri adottati.

Quanto al secondo punto (entità dei compensi aggiuntivi che pregiudica l'indipendenza), in 66 casi (55% del totale) la soglia è definita come % rispetto agli emolumenti già percepiti dal consigliere: in media, essa è fissata al 94% del compenso-base. In altri 36 casi (30% del totale) la soglia è definita in termini di importo assoluto (media pari a 91 mila €, mediana 67 mila €)²⁵. In 15 casi (13% del totale) vengono utilizzati altri parametri. Nei restanti casi il parametro non è comunicato né ricostruibile. Si tratta di dati sostanzialmente uguali a quelli dell'anno passato.

Figura 13



In sintesi, le società fanno sovente ricorso a parametri quantitativi definiti *ex ante* per la valutazione dell'indipendenza degli amministratori, come raccomandato dal Comitato. La *disclosure* è però ampiamente migliorabile, dato che in circa il 40% dei casi i parametri utilizzati non sono definiti *ex ante* o non sono ricostruibili in base alle Relazioni.

Si riscontra, inoltre, un problema ulteriore – già osservato l'anno scorso – consistente nel fatto che il nuovo Codice ha generato una proliferazione dei criteri di valutazione di indipendenza. Ciò complica la lettura delle Relazioni, rende difficile effettuare comparazioni tra emittenti e crea il rischio che investitori e *proxy advisors* adottino propri criteri alternativi per valutare le scelte degli emittenti. Le implicazioni di tale scelta meritano un'ulteriore riflessione da

²⁵ A livello di singolo emittente la soglia di rilevanza varia da 0 (qualunque emolumento aggiuntivo fa perdere l'indipendenza) al 300% dell'emolumento-base e da 10 a 250 mila € per gli importi forfettari.

parte del Comitato per la Corporate Governance: ad esempio, si potrebbero definire 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”

Non tutti gli amministratori qualificati come indipendenti dagli emittenti (977 in tutto) appaiono sempre in linea con le raccomandazioni del Codice. Ogni misurazione in questo campo comporta margini di opinabilità, ancora maggiori dopo l'entrata in vigore del Codice CG.

Come di consueto – si sono indagate le situazioni “a rischio” seguendo due definizioni convenzionali, tra loro alternative, uguali per tutte le società:

- a) parametri Assonime (2021a)²⁶; e
- b) parametri del Codice CG, considerando – in particolare – “a rischio” gli indipendenti che percepiscono compensi aggiuntivi rispetto a quello base per la carica (e per la partecipazione a comitati)²⁷.

Tali definizioni differiscono quasi solo per la soglia dei compensi aggiuntivi che possono pregiudicare l'indipendenza²⁸. Seguendo la prima via (parametri Assonime), risultano “a rischio” 92 indipendenti: si tratta di un numero più alto rispetto sia all'anno passato (83), sia al 2019 (ultimo anno di vigore della precedente edizione del Codice, quando erano 88, su un numero di società)²⁹.

Seguendo la seconda via (parametri del Codice CG), gli indipendenti che hanno percepito compensi aggiuntivi sono 148, peraltro per importi quasi sempre molto piccoli (in media 14 mila €, mediana 6 mila €).

Incrociando i tre criteri (*tenure* > 9 anni, appartenenza al Comitato Esecutivo e considerando solo i compensi aggiuntivi > 50% del compenso-base), i consiglieri “a rischio” secondo il nuovo Codice sono 56.

L'ultima versione del Codice ha significativamente allentato i criteri di valutazione dell'indipendenza. Qualsiasi parametro sia utilizzato, il numero di

²⁶ 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”.

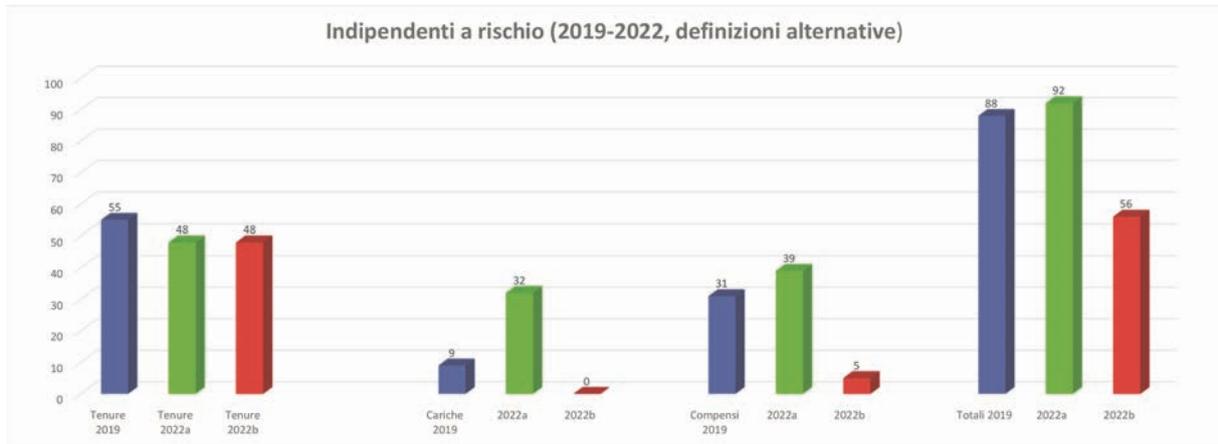
²⁷ La prima definizione corrisponde, di fatto, alla posizione degli emittenti che hanno mantenuto parametri di riferimento in linea con il vecchio Codice di autodisciplina, la seconda alla posizione degli emittenti che hanno sfruttato fino in fondo la flessibilità consentita dal nuovo Codice CG.

²⁸ 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”.

²⁹ I casi di *tenure* > 9 anni sono risaliti (da 40 a 48); si riscontra un lieve aumento dei casi di compensi aggiuntivi elevati (39 casi contro 37) e di “cariche” (32 casi contro 29). Tale dinamica è dovuta all'aumento dei presidenti qualificati come indipendenti (analizzato in seguito).

indipendenti “a rischio” risulta apprezzabile ma non particolarmente elevato (è compreso tra il 5,3 e il 9,4% del totale).

Figura 14



Il Codice CG consente alle società di attribuire la valutazione dell’indipendenza dei sindaci alternativamente al CdA o al Collegio Sindacale. Informazione sul processo di valutazione è fornita da 184 società (pari al 93% delle società con modello di governance “tradizionale”). Il modello dominante (166 casi, pari al 91% del totale) attribuisce la valutazione dell’indipendenza dei sindaci al collegio (in due casi in modo concomitante a CdA e collegio). Solo in 18 casi la valutazione è attribuita al CdA; tale soluzione minoritaria è più frequente nel settore finanziario (dove è seguita nel 25% dei casi).

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 574 su 612 (94% del totale). Peraltro, ben 101 (16,5% 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.

4.2 Il presidente indipendente

La figura del “presidente indipendente” – consentita dal Codice CG – porta con sé vari problemi applicativi, poiché il presidente non è – e non può essere – un indipendente come 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 attribuiscono.

Un presidente indipendente è individuato in 32 società, in ulteriore crescita (+14%) rispetto alle 28 dell’anno passato e alle 17 del 2021. La frequenza è superiore tra le società *widely held* e tra le pubbliche (rispettivamente 44% e

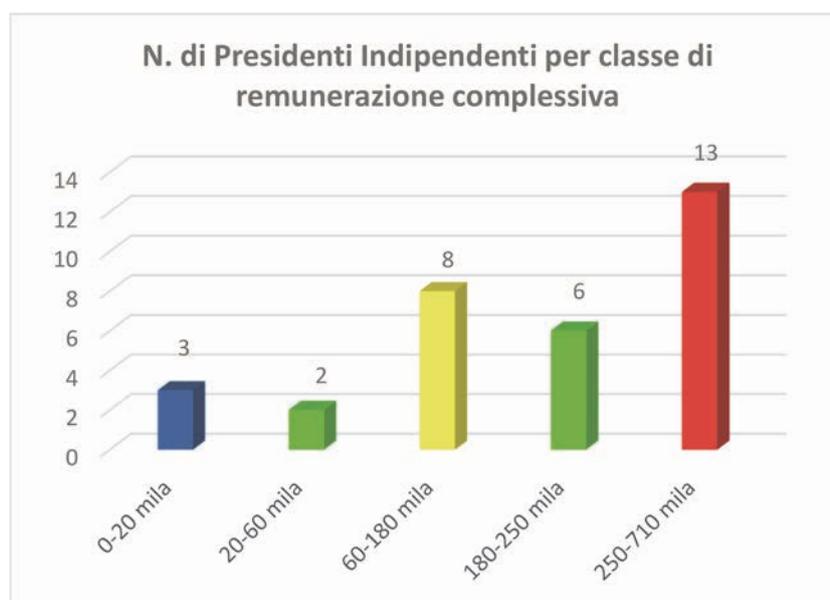
37% del totale). Marginale la presenza di tale figura tra le società familiari (7% dei casi).

L'indipendenza del presidente può essere valutata secondo parametri diversi da quelli adottati in passato (soprattutto per quanto riguarda la sua remunerazione). Il Codice CG 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-base medio dei non esecutivi è 56 mila €, il che lo rende un *benchmark* molto stringente; il compenso fisso medio per la carica (e per i comitati) è invece 261 mila € per i 32 presidenti qualificati come indipendenti, ossia oltre 4 volte e mezza il parametro vecchio.

La remunerazione totale dei presidenti indipendenti è mediamente superiore a tale cifra (è 269 mila €); tale cifra nasconde una forte variabilità (da 10 a oltre 900 mila €). 13 presidenti indipendenti (su 32) ricevono complessivamente più di 250 mila €.

Figura 15



Adottando i parametri Assonime (2021a), la differenza media tra remunerazione complessiva dei presidenti indipendenti e compenso-base dei non esecutivi è pari a 207 mila € (varia tra 6 e 666 mila €) mentre, adottando quelli del nuovo Codice, la differenza rispetto al compenso-base dei presidenti è solo 8 mila € (varia tra 0 e 80 mila €). Di conseguenza, 29 presidenti indipendenti su 32 sarebbero “a rischio” secondo i vecchi parametri, mentre nessuno lo è secondo i nuovi.

Come già osservato in passato, il nuovo *benchmark* per la valutazione dell'indipendenza dei presidenti non è ben tarato. La sua applicazione produce effetti paradossali e corrisponde nei fatti a una licenza di considerare i presidenti sempre indipendenti, a prescindere dal ruolo da essi effettivamente ricoperto. Tale questione merita di essere rivalutata a fondo nella prossima revisione del Codice.

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 92 (o 56, a seconda dei parametri adottati). Si è individuata una spiegazione delle ragioni per cui sono stati considerati indipendenti malgrado il mancato allineamento alla raccomandazione del Codice in 46 casi (in forte aumento dai 29 dell'anno passato). La *disclosure* continua ad essere di minore qualità per gli 81 (o 71, a seconda dei parametri utilizzati) sindaci indipendenti “a rischio”: solo per 20 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* è migliorabile. Ad esempio, prendendo il fattore di rischio più oggettivo (*tenure* > 9 anni), è stata trovata una spiegazione solo per 28 indipendenti “stagionati” su 51 (e per 20 sindaci indipendenti su 74). Dove la situazione “a rischio” ha maggiori margini di opinabilità (come per i compensi aggiuntivi), una spiegazione è fornita solo sporadicamente.

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. La *compliance* in materia mostra luci e ombre. Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza relativamente bassa (71% contro il 94% di CR e CCR); inoltre, esso continua spesso (76%) ad essere accorpati con il CR.

Gli emittenti che hanno costituito il Comitato ne stanno adattando il mandato alle nuove raccomandazioni. Si sta finalmente colmando il *gap* – rilevato gli anni scorsi – in materia di cooptazione degli amministratori: l'86% delle società ha finalmente esteso la competenza del Comitato alla sostituzione di *tutti* gli amministratori (non solo degli *indipendenti*, come nel Codice precedente).

Permane scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpati con il CR. Tale problema si riscontra anche per i Comitati Sostenibilità e OPC, dove accorpati con un comitato più attivo, tipicamente il CCR (ciò accade nel 65% dei casi per i primi e nel 48% dei casi per i secondi).

Il Codice ha scelto di non formulare specifiche raccomandazioni sul Comitato Sostenibilità. Esso è stato istituito in quasi 2/3 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).

Come di consueto si è ritenuto opportuno estendere l'analisi, oltre ai tre Comitati "da Codice" (Nomine, Remunerazioni, Controllo e Rischi) anche ai Comitati Sostenibilità e OPC.

Poche parole bastano per i Comitati Remunerazioni (CR) e Controllo e Rischi (CCR). Essi sono stati istituiti quasi sempre (94%) e la loro composizione è (CR 97%, CCR 98%) allineata a quella raccomandata dal Codice (solo non esecutivi, maggioranza di indipendenti e presidente indipendente). La frequenza delle riunioni è resa nota sempre (CCR) o quasi sempre (CR 96% dei casi). Si tratta di comitati abbastanza attivi (6 riunioni/anno il CR, 8,6 il CCR, per un *time commitment* medio pari rispettivamente a 8 e a 21 ore).

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

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*. 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 Codice CG 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).

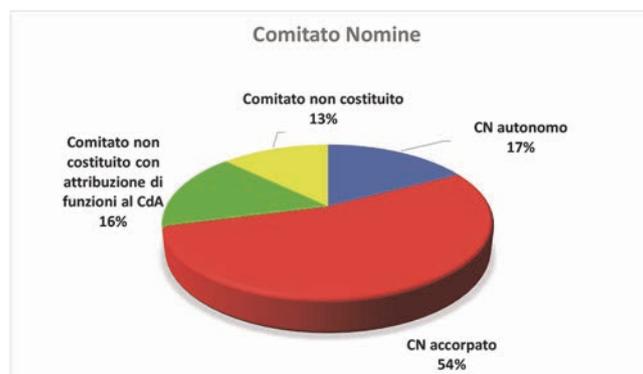
Nelle intenzioni del nuovo Codice, il Comitato Nomine è destinato ad assumere un ruolo centrale, analogo a quello che esso ha nel settore bancario a seguito delle Disposizioni di Vigilanza (Circolare 285) di Banca d'Italia³⁰. Le società si stanno adeguando al nuovo modello, ma la strada da percorrere è ancora lunga.

Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza minore (71% contro il 94% di CR e CCR); inoltre, è spesso accorpato con il CR (76%). Insomma, soltanto 35 società (pari al 17% del totale) hanno 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

³⁰ 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.

casi) rispetto alle piccole concentrate (64%, dove è sovente accorpato con il CR: 85% dei casi).

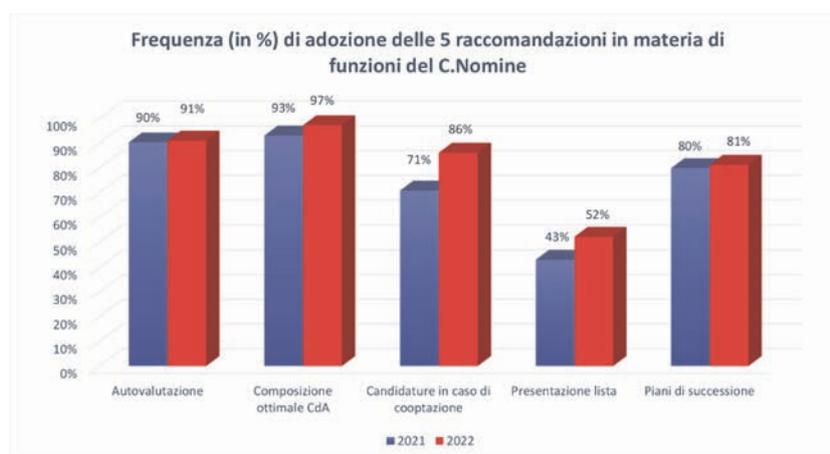
Figura 16



La decisione di non costituire il Comitato (operata dalle restanti 59 società) corrisponde a un'attribuzione delle funzioni al *plenum* del CdA (33 casi) o – nei (26) casi restanti – ad assenza di informazioni, al di là di un generico richiamo alla struttura proprietaria concentrata e all'esistenza di una procedura trasparente di presentazione delle candidature fondata sul voto di lista.

Gli emittenti che hanno costituito il Comitato, invece, ne stanno progressivamente adattando il mandato alle nuove raccomandazioni. L'evoluzione è stata considerevole: l'attribuzione di compiti in materia di definizione della composizione qualitativa ottimale del CdA è prevista quasi sempre (97% delle società che hanno il Comitato), così come l'attribuzione di un ruolo istruttorio in materia di *board evaluation* (91%) e *succession plan* (81%). Si sta finalmente colmando anche il *gap* in materia di cooptazione degli amministratori: l'86% delle società (71% l'anno passato) ha esteso la competenza del Comitato alla sostituzione di *tutti* gli amministratori (non solo degli *indipendenti*).

Figura 17



Un ruolo istruttorio del Comitato nell'eventuale predisposizione della "lista del CdA" è comunicato da 75 società (pari al 51% del totale, in netto aumento rispetto alle 62

dell'anno scorso), quindi anche da emittenti che non hanno previsto in statuto la facoltà per il CdA uscente di presentare una lista³¹.

Nelle 35 società che hanno costituito un Comitato Nomine autonomo, la sua composizione è quasi sempre (94%) allineata alle raccomandazioni del Codice (maggioranza di indipendenti).

La *disclosure* su frequenza delle riunioni e *time commitment* è fornita quasi sempre dalle società che hanno 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*”. 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 ampiamente migliorabile.

I Comitati Nomine sono abbastanza attivi (6,7 riunioni/anno, per un *time commitment* medio di poco più di 7 ore, numeri paragonabili a quelli del CR)³². Peraltro, le situazioni concrete variano secondo il settore (tra le finanziarie la frequenza delle riunioni è tripla (10) rispetto alle non finanziarie (3,3)) e l'assetto proprietario (12,2 riunioni tra le *widely held*, 7 tra le imprese pubbliche, ma solo 4,1 tra le familiari). A livello di singolo emittente, le differenze sono molto forti: in tre società il Comitato non si è mai riunito, mentre in una grande banca esso si è riunito 25 volte in un anno (per un impegno complessivo di 45 ore).

In sintesi, il nuovo Codice ha fissato un *benchmark* alto per il Comitato Nomine; la *compliance* degli emittenti è in miglioramento. Permane peraltro scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpato con altri. A tale proposito pare opportuno un richiamo di attenzione da parte del Comitato per la Corporate Governance.

5.2 Il Comitato Sostenibilità

Il Codice CG (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*”

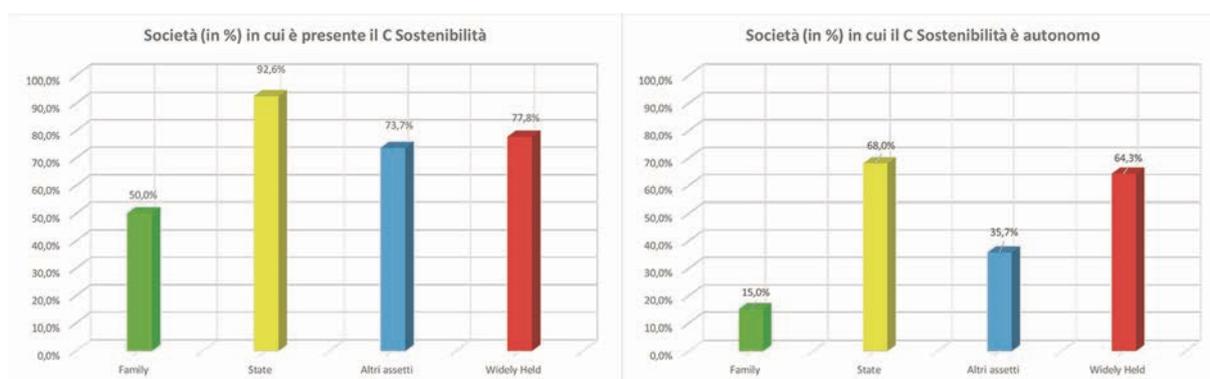
³¹ Questa pare un'ulteriore conferma del progressivo radicamento in Italia della prassi della “lista del CdA”.

³² Le statistiche per il CR simili a quelle del C.Nomine: 6 riunioni/anno (variabili tra 0 e 25) per un *time commitment* di 8,2 ore (variabile tra 20 minuti e 42 ore). Decisamente più elevate, invece, quelle per il CCR: 8,6 riunioni/anno (variabili tra 1 e 40) per un *time commitment* di 21,4 ore (variabile tra 1 e 223 ore).

effettuata con l'eventuale supporto di un comitato". Si sono indagati istituzione e composizione del Comitato, frequenza di riunioni e *time commitment* richiesto³³.

Il Comitato Sostenibilità è stato istituito dal 63% degli emittenti (in aumento dal 54% dell'anno passato e dal 47% del 2021). Esiste una forte variabilità legata a dimensione e assetto proprietario: il Comitato è stato costituito dal 93% delle società grandi e solo dal 51% di quelle piccole (in aumento dal 41% dell'anno scorso). Anche l'identità dell'azionista di riferimento esercita una forte influenza: il Comitato è stato istituito solo dal 50% delle *family firms*, mentre si trova con frequenza elevata (78% e 93% rispettivamente) presso le *widely held* e le società a controllo pubblico.

Figura 18



In 82 casi (65% del totale) il Comitato è accorpato con altri, quasi sempre con il CCR. Pertanto, solo 45 emittenti (35% del totale) hanno istituito un Comitato Sostenibilità autonomo. Dimensione e struttura proprietaria influiscono anche su tale scelta: la costituzione di un Comitato autonomo è rara (23%) tra le società piccole concentrate e maggioritaria (65%) tra le grandi non concentrate. L'istituzione di un Comitato autonomo è molto rara tra le *family firms* (15%, in calo dal 22% dell'anno scorso) ma è maggioritaria tra le *widely held* (64%) e tra le società pubbliche (68%) che – come si vedrà anche in seguito – manifestano un'attenzione particolare ai temi di sostenibilità.

La composizione prevalente del comitato (non esecutivi, in maggioranza (80%) 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.

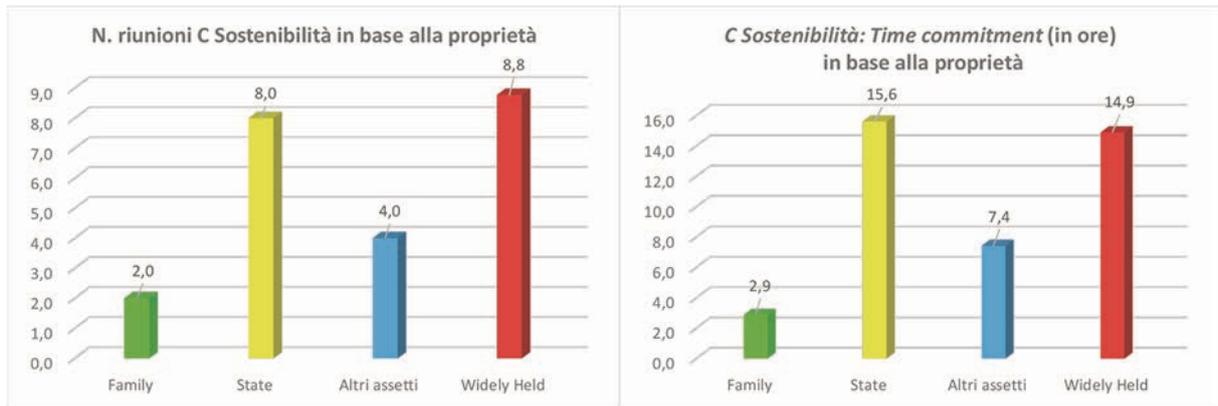
Nelle 45 società dotate di un Comitato Sostenibilità autonomo, si osserva un numero medio di riunioni annue pari a 6,5, per un impegno complessivo pari a oltre 12 ore (il doppio del Comitato Nomine e il 50% in più del Comitato Remunerazioni). Le medie nascondono numeri molto variabili a livello di singolo emittente³⁴. Anche a

³³ L'informazione è peraltro obbligatoria 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*” (tutti, anche quelli non previsti dal Codice).

³⁴ Il numero di riunioni varia tra 1 e 13, per un *time commitment* variabile tra 2 e 34 ore.

livello di *time commitment* si percepisce una diversa attenzione prestata ai temi di sostenibilità: l'impegno medio è pari a 8,7 ore nelle società piccole e sale a quasi 14,5 ore nelle grandi (+67%); analogamente, l'impegno medio è pari a 2,9 ore tra le società familiari, ma sale a 15,6 ore (+438%) nelle pubbliche.

Figura 19



5.3 Il Comitato OPC

Il Comitato OPC è stato istituito quasi sempre (97% dei casi). Solo 7 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.

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. Alcuni 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* (50%) e ampiamente maggioritaria tra le *widely held* (71%).

Figura 20

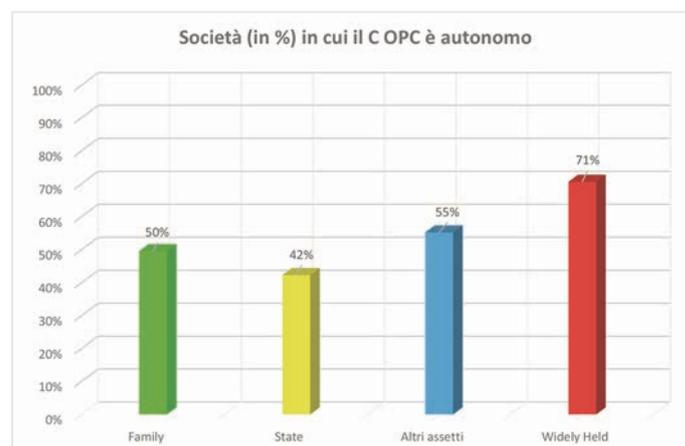
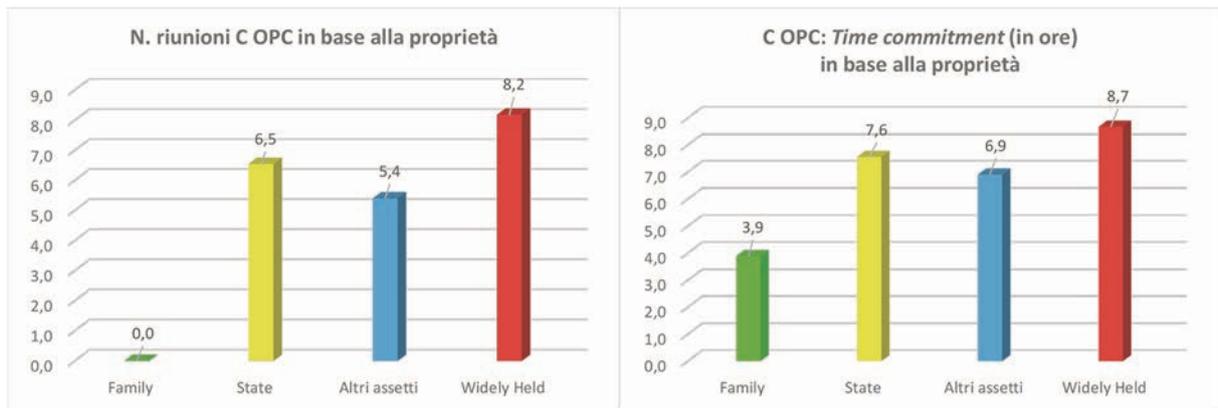


Figura 21



La *disclosure* sulla frequenza delle riunioni è molto diffusa (83%) dove il Comitato è autonomo; rispetto al C.Sostenibilità, la fornitura di informazioni sul *time commitment* è però meno frequente (58%). Come già osservato, dove i comitati sono accorpati, la trasparenza è ampiamente migliorabile.

Nelle società dotate di un Comitato OPC autonomo, esso si è riunito mediamente 4,8 volte in un anno, per un impegno medio pari a 6 ore. A livello di singolo emittente il numero di riunioni annue varia tra 0 e 22, per un impegno variabile tra 0 e 37 ore. L'impegno medio è meno di 4 ore tra le società familiari e più che raddoppia (8 ore e 40 minuti) nelle *widely held*.

In sintesi, la trasparenza riguardo al funzionamento del Comitato OPC mostra ampi margini di miglioramento, soprattutto quando esso è accorpati con il CCR. Dove è fornita informazione, le situazioni sono variegate. In parecchi casi, il Comitato ha dedicato un tempo contenuto allo svolgimento dei propri compiti. Una più frequente descrizione dei compiti effettivamente svolti potrebbe aiutare il mercato a comprenderne il ruolo effettivo.

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. Il Comitato CG ha fatto proprio il suggerimento, formulato nella scorsa edizione del Rapporto Fin-Gov, di inserire nella politica di remunerazione un *executive summary* tabellare, in sostituzione o in aggiunta a lunghe descrizioni che lasciano spesso dubbi sull'effettiva struttura del pacchetto. La divulgazione di un *executive summary* non ha registrato accelerazioni: l'invito del Comitato è stato raccolto da 66 società (erano 63 l'anno passato).

La *policy* ha solitamente durata annuale (solo nel 17% dei casi la durata è triennale). La possibilità di derogare alla *policy* nei casi consentiti dalla normativa è abbastanza frequente ma una deroga è attuata in casi rarissimi. L'adozione di clausole di *claw-back* è in lenta crescita (72%) ma esistono tuttora margini di miglioramento, quanto meno sotto il profilo della motivazione (*comply or explain*).

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 64% degli emittenti.

Il pacchetto medio offerto ai CEO (a *target*) è composto in parti uguali da compensi fissi e variabili (a loro volta scomponibili in 24% MBO – a breve termine – e 26% LTI – a lungo termine). Circa 2/3 delle società hanno inserito obiettivi ESG nei piani di incentivazione; dove adottati, essi valgono poco meno del 20% del variabile a *target*, senza grandi differenze tra MBO e LTI. La struttura dei piani varia invece molto in relazione al settore, alla dimensione e all'azionariato dell'emittente.

Il Comitato CG ha invitato le società che prevedono meccanismi di incentivazione legati a obiettivi di sostenibilità a "fornire una chiara indicazione degli specifici obiettivi di performance da raggiungere". Gli obiettivi più adatti sono verosimilmente *firm-specific* ed è quindi importante che gli emittenti informino gli azionisti delle scelte effettuate. La trasparenza in tale ambito non è, però, ancora soddisfacente: gli obiettivi ESG del piano MBO (LTI) sono stati comunicati dal 56% (58%) delle società, i pesi di ciascun obiettivo solo dal 38% (25%) del totale.

L'obiettivo più frequente è l'attuazione di investimenti "sostenibili" (spesso indicati in un piano strategico integrato), sia per i piani MBO (68% dei casi) che per quelli LTI (61%), con un peso medio sul totale del pacchetto intorno al 13/14%. Gli altri obiettivi sono piuttosto variegati e sovente diversi tra MBO e LTI.

Il recepimento della Direttiva *SHRDII* ha portato numerose novità in materia:

- 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: è 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*”.

La durata media della *policy* è a pari a 1,3 anni. Ciò significa, in pratica, che 5 società su 6 (83% del totale) adottano una *policy* annuale, mentre l’ultima (17% del totale) adotta una politica triennale.

In 51 casi (pari al 25% del totale) le società comunicano che essa è stata predisposta con il supporto di uno o più consulenti. Il nome del consulente è comunicato quasi sempre (in 47 casi). Si tratta di un mercato molto concentrato: due soli consulenti totalizzano il 55% dei mandati, altri quattro sommano un altro 20%; tutti gli altri hanno un mandato ciascuno.

6.1.1 La presenza di un executive summary

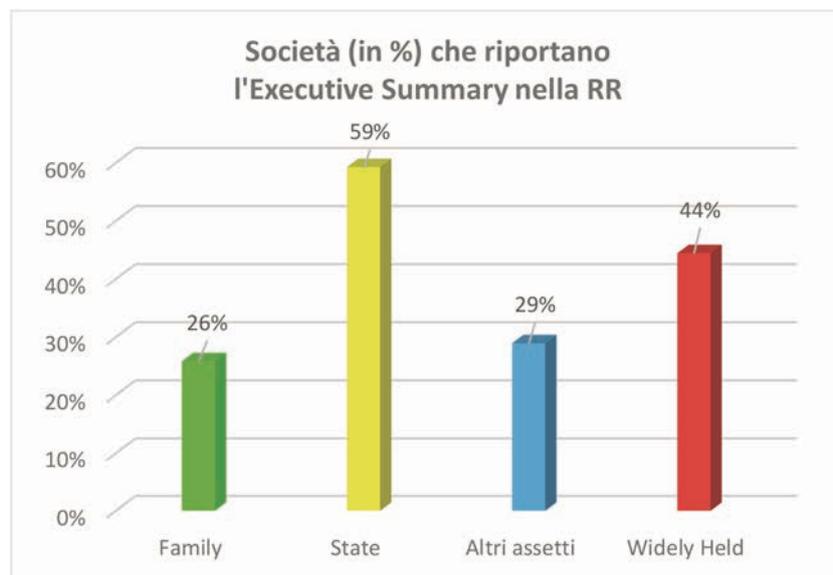
La presenza di un *executive summary* che ricapitola gli aspetti salienti della governance del processo e del pacchetto attribuito al CEO e ad altri soggetti consente agli investitori di trovare facilmente le informazioni fondamentali per valutare la *policy*, che altrimenti sarebbero sparse lungo tutta la Relazione.

Il Comitato CG ha fatto proprio il suggerimento, formulato nella scorsa edizione del Rapporto Fin-Gov, di favorire la diffusione di tale *best practice*; ha pertanto invitato le società a inserire nella politica di remunerazione “*un executive summary, in forma tabellare, da cui risulti la composizione del pacchetto retributivo, con indicazione delle caratteristiche e del peso delle componenti fisse, variabili di breve e variabili di lungo*”.

termine rispetto alla remunerazione complessiva, almeno con riferimento al raggiungimento dell'obiettivo target delle componenti variabili”.

La diffusione di un *executive summary* non ha peraltro registrato accelerazioni: l'invito del Comitato è stato raccolto da 66 società (erano 63 l'anno passato, 55 nel 2021), soprattutto grandi e non concentrate (dove sono il 76% del totale, contro il 19% nelle piccole). Tale prassi è abbastanza diffusa tra le società pubbliche (59%) e tra le *widely held* (44%), molto meno (26%) tra le *family firms*.

Figura 22



Pare opportuno che il Comitato per la Corporate Governance rinnovi l'invito a preparare l'*executive summary*; potrebbe anche valutare l'opportunità di includere un'apposita raccomandazione nella prossima revisione del Codice.

6.1.2 Le deroghe 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 l'applicazione delle procedure OPC).

La facoltà di derogare alla *policy* approvata dall'assemblea è prevista nella grande maggioranza dei casi. Essa segue sovente il *wording* del TUF. L'effettiva applicazione di deroghe sta diventando sempre più rara: nell'ultimo anno solo 10 società hanno comunicato di avere derogato alla politica (5% delle società del campione, in diminuzione rispetto al 10% dell'anno passato e al 14% del 2021). Ciò può essere dovuto sia a una maggiore familiarità delle società con la normativa (che le induce a

disegnare *policy* meglio calibrate e più flessibili), sia a una progressiva normalizzazione dello scenario di mercato dopo l'uscita dal Covid.

6.1.3 Le clausole di claw-back

Il Codice CG raccomanda che la politica di remunerazione definisca clausole di *claw-back*, che consentano alla società di chiedere la restituzione di componenti variabili versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati in seguito rivelatisi manifestamente errati. La comunicazione dell'esistenza di tali clausole è in lento miglioramento (72% del totale; erano il 69% l'anno passato, il 61% nel 2021). La frequenza è molto maggiore tra le società grandi (98%), le società finanziarie (92%), le società pubbliche (96%) e le *widely held* (94%). La durata media di validità della clausola è 3,8 anni (è più alta tra le società grandi non concentrate (5 anni) e tra le società pubbliche (4,7 anni).

Potrebbe essere utile un richiamo del Comitato CG che ricordi la necessità di motivare esplicitamente la mancata adozione di clausole di *claw-back*.

6.1.4 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).

La remunerazione variabile può essere di breve (*Management By Objectives* o MBO) o di medio-lungo termine (*Long Term Incentive* o LTI). Il Comitato ha invitato le società a prevedere nelle politiche per la remunerazione “una componente variabile avente un orizzonte pluriennale, in coerenza con gli obiettivi strategici della società e con il perseguimento del successo sostenibile”.

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 23% dei casi – il CEO riceve esclusivamente una remunerazione fissa: tale situazione si riscontra più spesso (27%) 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%).

Un piano MBO è previsto quasi sempre (95%); un LTI è individuato con frequenza elevata, ma tuttavia minore (81%) rispetto all'MBO. Insomma, 4 società su 5 sono allineate all'invito del Comitato di prevedere un variabile con orizzonte pluriennale. Nei 30 emittenti in cui è presente un MBO ma non un LTI (erano 41 l'anno passato), è raramente fornita spiegazione (essa sarebbe tuttavia richiesta ai sensi del Codice). L'applicazione del Codice è chiaramente migliorabile sotto il profilo dell'*explain*.

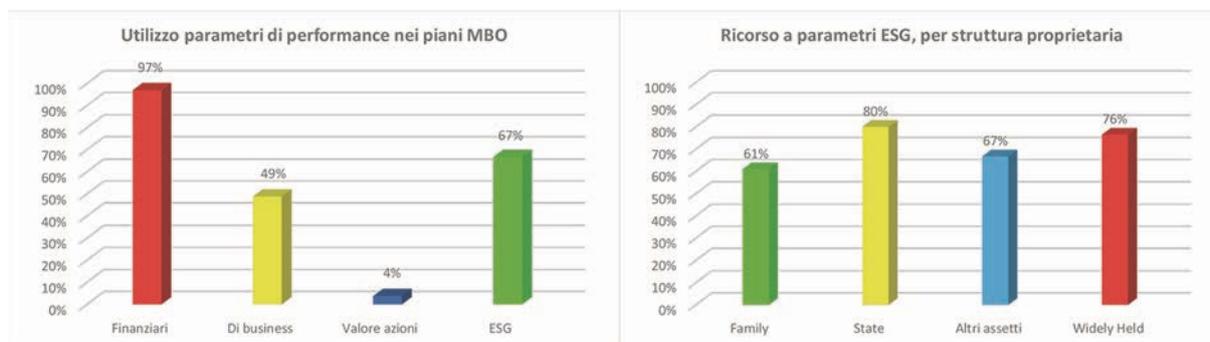
6.1.4.1 I piani MBO

I piani MBO sono quasi sempre (97%) piani monetari, che legano l'erogazione dei compensi al raggiungimento di obiettivi di budget. Una minoranza (17%) di emittenti, tra cui poco meno della metà delle società grandi non concentrate (48%), 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 (grandezze contabili o di budget); b) di business (es. quote di mercato, sviluppo nuovi prodotti, 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 e in crescita è la trasparenza riguardo alla tipologia degli obiettivi e al peso assunto da ciascuna categoria (83% dei casi; era il 78% l'anno passato). Parametri economico-finanziari sono utilizzati quasi sempre (97%); frequente è anche il ricorso a obiettivi di business (49%) o a parametri ESG (67%, in forte crescita nel tempo: era il 56% l'anno scorso, il 42% nel 2021). Raro è il legame diretto con obiettivi azionari (4%), utilizzati invece con frequenza nei piani LTI. L'utilizzo di parametri diversi da quelli economico-finanziari dipende soprattutto dalla struttura proprietaria: parametri ESG sono usati più spesso dalle società pubbliche (80%) e *widely held* (77%) e meno da quelle familiari (60%, peraltro in crescita dal 45% dell'anno passato).

Figura 23



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 (67%) per lasciare spazio ad altri parametri di performance (obiettivi di business e ESG).

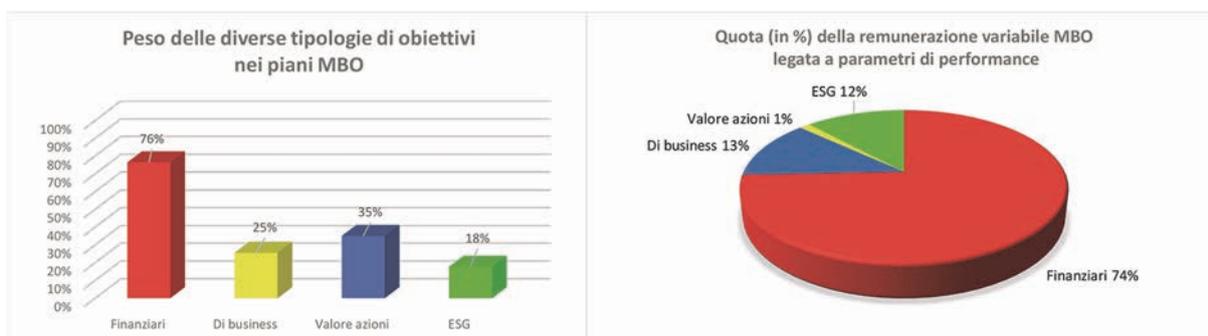
Come di consueto, per analizzare la struttura dei pacchetti, il peso medio delle singole componenti è stato calcolato in due modi tra loro complementari: a) come peso % sul totale della remunerazione MBO a *target* nelle sole società che prevedono quella particolare componente (es. quella legata a obiettivi 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 sistema³⁵.

La prima statistica mostra che gli emittenti attribuiscono un peso elevato negli MBO agli obiettivi economico-finanziari (76%) però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 35% per gli obiettivi azionari nelle (pochissime) società che ne fanno uso; 25% per gli obiettivi di business; 18% per gli obiettivi ESG. I pesi sono sostanzialmente stabili nel tempo (fa eccezione il peso degli obiettivi azionari, in calo negli MBO).

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 13%; ESG 12%; azionari 1%); da segnalare, tuttavia, l'importante incremento marginale del peso degli obiettivi ESG (+18% nell'ultimo anno).

Figura 24



Il Comitato CG ha invitato le società che prevedono meccanismi di incentivazione del CEO e di altri amministratori esecutivi legati a obiettivi di sostenibilità a “*fornire una chiara indicazione degli specifici obiettivi di performance da raggiungere*”. La trasparenza qui è inferiore: su 108 società che hanno adottato parametri ESG, 90 (83% del totale) comunicano il loro peso complessivo all'interno del piano MBO, ma solo 60 (56% del totale) hanno raccolto l'invito del Comitato CG a comunicare gli specifici obiettivi ESG dati al management. La trasparenza è quindi suscettibile di miglioramento.

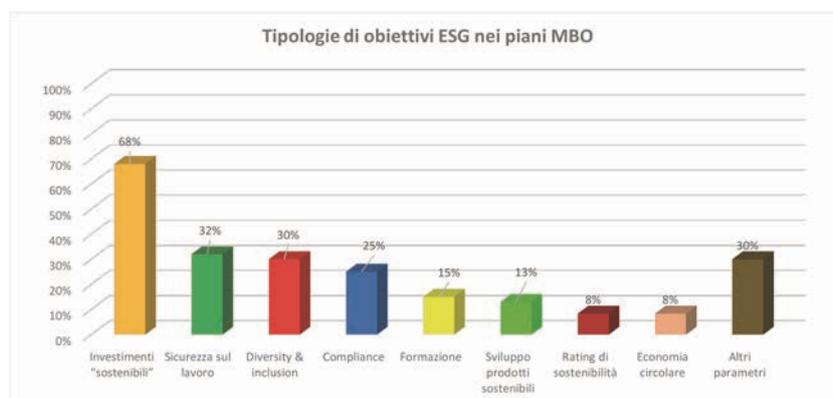
Una classificazione degli obiettivi ESG adottati appare non semplice, anche perché sovente si tratta di *target* complessi³⁶. Una prima analisi, riportata di seguito, è fondata sulle seguenti macro-categorie di obiettivi:

³⁵ Può essere utile un esempio: obiettivi ESG sono utilizzati dal 67% delle società, dove hanno un peso pari al 18%. Il prodotto di tali percentuali genera l'11,7% osservabile a livello di sistema. I pesi a livello di sistema sommano 100%, quelli nelle società che utilizzano una certa categoria di obiettivi invece no, perché i campioni di riferimento cambiano per ogni categoria.

³⁶ Un esempio può essere utile: una società ha identificato come obiettivo l'ottenimento della “Certificazione ISO 45001 fondata sulla gestione della salute e della sicurezza sul lavoro”. Sorge il dubbio se classificare l'obiettivo come *compliance* (con i requisiti per la certificazione) o come obiettivo di “sicurezza”, che verosimilmente richiede (o ha richiesto) investimenti specifici. Si è preferita la prima soluzione perché la società ha posto l'accento più sulla certificazione che sugli investimenti

- a) *Diversity and inclusion*, sovente declinata in termini di rappresentanza in termini di *gender* (o talvolta di *pay gap*);
- b) Sviluppo di prodotti sostenibili (sovente collegati alla transizione energetica). Può trattarsi di prodotti “fisici” (in cui sono incorporati uno o più materiali “sostenibili”) o di prodotti finanziari che prevedono l’investimento della raccolta in attività sostenibili;
- c) Attuazione di investimenti sostenibili e/o implementazione del piano strategico con riferimento all’esecuzione di investimenti in tale ambito;
- d) Economia circolare (riduzione, riutilizzo o riciclo degli scarti di produzione o dei rifiuti, soprattutto nel caso di *utilities*);
- e) Sicurezza sul lavoro;
- f) Raggiungimento o mantenimento di determinati rating di sostenibilità;
- g) *Compliance* (redazione/aggiornamento documenti) e ottenimento di certificazioni;
- h) Formazione del personale (o di altri *stakeholders*: clienti, fornitori, “giovani”, ecc.);
- i) Gestione dei rischi di sostenibilità;
- j) Clima aziendale;
- k) *Customer satisfaction* (a rigore, un obiettivo di business, più che di sostenibilità vero e proprio).

Figura 25



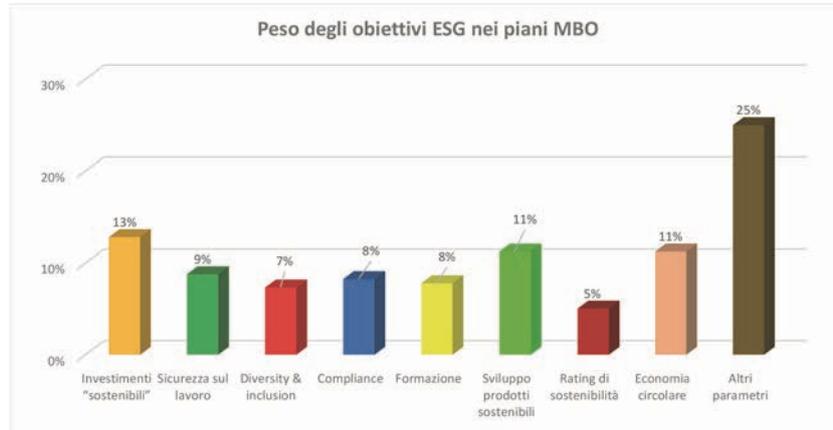
La classe di obiettivi ESG di gran lunga più frequente (41 casi, pari al 68% delle società che danno *disclosure* sui singoli *target*) è legata all’implementazione di progetti di investimento “sostenibili” – sovente previsti nel piano strategico e talvolta legati al conseguimento di specifici KPI. Tali obiettivi sono identificati quasi sempre (82% del totale) dagli emittenti appartenenti a settori intrinsecamente ad alto impatto ambientale (auto e componentistica, chimica, costruzioni, energia, *utilities*).

Abbastanza frequente è pure la fissazione di: a) obiettivi legati a progetti (o al raggiungimento/mantenimento di KPI) in materia di sicurezza sul lavoro (32% del totale); b) obiettivi in ambito *diversity & inclusion* (sovente declinati in ambito di *gender equality*) (30%) e c) obiettivi definiti in termini di *compliance* (redazione o aggiornamento di *policy* o altri documenti – es. DNF – conseguimento di

(come invece hanno fatto altre società che hanno identificato come obiettivo il completamento di “progetti legati specificamente (...) alla sicurezza”).

certificazioni, ecc.). Seguono gli obiettivi legati alla formazione (15%) o allo sviluppo di prodotti sostenibili (13%, che salgono al 25% nel settore finanziario³⁷).

Figura 26



La trasparenza è ancora inferiore se si guarda al peso individuale di ciascun obiettivo ESG: informazioni sono state fornite solo da 32 società (pari al 29% di quelle che hanno fissato obiettivi ESG). Le singole classi di obiettivi hanno un peso medio compreso tra il 5% (conseguimento/mantenimento di rating di sostenibilità³⁸) e il 13% (investimenti sostenibili/attuazione piano strategico) del valore dell'MBO a *target*³⁹.

È assai difficile esprimere un giudizio sul cocktail di obiettivi ESG/pesi adottati nei piani MBO. Molte scelte appaiono del tutto ragionevoli: tra queste, il frequente ricorso a obiettivi *hard*, legati all'esecuzione degli investimenti in ambito sostenibilità compresi nel piano strategico, alla riduzione di consumi ed emissioni di gas-serra o di formazione e sicurezza sul lavoro. Altre scelte appaiono potenzialmente problematiche: l'esempio emblematico (anche se non l'unico) è il ricorso ad obiettivi definiti in termini di rating di sostenibilità (per i cui limiti si rinvia al paragrafo 7.6.).

L'utilizzo di tali rating nei piani di incentivazione è criticato da investitori istituzionali e *proxy advisors*, che non vedono di buon occhio il fatto che il CdA (e il Comitato Remunerazioni) rinuncino a individuare in via diretta obiettivi fondati sulla loro conoscenza dell'azienda, per appoggiarsi su rating attribuiti da osservatori *esterni*, fondati per definizione su informazioni di seconda mano.

³⁷ Si tratta, in tali casi, di prodotti finanziari, destinati al collocamento presso la clientela. Gli "altri parametri" che compaiono in Figura 25 indicano la frequenza con cui le società che adottano piani MBO *ESG-Based* fanno ricorso (anche) a parametri diversi da quelli riportati nelle barre a sinistra.

³⁸ Stesso peso medio anche per gli obiettivi di *customer satisfaction* che però, a rigore, sono obiettivi di business, più che di sostenibilità.

³⁹ Gli "altri parametri" che compaiono in Figura 26 indicano il peso medio (nelle società che adottano piani MBO *ESG-Based*) assunto da parametri diversi da quelli riportati nelle barre a sinistra. Il totale dei valori non somma 100% perché i valori riportati sono medie riferite ciascuna al campione delle società che adotta i singoli parametri (quindi i campioni di riferimento variano da una barra all'altra).

Il tema è complesso: la misurazione del raggiungimento di obiettivi interni richiede sovente un sistema di controllo di gestione disegnato *ad hoc*, che non è scontato esista (ancora) per le tematiche ESG. Inoltre, il ricorso a numeri di fonte esterna permette, almeno nel breve periodo, di ridurre i rischi legali connessi all'utilizzo di parametri interni di qualità non certificata.

Insomma, il processo di definizione (e comunicazione) dei parametri ESG nell'ambito dei piani di incentivazione non pare ancora maturo. La scelta dei parametri più opportuni dipende sovente da fattori specifici della singola impresa, che il CdA è nella posizione migliore per valutare. È opportuno che gli amministratori rendano conto agli azionisti delle scelte effettuate, e che gli investitori possano – se ritengono – avviare un *engagement* su tali temi. Il motore di tale meccanismo è la fornitura di un'ampia *disclosure* in materia. La trasparenza in materia di parametri ESG (e relativi pesi) è però ampiamente migliorabile.

Appare quindi opportuno che il Comitato reiteri con forza l'invito a una maggior trasparenza in materia e che, anzi, incorpori tale raccomandazione nel Codice alla prima occasione utile.

6.1.4.2 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*)⁴⁰.

Gli LTI comprendono piani monetari (*cash-based*) nel 46% degli emittenti; nel 54% dei casi è previsto un piano di *stock grant/performance shares*; nel 16% un piano di *stock options*; nel 5% uno o più piani *phantom*⁴¹. Le opzioni, un tempo prevalenti, sono oggi assai meno popolari delle *stock grant*.

I piani LTI possono essere ad assegnazione unica (62% dei casi) o *rolling* (38%), cioè con assegnazioni ripetute ogni anno nel periodo di riferimento⁴². L'assegnazione unica concentra, normalmente, i pagamenti in un'unica soluzione a fine piano, laddove quella *rolling* dà luogo ad assegnazioni e pagamenti ripetuti, tendenzialmente più stabili nel tempo.

Il tipo di piano adottato è fortemente legato alla dimensione aziendale: in particolare, le FTSE Mib adottano in prevalenza (60% circa) piani *rolling*; al

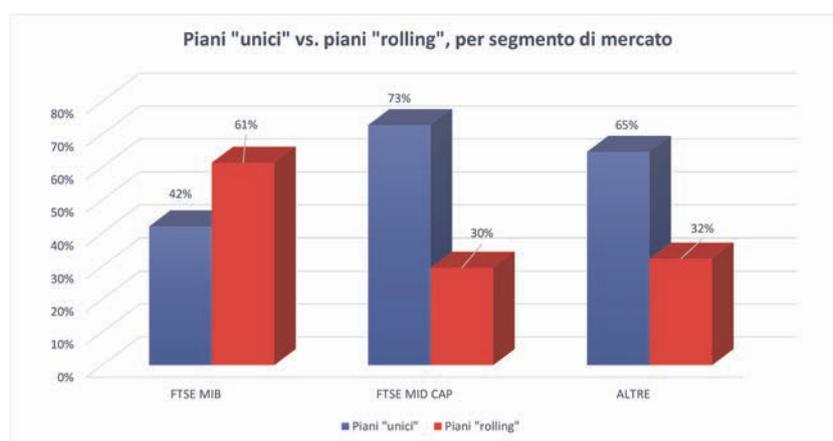
⁴⁰ Talvolta i piani non prevedono l'assegnazione di azioni od opzioni vere e proprie ma solo l'erogazione di un compenso parametrato al loro valore. Si parla allora di piani c.d. *phantom*.

⁴¹ Le percentuali non sommano 100% perché possono essere previsti contemporaneamente due o più piani di tipo diverso.

⁴² 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.

contrario, le società medio-piccole preferiscono di gran lunga (70% dei casi circa) piani unici, tipicamente legati alla durata (triennale) del piano industriale. Tale differenza è verosimilmente legata alla pressione esercitata dai *proxy advisors* nelle società maggiori. Tali soggetti, infatti, tendono a suggerire agli investitori di votare contro la *policy* di remunerazione (e/o la relazione sui compensi corrisposti) in caso di compensi fuori linea rispetto ai *peers*. Siccome il rischio di avere compensi elevati è maggiore, a parità di condizioni, in caso di piani unici (con pagamenti concentrati in un unico anno), appare ragionevole che le società più grandi, sottoposte a maggiore scrutinio da parte dei *proxy advisors*, adottino con maggiore frequenza piani *rolling*.

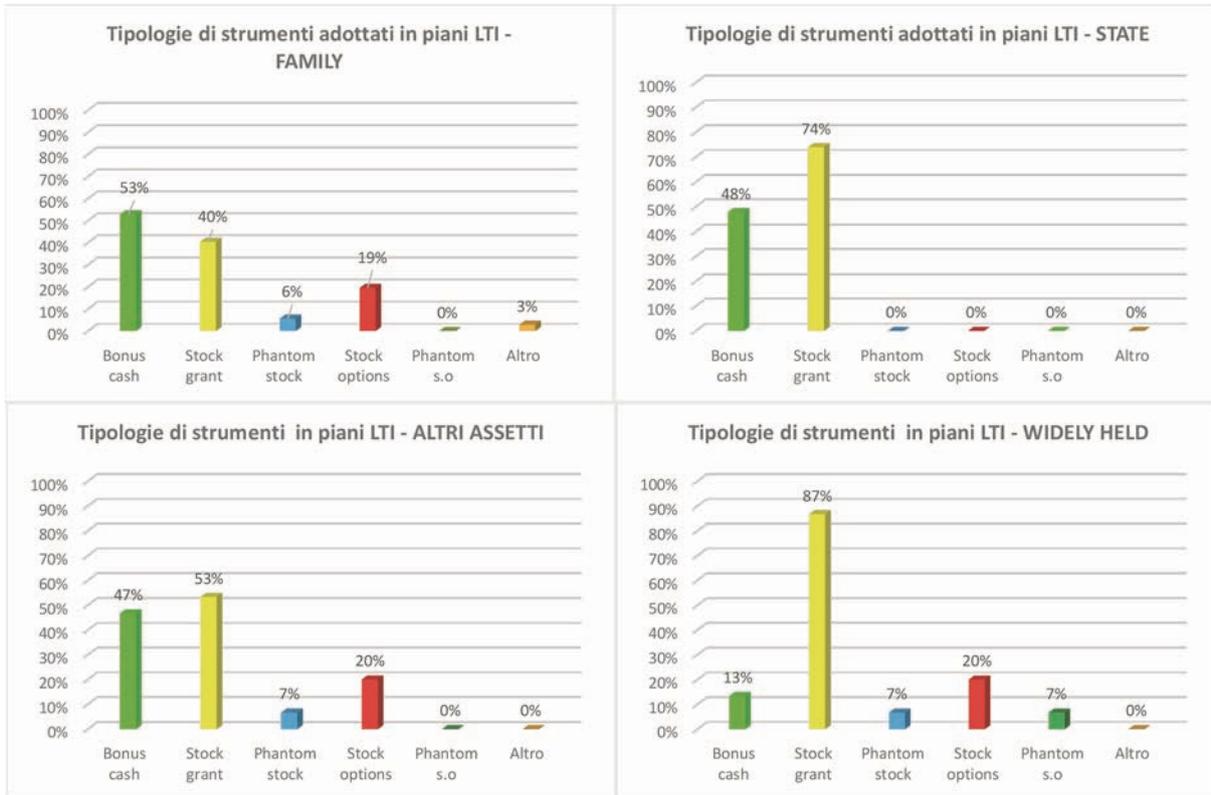
Figura 27



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* (79%) e raramente piani monetari (21%); le piccole concentrate preferiscono i piani monetari (62%) alle *stock grant* (37%); i piani di *stock option* sono poco frequenti (intorno al 18%) in ambedue i gruppi⁴³. Differenze rilevanti si riscontrano anche tra *family firms* (il 53% adotta piani monetari, il 40% *stock grant*) e *widely held* (il 13% adotta piani monetari, l'87% *stock grant*). Anche le società a controllo pubblico preferiscono le *stock grant* (74%, contro il 48% che adotta piani monetari).

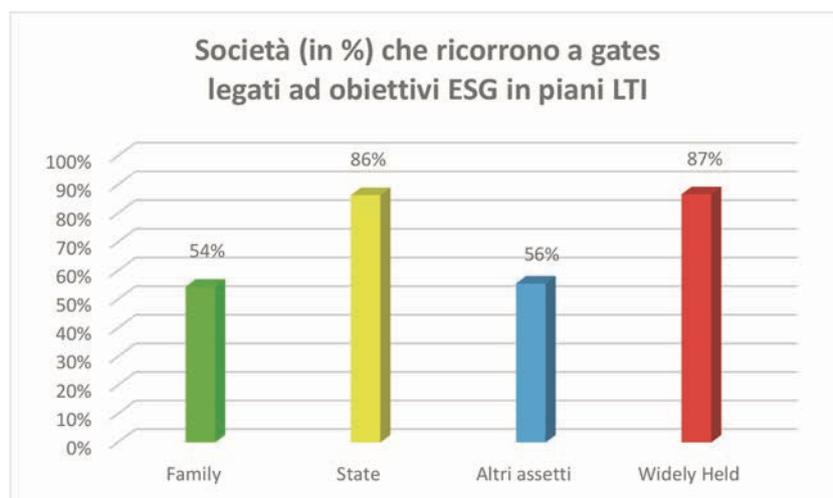
⁴³ Piani *rolling* e piani unici non sommano 100% perché alcune società hanno adottato contemporaneamente un piano unico e un piano *rolling*.

Figura 28



Quasi tutti (94%) i piani LTI prevedono la presenza di uno o più *entry gates*: essi includono quasi sempre (92%) soglie collegate a obiettivi economico-finanziari; con una discreta frequenza sono previsti anche *gates* legati alla performance azionaria (45%) e/o a parametri ESG (64%, in forte aumento dal 57% dell'anno passato e dal 38% del 2021). Il ricorso a parametri ESG è meno frequente, ma comunque in crescita, tra le società familiari (54%, era il 47% l'anno scorso, il 27% nel 2021) e nettamente più elevato tra le società pubbliche (86%) e tra le *widely held* (87%).

Figura 29



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).

Anche i piani LTI sono tra loro eterogenei. Pertanto, come per gli MBO, il peso medio delle singole componenti è stato calcolato nei due modi 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 (68%) però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 38% per gli obiettivi azionari nelle non poche società che ne fanno uso; 32% per gli obiettivi di business; 19% per le numerose società 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 (62%) a parametri economico-finanziari; le altre componenti assumono, invece, pesi inferiori (obiettivi di business 6%; azionari 17%; ESG 12%). Le differenze tra MBO e LTI sono indotte da una diversa frequenza di adozione dei singoli parametri.

Come per l'MBO, l'invito a comunicare gli specifici obiettivi ESG dati al management è stato raccolto in poco più di metà (58%) dei casi; si tratta di 49 società su 84 che hanno adottato parametri ESG nell'ambito dei piani LTI.

Anche nel caso degli LTI si tratta di obiettivi variegati, qui classificati secondo la stessa griglia utilizzata per i piani MBO.

Figura 30

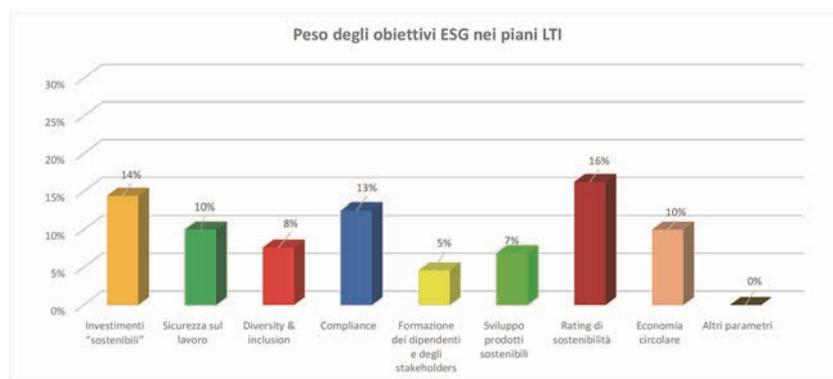


Come per gli MBO, la classe di obiettivi ESG di gran lunga più frequente (30 casi, pari al 61% delle società che danno *disclosure* sui *target*) è legata all'implementazione di progetti di investimento "sostenibili" – previsti nel piano strategico e/o legati al conseguimento di specifici KPI. Anche per gli LTI, obiettivi in tale ambito sono identificati quasi sempre (87% del totale) dagli emittenti appartenenti a settori intrinsecamente ad alto impatto ambientale (auto e componentistica, chimica, costruzioni, energia, *utilities*).

Abbastanza frequente è pure la fissazione di obiettivi: a) nell'ambito *diversity & inclusion* (normalmente declinati in ambito di *gender equality*) (43%); b) legati al

conseguimento o mantenimento di rating di sostenibilità (24%); e c) legati allo sviluppo di prodotti sostenibili (20%, che salgono al 33% nel settore finanziario). Segue l'identificazione di obiettivi legati alla formazione dei dipendenti o talvolta di altri *stakeholders* (clienti, fornitori, "giovani", ecc: 18% in totale). Più rara è la definizione di obiettivi in termini di economia circolare (diffusa soprattutto tra le *utilities*), di *compliance*/certificazione (5 casi) e di sicurezza sul lavoro (4 casi). Si riscontra, come prevedibile, una differenziazione piuttosto marcata tra obiettivi di breve e di lungo termine.

Figura 31



La trasparenza è ancora inferiore se si guarda al peso dei singoli obiettivi sul totale del piano LTI: solo 21 emittenti (un quarto di quelli che hanno definito obiettivi ESG) rendono noto anche il peso dei singoli obiettivi sul totale del piano. Le singole classi di obiettivi hanno un peso medio sul totale del piano compreso tra il 5% (formazione) e il 16% per il conseguimento/mantenimento di rating di sostenibilità (seguito da investimenti sostenibili/attuazione piano strategico con il 14%).

Valgono anche per i piani LTI le considerazioni fatte in precedenza. La trasparenza in materia di parametri ESG (e relativi pesi) è ampiamente migliorabile. Appare opportuno che il Comitato reiteri l'invito a una maggior *disclosure* e che, anzi, incorpori tale raccomandazione nel Codice alla prima occasione utile.

6.1.5 Il pay mix

6.1.5.1 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 richiesto; 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*)⁴⁴. 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* (11%) o, viceversa, a *target* ma non a *cap* (4%). Informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* a *target* e a *cap* sono ricavabili dalle Relazioni di 130 società (64% del totale, in aumento dal 59% dell’anno passato).

6.1.5.2 La composizione del pacchetto del CEO

Tra le 130 società che forniscono nelle RR⁴⁵ informazioni “complete” (sia a *target* che a *cap*), 28 (14% del totale) hanno attribuito al CEO esclusivamente una remunerazione fissa. Gli altri 102 emittenti (50% del totale, in aumento dal 43% dell’anno passato) hanno previsto una remunerazione sia fissa che variabile e forniscono informazioni sufficienti a ricavare il *pay mix* sia a *target* che a *cap*. Limitatamente a tali 102 società è possibile analizzare la *pay opportunity* offerta al CEO:

- a) in ipotesi gestionali standardizzate;
- b) sulla base di informazioni fornite dalla società stessa⁴⁶.

⁴⁴ 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.

⁴⁵ L’analisi è fondata sulle informazioni fornite nelle RR. Informazioni ulteriori sono 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 la completezza dell’informazione *tout court*, ma la sua semplicità di reperimento.

⁴⁶ Ciò presenta due importanti vantaggi rispetto alle quantificazioni *ex post* in 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



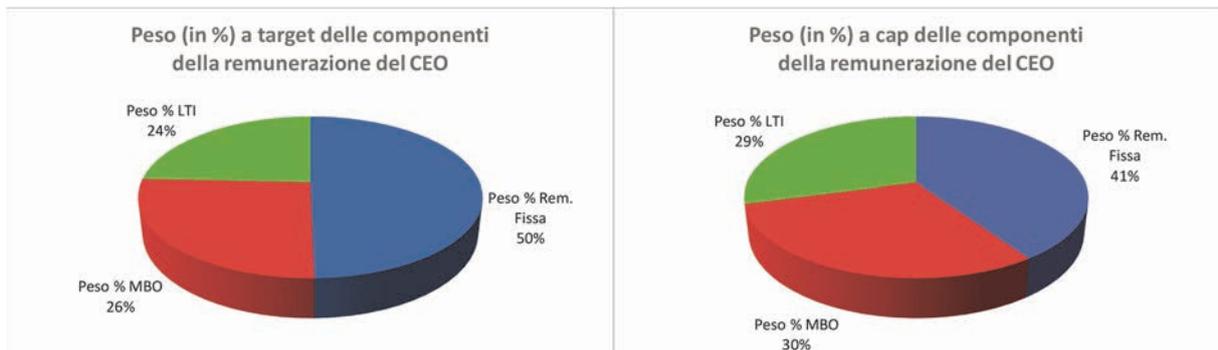
La *disclosure* sul *pay mix* è molto migliore nelle società grandi non concentrate (76%, contro 42% nelle piccole) e nelle società pubbliche (78%, contro 43% nelle *family* e 61% nelle *widely held*). La trasparenza è in forte aumento tra le società pubbliche e le *widely held* (dove nel 2021 erano state comunicate informazioni, rispettivamente, nel 62% e nel 41% dei casi), mentre è stabile altrove (intorno al 40% tra le familiari, al 50% nelle società con altri assetti azionari).

Continua a sorprendere l'assenza di effetti settoriali: informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* per il CEO sono state fornite dal 51% delle società finanziarie, soggette ai pesanti vincoli imposti dalla vigilanza (un dato assai simile alle non finanziarie). Peraltro, come già osservato in 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, però, non consentono 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 840 mila €; ad esso si aggiungono un MBO e un LTI che valgono – a *target* – rispettivamente 598 e 626 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 50% fisso e 50% variabile (di cui 26% per MBO e 24% per LTI).

Se la performance arriva al livello *cap*, la remunerazione variabile cambia in misura significativa: la parte MBO raggiunge, in media, 999 mila € (+67%) mentre la parte LTI raggiunge i 1.076 mila € (+73%).

Figura 33

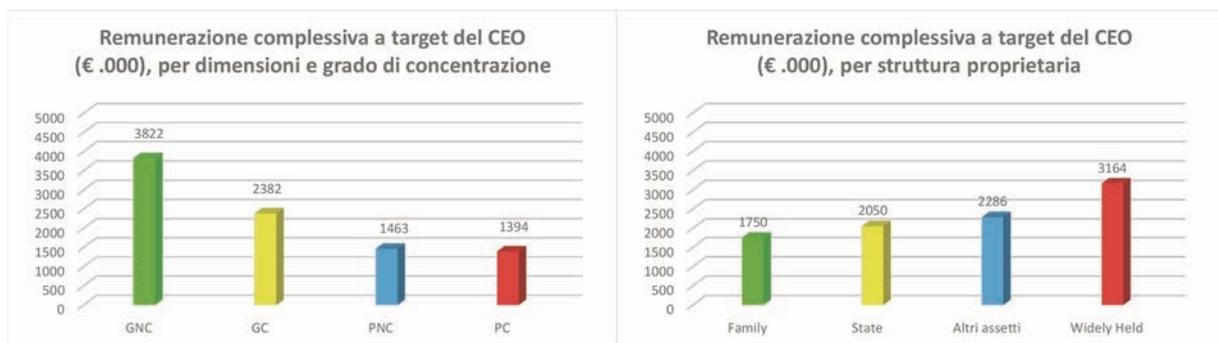


La composizione del pacchetto si modifica di conseguenza: la parte fissa si riduce dal 50 al 40%, mentre il variabile aumenta dal 50 al 60%, per effetto dell'aumento sia del MBO che dell'LTI (che salgono rispettivamente dal 26 al 30% e dal 24 al 29%).

Nell'ultimo anno gli emolumenti fissi medi sono rimasti immutati; altrettanto può dirsi per gli emolumenti variabili a *target* (entrambi erano saliti l'anno scorso, rispettivamente del 6,9% il fisso e del 12,5% l'MBO a *target*; l'LTI a *target* era rimasto invariato). Quest'anno è però aumentato il grado di aggressività della parte variabile (gli emolumenti medi a *cap* sono aumentati rispettivamente del 13% per l'MBO e dell'12% per l'LTI).

Gli importi variano in funzione di dimensione e struttura proprietaria. L'emolumento fisso è più basso (637mila €) 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 1,4 milioni di € nelle piccole fino a 3,8 milioni nelle grandi non concentrate. I compensi totali a *target* sono pari a circa 1,75 milioni di € nelle società familiari, salgono a oltre 2 milioni (+17%) nelle società pubbliche e raggiungono i 3,2 milioni (+80%) nelle *widely held*.

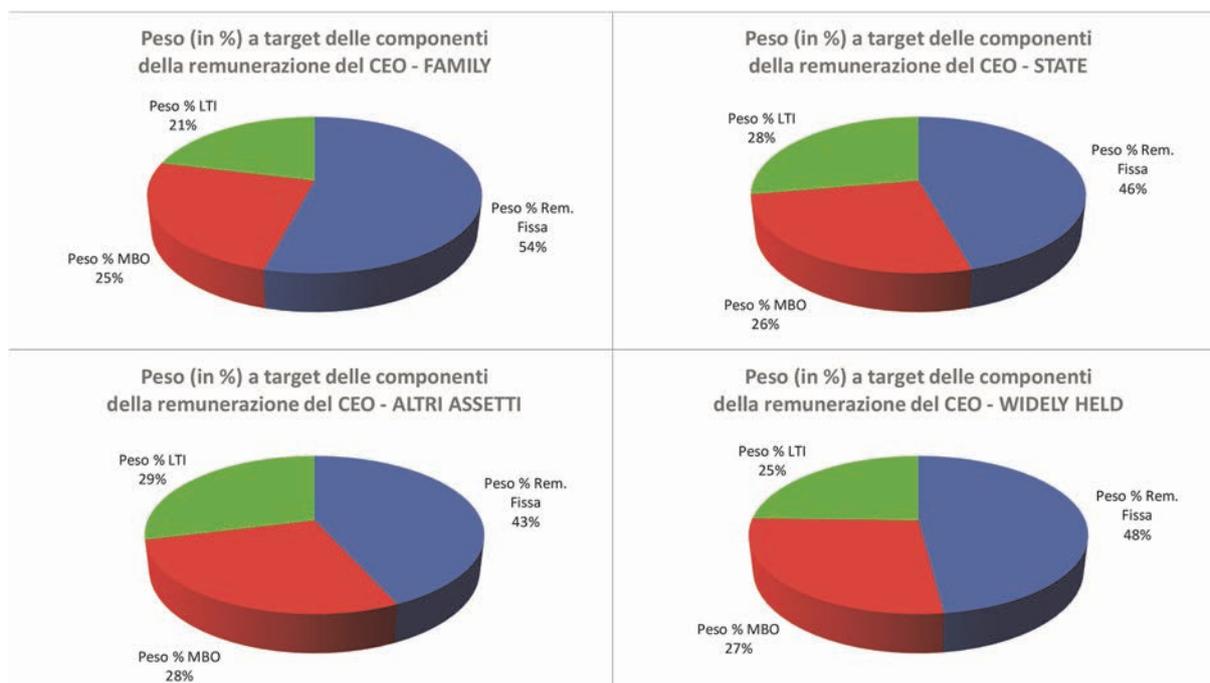
Figura 34



La struttura del pacchetto cambia a seconda della dimensione e della struttura proprietaria. Le società piccole (ma anche le *family*) fanno minore affidamento sul variabile: la composizione del pacchetto a *target* è 54% fisso e 46% variabile

(di cui circa 25% per MBO e 21% per LTI). Le società grandi non concentrate, invece, attribuiscono al variabile a *target* un peso preponderante (61% contro 39% di fisso). La differenza è riconducibile soprattutto alla componente LTI: nelle grandi non concentrate la parte MBO sale infatti di 4 punti percentuali rispetto alle piccole (29% contro 25%), mentre la componente LTI sale addirittura di 11 punti (32% contro 21%).

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 585 mila € (+45% rispetto al *target*) mentre la parte LTI raggiunge i 677 mila € (+79%). Tra le grandi non concentrate i compensi sono molto maggiori: MBO e LTI a *cap* arrivano rispettivamente a 2,26 milioni di € (+89%) e 1,77 milioni di € (+45%). 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 categoria che ha riscontrato nel 2022 un aumento sensibile delle remunerazioni sono gli esecutivi diversi da Presidente e AD (+18%, riconducibile a un forte aumento dei bonus). I compensi monetari medi erogati agli altri amministratori sono quasi tutti in lieve aumento: 6% per gli AD e 15% per i presidenti non esecutivi (in ambedue i casi l'aumento è peraltro spiegato da pochi *outliers*), 3% per i presidenti esecutivi. Gli "altri" amministratori indipendenti⁴⁷ hanno ricevuto compensi immutati; i non esecutivi non indipendenti, addirittura compensi inferiori all'anno precedente (-16%; peraltro oltre metà del calo è spiegato dal venir meno di alcuni compensi – straordinari – legati a indennità di fine rapporto). La remunerazione dei sindaci è immutata.

6.2.2 I compensi erogati in rapporto alla pay opportunity

È possibile confrontare *pay opportunity* e compensi effettivamente corrisposti ai CEO. A tal fine si sono analizzati la *pay opportunity* 2022 e i compensi effettivamente erogati a 88 CEO per cui è disponibile informazione completa⁴⁸. 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 corrisposti nel 2022 sono lievemente inferiori al fisso ricavabile dalla *policy* dell'anno precedente. I bonus monetari effettivamente erogati sono ampiamente sopra il *target* (766 mila € in media, contro 629 mila € a *target* e 1.030 mila € a *cap*)⁴⁹.

⁴⁷ 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.

⁴⁸ 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.

⁴⁹ Il confronto sconta alcuni limiti: a) anzitutto, l'asimmetria degli importi collegata alla diversa dimensione delle società nel campione rende difficili analisi approfondite (ad es. il bonus medio è influenzato da pochi casi di importo molto elevato); è quindi preferibile fare riferimento al valore mediano dei bonus percepiti, che è allineato al valore *target*. b) in secondo luogo, tra i bonus si trovano anche – pro-quota – i compensi *cash* erogati in relazione a eventuali piani LTI monetari; tale fenomeno spiega alcuni valori anomali ("sopra il *cap*" annuale). c) non è 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 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 (53%) ne hanno comunicato il valore su base volontaria o hanno comunque fornito informazioni sufficienti a calcolarlo. Come al solito, l’informazione è migliore (84%) nelle grandi non concentrate (44% nelle piccole concentrate).

La remunerazione del CEO varia 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 50,7 nelle grandi contro 21,9 nelle piccole; 38,7 nelle finanziarie contro 30,9 nelle non finanziarie; 28,2 nelle familiari contro 31,2 nelle pubbliche e 54,3 nelle *widely held*). Il *pay ratio* è aumentato del 18% nell’ultimo anno (da 27,7 a 32,6)⁵⁰.

⁵⁰ A livello di singola società la variabilità è molto forte: da 0,72, in una società piccola dove l’amministratore delegato ha ricevuto un compenso inferiore alla media dei dipendenti fino a 240 in una società Mid Cap il cui AD ha ricevuto un “*welcome bonus*” di ingente entità, tanto da essere responsabile di oltre metà dell’incremento del *pay ratio* medio a livello di sistema.

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

BOX 6

Le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) sono sovente poco leggibili. Non solo sono dispersive, ma contengono paragrafi molto tecnici (ad es. in materia di consumi energetici o di emissioni di gas-serra) e non di agevole lettura, sicché possibili equivoci sono sempre in agguato. Le società maggiori stanno cercando di affrontare il problema pubblicando, accanto alla DNF *compliant* con la normativa, un secondo documento sintetico (variamente denominato), dai contenuti e dalle forme più liberi.

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 in termini non solo di "ammissibilità" delle attività svolte, ma anche di allineamento alla qualifica di ecosostenibilità. I numeri comunicati non sono ancora soggetti a revisione *obbligatoria*, ma il controllo di coerenza dei dati effettuato dai revisori ha prodotto un significativo miglioramento della *disclosure* e dell'affidabilità dei numeri rispetto all'anno passato. La sostenibilità degli investimenti (*capex*) è più elevata (ammissibilità 32%, allineamento 14%) rispetto ai KPI relativi all'attività corrente (fatturato – 25% e 9% – e *opex* – 29% e 12%).

Le imprese finanziarie sono tenute a pubblicare il rapporto tra investimenti "ammissibili" e totale dei c.d. *covered assets* (che escludono le esposizioni verso entità sovrane i prestiti interbancari *on demand* e il portafoglio di negoziazione). Tale rapporto è mediamente pari al 24% dei *covered assets* (facendo riferimento alle *capex*), un valore inferiore a quello (32%) dichiarato dalle società non finanziarie. Ciò pare implicare che le società non quotate finanziate da banche, assicurazioni ecc. hanno una quota di attività "ammissibili" più bassa rispetto agli emittenti quotati.

Le DNF forniscono spesso informazioni su altre materie importanti (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 (e più: 18%) a livello dirigenziale. Il 35% delle società rende nota la differenza di remunerazione tra uomini e donne (*gender pay gap*). Il *gap* retributivo è apprezzabile e, anzi, in lieve crescita: le donne percepiscono in media l'86% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'83% tra i dirigenti.

Quasi tutte le società riportano informazioni in materia di consumi energetici e di ricorso a fonti rinnovabili, pari al 23% in media (in aumento dal 18% dell'anno scorso). L'intensità energetica dell'attività dipende dal settore in cui opera l'emittente: una società energetica (una *utility*) ha consumi per dipendente mediamente pari a 17 volte (11 volte) quelli degli altri settori non finanziari e 230 volte (142 volte) quelli del settore finanziario. Le informazioni sulle emissioni sono di lettura particolarmente complessa. I dati sembrano più adatti a verificare la progressiva implementazione delle politiche di decarbonizzazione della singola società che non a elaborare confronti tra società o a misurare il contributo del singolo emittente al totale delle emissioni a livello di sistema. La trasparenza in materia di rating ESG è in aumento. L'utilità dei rating, tuttavia, è 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*”. Spetta ai CdA stabilire che cos'è il “*successo sostenibile*” per la singola impresa, ed eventualmente precisare se, e in che misura, gli interessi degli *stakeholders* rientrino nella funzione-obiettivo del management.

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)⁵¹. 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 pubblica una DNF consolidata).

Le principali novità dell'anno sono collegate alla progressiva entrata in vigore degli obblighi previsti dal Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. Regolamento Tassonomia): esso definisce, tra l'altro, i criteri per determinare se un'attività economica può considerarsi ecosostenibile⁵². 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.

⁵¹ La normativa in materia di DNF è destinata ad essere rivoluzionata a seguito dell'entrata in vigore – il 5 gennaio 2023 – della Direttiva 2022/2464 o CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*). La Direttiva prevede un forte rafforzamento dell'informativa in materia di sostenibilità, applicabile a un novero di società molto più ampio, e richiede l'applicazione di standard di reporting elaborati dall'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), i c.d. ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*), adottati in via ufficiale dalla Commissione UE, in base ai poteri da essa conferiti dalla Direttiva CSRD. Tali standard sono destinati ad essere applicati a partire dal 2024; l'informativa ad essi conforme sarà quindi disponibile a partire dal 2025.

⁵² 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.

Si sono analizzate le DNF reperibili entro agosto 2022: l'obiettivo è censire le informazioni in materia di sostenibilità rilevanti ai fini del Codice CG. Di conseguenza, l'analisi è limitata ad alcuni temi selezionati:

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

7.1 Forma e struttura della DNF

Si sono individuate 152 DNF (75% delle società del campione). La DNF è disponibile sempre nelle società grandi e con frequenza inferiore (65%) nelle piccole⁵³. In 139 casi (91% del totale) si tratta di DNF pubblicate su base obbligatoria, i cui contenuti minimi sono regolamentati per legge; nei restanti 13 casi si tratta di documenti pubblicati su base volontaria, anche se talvolta conformi al D.Lgs. 254. In 14 casi le società affiancano al documento ufficiale (la DNF) un secondo documento ("rapporto" o "bilancio" di sostenibilità) più sintetico, pubblicato su base volontaria, avente la finalità di comunicare in maniera più snella i dati ritenuti fondamentali. Tale prassi è seguita soprattutto tra le società grandi (18%, contro il 4% tra le piccole) appartenenti ai settori non finanziari.

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 (18%) e, ancor più (6%), la predisposizione di una Relazione "integrata", dove le informazioni in materia di sostenibilità sono distribuite lungo tutta la Relazione sulla Gestione. 7 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 153 pagine), la cui dimensione lievita di anno in anno (135 pagine l'anno passato, 121 nel 2021). La "taglia" dipende dalla forma scelta: essa è pari a 119 pagine per le sezioni della Relazione sulla Gestione ma arriva a 156 pagine (+31%) per i documenti autonomi e a 243 pagine (+104%) per le Relazioni integrate. I dati medi nascondono una forte variabilità tra un emittente e l'altro: le sezioni di Relazione sulla Gestione hanno una lunghezza variabile tra 29 e 510 pagine; le DNF autonome tra 59 e 503 pagine.

Le DNF risultano sovente poco leggibili. Da un lato sono documenti dispersivi: una maggior sintesi e/o la predisposizione di un *executive summary* che ricapitolò le informazioni più importanti sarebbe assai opportuna. Dall'altro esse contengono paragrafi molto tecnici e non di facile lettura, che devono essere maneggiati con cura per evitare equivoci e conclusioni non corrette.

⁵³ 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.

L'entrata in vigore della Direttiva UE sulla *disclosure* in materia di sostenibilità (c.d. CSRD) e dei nuovi *GRI Standards* lasciano presagire che la lievitazione del numero di pagine e la diffusione di informazioni tecniche di sempre maggior dettaglio proseguirà nei prossimi anni. Le società maggiori stanno cercando di affrontare il problema attraverso la pubblicazione di una doppia relazione (DNF *compliant* con la normativa + Rapporto di Sostenibilità, documento sintetico, dai contenuti e dalle forme più libere).

7.2 Matrice di materialità

Le società tenute a pubblicare la DNF sono chiamate a svolgere preventivamente un'analisi di materialità, che individua i temi di sostenibilità ritenuti più o meno rilevanti. Da quest'anno, le DNF devono essere *compliant* con i nuovi *GRI Standards 2021*, che non prevedono più (esplicitamente) l'inclusione nel documento di una *matrice* di materialità, intesa come rappresentazione grafica dell'importanza di singole tematiche ESG per la società (asse X) e per i suoi principali *stakeholders* (asse Y)⁵⁴.

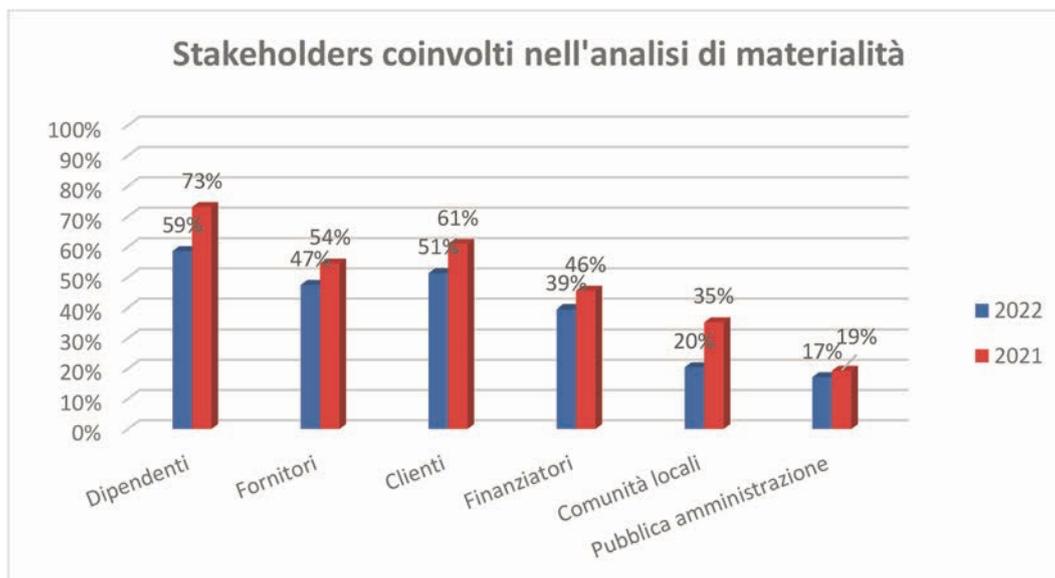
Secondo l'ultima versione dei *GRI Standards* le società sono chiamate a identificare direttamente gli impatti economici, ambientali e sociali della loro attività, dopo un processo di *engagement* con gli *stakeholders*. In tale ottica, l'elaborazione della matrice non è più richiesta perché la consultazione degli *stakeholders* è vista come una fase preliminare della valutazione di impatto dell'emittente.

Coerentemente con tale approccio, il numero di società che inseriscono nella DNF la matrice di materialità è crollato in modo verticale. La frequenza di pubblicazione della matrice è scesa in un solo anno dall'86 al 33% del totale (46% nelle società grandi e 25% nelle piccole). Le altre società (67% nel campione complessivo) si sono limitate a fornire un elenco dei temi che esse giudicano materiali, senza pubblicare la matrice.

L'abbandono della matrice ha prodotto, in parallelo, una netta riduzione della *disclosure* riguardo alle modalità di coinvolgimento degli *stakeholders* nell'analisi. Le principali categorie coinvolte nel processo sono, oggi, nell'ordine: dipendenti (59% dei casi, erano il 73% l'anno passato), clienti (51%, erano il 61%), fornitori (47%, erano il 54%), finanziatori (39%, erano il 46%), comunità locali (20%, erano il 35%) e pubblica amministrazione (17%, erano il 19%).

⁵⁴ L'eliminazione della matrice da parte del *Global Sustainability Standards Board* (GSSB) si fonda sull'osservazione che lo strumento ha dato luogo "to biases based on stakeholder selection, since organizations prioritized impacts only if the consulted stakeholders highlighted them".

Figura 36



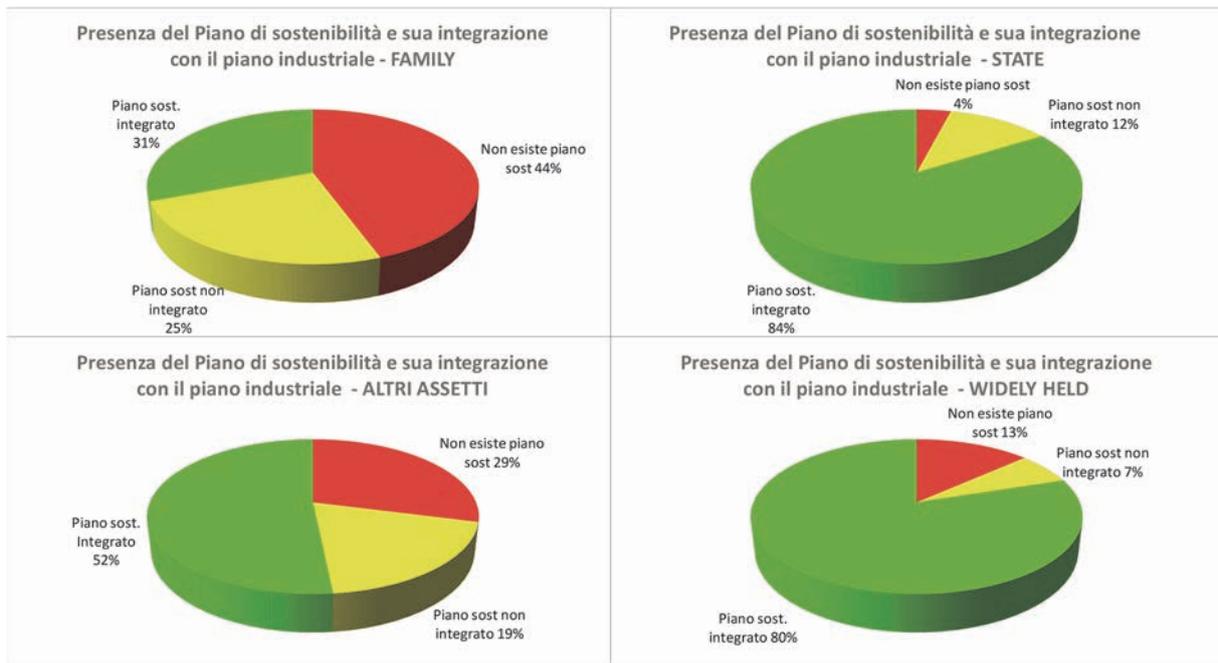
L'eliminazione della matrice ha prodotto nella prassi esiti non particolarmente positivi. Si tratta di un tema meno pacifico di quanto sembri a prima vista e tuttora controverso in letteratura. Un'ulteriore riflessione in merito pare opportuna⁵⁵.

7.3 Piano di sostenibilità

La maggioranza degli emittenti (68%, in aumento dal 61% dell'anno scorso; erano il 48% nel 2021) 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 dal 97% delle FTSE Mib, dal 72% delle Mid Cap e solo dal 52% delle altre società. La frequenza tra società pubbliche (96%) e *widely held* (87%) è molto più elevata rispetto alle *family firms* (56%).

⁵⁵ Come accennato, il tema è meno pacifico di quanto sembri. Il GSSB aveva pubblicato un documento di consultazione prima di procedere alla modifica dei GRI; peraltro, solo parziale *disclosure* è stata data agli esiti della consultazione, malgrado l'esistenza di commenti non favorevoli all'eliminazione *tout court* della matrice. Sul punto si rinvia tra gli altri a De Cristofaro – Raucci (2022).

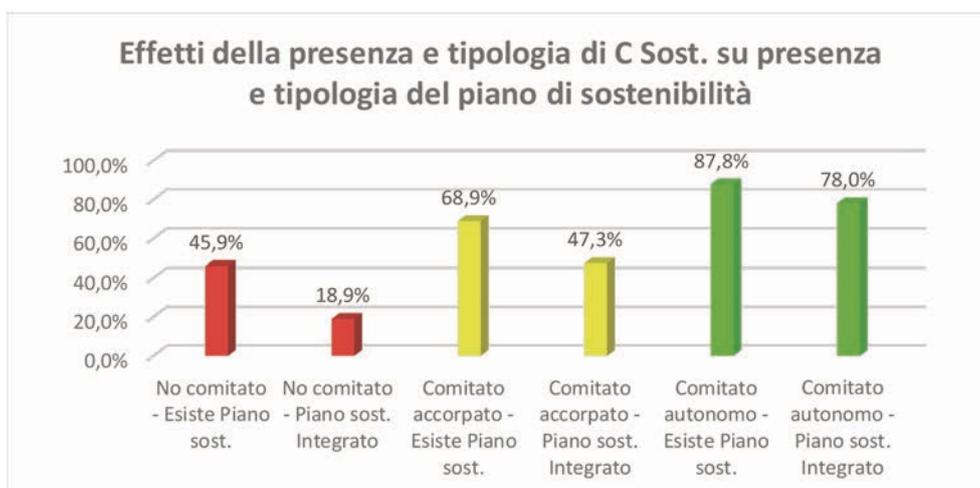
Figura 37



Il piano di sostenibilità è frequentemente (72%) integrato nel piano industriale. Qui si riscontrano forti variazioni in relazione alla struttura dell'azionariato: un piano integrato è individuabile nell'87% delle società pubbliche (contro il 92% delle *widely held* e il 56% delle familiari). In rapporto al totale degli emittenti che pubblicano la DNF, la presenza di un piano integrato è riscontrabile nell'84% delle società pubbliche, nell'80% delle *widely held*, e solo nel 31% 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 46% (in assenza di comitato) al 69% dove è presente un comitato accorpato (e all'88% dove il comitato è autonomo); analogamente, la probabilità che sia elaborato un piano integrato aumenta dal 19% in assenza di comitato al 47% dove è presente un comitato accorpato (e al 78% dove esiste un comitato autonomo).

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 fissare *ex ante* obiettivi precisi e di misurarne *ex post* il raggiungimento. 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*”.

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 37% delle società (in aumento rispetto al 28% dell'anno passato). Spiccano per trasparenza le società pubbliche, che hanno comunicato i KPI *ex ante* nel 72% dei casi.

Gli investitori *ESG-oriented* richiedono solitamente la comunicazione *ex ante* degli obiettivi di sostenibilità. È 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 9⁵⁶;
- 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 UE⁵⁷.

Il Regolamento Tassonomia definisce un sistema ufficiale di classificazione “verde” delle attività economiche. È uno strumento di trasparenza complementare a quello del Regolamento *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

⁵⁶ 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.

⁵⁷ 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.

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 nel tempo. 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 settori. Le attività escluse dagli elenchi non possono essere considerate ecosostenibili; ciò non vuol dire, tuttavia, che siano necessariamente dannose per l'ambiente.

La *disclosure* obbligatoria è diversa per le imprese non finanziarie e per le finanziarie, secondo le modalità fissate dal Regolamento Delegato UE 2021/2178 (che prevede uno schema di tabelle estremamente articolato).

Le imprese non finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l'obbligo, fin dall'anno scorso, di comunicare tre distinti KPI: la quota di fatturato (*turnover*), investimenti (*capex*) e costi operativi (*opex*) associata ad attività qualificabili come ecosostenibili. L'idea di fondo è che fatturato e *opex* misurano (dal lato attivo e da quello passivo) l'ecosostenibilità delle attività attualmente svolte, mentre le *capex* misurano indirettamente l'ecosostenibilità delle attività future.

Da quest'anno i KPI devono essere comunicati in relazione sia alle attività considerate "ammissibili" ("*eligible*")⁵⁸, sia alle attività considerate come "allineate" ("*aligned*") alla normativa. A tal fine le imprese devono valutare il contributo al raggiungimento degli obiettivi, l'assenza di effetti negativi su altri obiettivi, e l'esistenza di garanzie minime di salvaguardia (necessarie per valutare il pieno "allineamento" ai requisiti del Regolamento).

Le imprese finanziarie, a partire da quest'anno, sono invece tenute a pubblicare – in modo differenziato secondo il settore di appartenenza – KPI interpretabili come una sorta di "*green asset ratio*"⁵⁹, ossia come la quota degli investimenti ammissibili effettuati in (o dei fondi erogati a) attività economiche ecosostenibili, in rapporto al totale delle attività "coperte" dal Regolamento.

Gli obblighi di *disclosure* in vigore riguardano ad oggi solo il contributo ai primi due obiettivi ambientali individuati nell'ambito del cosiddetto "Atto Delegato sul Clima" (Regolamento Delegato EU 2021/2139) integrato dall'"Atto Delegato Complementare sul Clima" (Regolamento EU 2022/1214) su nucleare e gas.

⁵⁸ Secondo la normativa europea "*an economic activity is eligible irrespective of whether it meets any or all of the technical screening criteria laid down in the Climate Delegated Act (and future delegated acts). Therefore, the fact that an economic activity is Taxonomy-eligible does not give any indication of the environmental performance and sustainability of that activity*". L'anno passato la *disclosure* riguardava solo le attività ammissibili.

⁵⁹ Per esattezza, la denominazione «*green asset ratio*» è utilizzata per gli enti creditizi ed eventualmente con riguardo a gestori di attività finanziarie e imprese assicurative che hanno investito in enti creditizi. Inoltre, nelle specifiche modalità con cui è stato concepito dal Regolamento UE 2021/2178, il *green asset ratio* entrerà in vigore dal 2024.

7.4.1 | KPI nel settore non finanziario

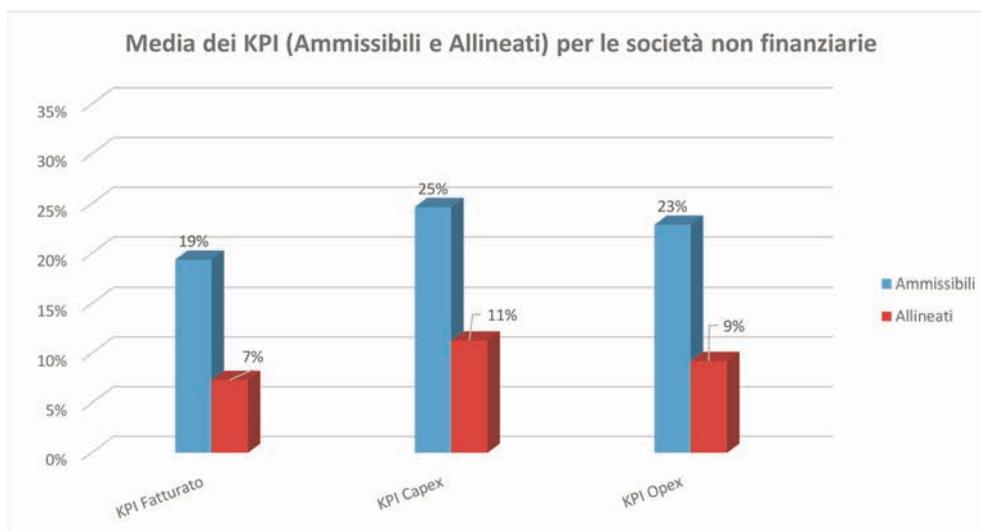
Si è analizzata l'informativa resa dai 122 emittenti non finanziari soggetti all'obbligo di pubblicare la DNF⁶⁰. Per semplicità di lettura si è adottata qui la classificazione società finanziarie/non finanziarie⁶¹ prevista dal Regolamento tassonomia.

Le società devono riportare i KPI relativi a fatturato, *capex* e *opex* seguendo l'articolato schema riportato dal Regolamento UE 2021/2178, che distingue – tra le altre cose – secondo il profilo di semplice ammissibilità o pieno allineamento ai requisiti dell'art.8 del Regolamento Tassonomia.

La media dei KPI secondo il primo profilo (ammissibilità) è pari, rispettivamente, al 19% per il fatturato, al 25% per le *capex* e al 23% per le *opex*. Sono valori sostanzialmente identici all'anno passato. Come prevedibile, guardando al secondo profilo (allineamento), i KPI sono nettamente inferiori: 7% per il fatturato, 11% per le *capex* e 9% per le *opex*. Il KPI più elevato è quasi sempre quello riferito alle *capex*, indicazione che le società stanno effettuando investimenti su un futuro più ecosostenibile di quanto non sia la loro attività attuale. La differenza è spesso assai sensibile tra fatturato e *capex*; più limitata tra *capex* e *opex*.

La percentuale di allineamento dei KPI (tutti e tre) è quasi interamente riconducibile alla finalità di mitigazione dei cambiamenti climatici (verosimilmente legata a interventi sui consumi energetici e/o sulle emissioni di gas serra), mentre l'adattamento ai cambiamenti climatici riveste un'importanza del tutto marginale.

Figura 39



⁶⁰ Il campione è ottenuto sottraendo al numero totale di società che hanno pubblicato la DNF (152) le 13 che l'hanno pubblicata in via volontaria e le altre 17 soggette all'obbligo ma appartenenti al settore finanziario (152-13-17=122).

⁶¹ 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. In questo paragrafo si segue tale definizione, lievemente diversa da quella di Borsa Italiana, adottata nel resto del Rapporto. In pratica, 6 emittenti, classificati come finanziari da Borsa e come non finanziari ai sensi del Regolamento, hanno pubblicato i KPI seguendo lo schema regolamentare per le imprese non finanziarie.

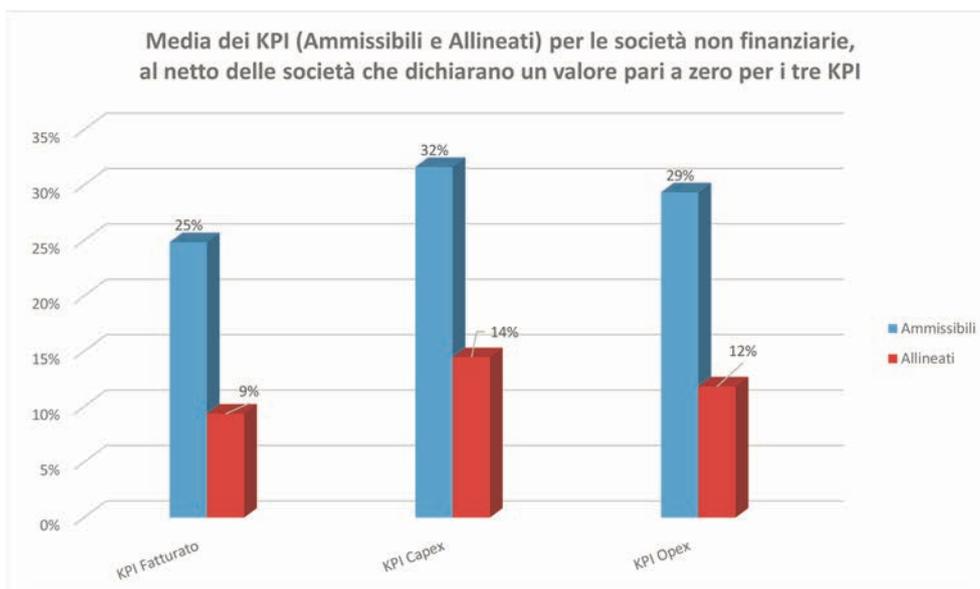
Poco meno di un quarto delle società non finanziarie (27, pari al 22% del totale) comunica valori ammissibili pari a zero per tutti e tre i KPI (fatturato, *capex* e *opex*). Si tratta, verosimilmente, in buona parte di società operanti in settori per cui non sono stati ancora emanati dalla Commissione i criteri di vaglio tecnico necessari per valutare ammissibilità e allineamento rispetto al Regolamento. Il numero di società caratterizzate da “triplo zero” si è dimezzato rispetto al 45% dell’anno passato. È probabile che il calo sia effetto, in parte, di una maggiore familiarità degli emittenti con il Regolamento, ma soprattutto del controllo di coerenza comunque effettuato dai revisori.

Se si trascurano gli emittenti “triplo zero”, il valore medio dei KPI (profilo ammissibilità) nelle restanti 95 società sale di circa 6 punti percentuali, al 25% per il fatturato, al 32% per le *capex* e al 29% per le *opex*. Tali società mostrano anche un allineamento maggiore ai requisiti del Regolamento: i KPI sono pari al 9% per il fatturato, al 14% per le *capex* e al 12% per le *opex*.

I dati sull’allineamento (nelle 95 società sotto esame) sono frutto di due diversi fenomeni: oltre metà delle società in esame (56 su 95, guardando al KPI sul fatturato), comunica un allineamento pari a zero; le altre 39 comunicano una % di allineamento positiva, pari al 23% per il fatturato, al 31% per le *capex* e al 26% per le *opex*.

I dati a livello di singolo emittente sono estremamente variabili, tra meno dell’1% e il 100%, corrispondente a una totale ecosostenibilità riguardo agli obiettivi ambientali già oggetto di regolamentazione applicativa. Come già osservato, l’allineamento è dovuto quasi per intero all’obiettivo di mitigazione dei cambiamenti climatici.

Figura 40



7.4.2 I KPI nel settore finanziario

Le imprese finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l’obbligo, da quest’anno, di comunicare propri KPI relativi al profilo di ammissibilità. Il Rapporto si concentra

sull'informativa fornita dagli emittenti (17) appartenenti al settore finanziario⁶² e soggetti all'obbligo di pubblicare la DNF.

Le imprese finanziarie sono tenute a pubblicare KPI interpretabili come una sorta di “*green asset ratio*”, che misura il rapporto tra investimenti (a titolo di credito o azionario) in attività ecosostenibili e totale dei c.d. *covered assets*⁶³. Tale rapporto va calcolato in modo da riflettere la quota media ponderata delle attività economiche allineate alla tassonomia delle imprese beneficiarie degli investimenti, sia in relazione al fatturato, sia in relazione alle *capex*.

L'informativa fornita sconta le incertezze legate al primo anno di applicazione di una normativa profondamente nuova. Si riscontrano così, talvolta, l'utilizzo di schemi differenti da quello prescritto dalla normativa, o casi in cui – all'interno dello schema regolamentare – sono fornite informazioni non sempre allineate e comparabili⁶⁴; ancora, non sempre è chiaro se le attività ammissibili riportate nello schema siano calcolate in rapporto al fatturato o alle *capex*. È ovviamente necessario che le imprese finanziarie adattino al più presto gli schemi ai nuovi obblighi.

I *covered assets* rappresentano in media il 69% dell'attivo delle società finanziarie quotate. Il *Green Asset Ratio* va calcolato in rapporto a tale grandezza. Il resto delle attività (escluse dal calcolo: 31%) è rappresentato quasi interamente (28%) da attività vantate nei confronti di entità sovrane; il portafoglio di negoziazione spiega il restante 3%. La percentuale di *covered assets* varia molto da una società all'altra (da un minimo del 40% a un massimo dell'89% del totale), sostanzialmente in relazione alla quota dell'attivo investita in titoli di Stato.

L'investimento in attività ammissibili ai sensi del Regolamento Tassonomia da parte delle società finanziarie è mediamente pari al 21% e al 24% dei *covered assets*, a seconda che si faccia riferimento al fatturato o alle *capex*. Si tratta di valori inferiori rispetto a quelli (25% per il fatturato, al 32% per le *capex*) dichiarati dalle società non finanziarie⁶⁵. Ciò pare implicare che le società non quotate finanziate da banche, assicurazioni ecc. hanno una quota di attività “ammissibili” significativamente più bassa rispetto agli emittenti quotati.

La variabilità tra una società e l'altra è molto forte: l'investimento in attività ecosostenibili varia tra valori molto bassi (3/4%) e valori superiori al 50% dei *covered assets*. Il valore del rapporto è fortemente influenzato da quanto la società è esposta verso entità non soggette alla pubblicazione della DNF, cioè, in ultima analisi, dalla dimensione delle entità

⁶² Anche qui si è adottata la classificazione del Regolamento tassonomia.

⁶³ Espressi al netto delle attività “escluse” ai sensi del Regolamento UE 2021/2178: a) attività detenute nei confronti di entità sovrane – amministrazioni centrali, banche centrali ed emittenti sovranazionali e b) portafoglio di negoziazione (*trading book*); c) prestiti interbancari *on demand*.

⁶⁴ Alcuni esempi: a) inserimento del *trading book* all'interno dei *covered assets*; b) esclusione dai *covered assets* delle esposizioni verso società non soggette a obbligo di pubblicazione della DNF; c) inserimento nei *covered assets* delle esposizioni verso amministrazioni e banche centrali; d) calcolo dei *covered assets* (o delle attività ammissibili) in maniera apparentemente difforme da quella regolamentare, senza spiegazioni; e) mancata *disclosure* di talune grandezze di dettaglio (es. derivati).

⁶⁵ Si fa qui riferimento ai dati verosimilmente più comparabili con quelli pubblicati dalle società finanziarie, ossia quelli riferiti agli emittenti non finanziari non “triplo zero”. Le esposizioni verso tali soggetti non dovrebbero infatti rientrare nei “*covered assets*”.

beneficiarie degli investimenti o dei prestiti⁶⁶. Le esposizioni verso società non tenute alla pubblicazione della DNF sono infatti considerate per definizione non ammissibili, in quanto l'assenza di informazioni impedisce di certificare la sostenibilità di fatturato e *capex*. Il *Green Asset Ratio* è pertanto tendenzialmente più alto nelle società più esposte verso le imprese maggiori. La scelta del parametro (in rapporto al fatturato o alle *capex*), invece, non influenza i risultati in modo significativo.

Figura 41



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:

- Gender equality*
- Altre informazioni sul personale
- Consumi energetici ed emissioni di gas serra

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 in generale (99%), sia riguardo ai dirigenti (90%). 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 sono il 47% del totale – e verso il basso le società pubbliche – dove sono il 30% del totale⁶⁷. In 47 società il personale è in maggioranza femminile.

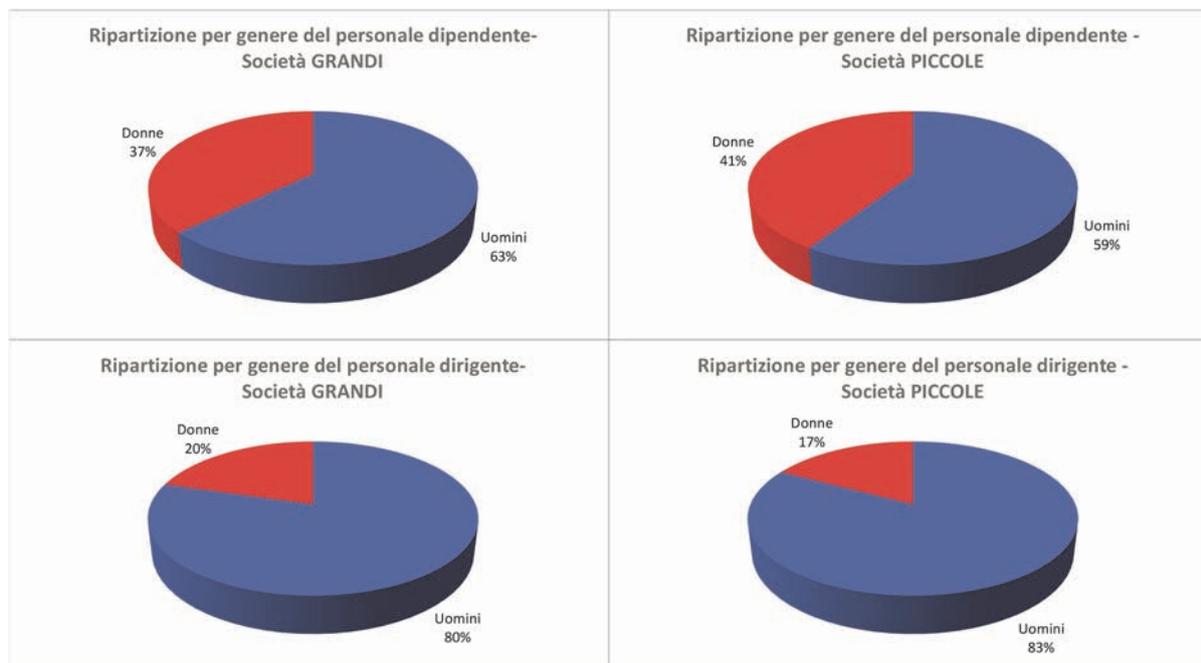
Il dato è influenzato in modo determinante dal settore di appartenenza: più di metà delle società con personale a maggioranza femminile (25 su 47) appartiene al settore

⁶⁶ Le esposizioni verso società non tenute alla pubblicazione della DNF sono considerate non ammissibili, in quanto l'assenza di informazioni impedisce di certificare la sostenibilità di fatturato e *capex*.

⁶⁷ Pesa qui un effetto settoriale: circa metà delle società pubbliche appartengono ai settori dell'energia e delle *utilities*. In tali società la presenza femminile è pari al 22%.

finanziario (12) e al tessile/abbigliamento/moda (13). La presenza femminile in azienda raggiunge il livello minimo – 7% – in una società che si occupa di costruzioni e manutenzioni; quello massimo – 87% – è osservabile in una società del settore tessile.

Figura 42



La presenza femminile è molto più bassa (18%) a livello dirigenziale. 6 società (erano 7 l'anno scorso) sono prive di dirigenti donne; nessuna (era una l'anno scorso) ha solo dirigenti donne. Le società con maggioranza di dirigenti donne sono solo 2 (erano 6 l'anno scorso): una operante nel settore *health care* e una nel *travel and leisure*. La percentuale di dirigenti donne è positivamente correlata ($\rho=0,52$, come l'anno scorso) a quella di dipendenti donne.

7.5.1.2 Il gender pay gap

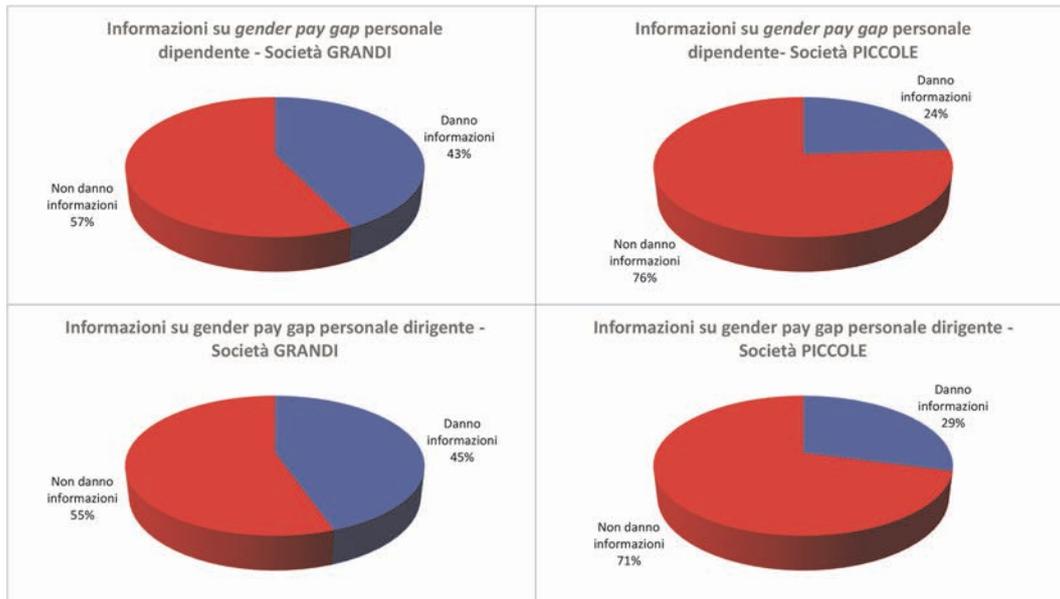
La *disclosure* delle differenze di remunerazione tra uomini e donne non è soddisfacente. Circa il 60% delle società fornisce informazioni sulle remunerazioni dei dipendenti distinte secondo il genere ma solo il 31% rende nota la differenza di remunerazione tra uomini e donne (*gender pay gap*) o fornisce dati disaggregati in modo tale da renderlo ricostruibile.

A livello di dirigenti, il 57% degli emittenti fornisce informazioni disaggregate secondo il genere ma solo il 35% comunica effettivamente il *pay gap* (o lo rende comunque ricostruibile). Le società accorpano spesso le statistiche per dirigenti e quadri, oppure danno un'informazione molto granulare, per categorie di dipendenti, o disaggregata su base geografica o settoriale, senza però fornire con regolarità i totali delle singole categorie, di modo che il *pay gap* non è ricostruibile a livello di società.

È riscontrabile un forte effetto dimensionale: informazione sul *gender pay gap* è fornita dal 43% delle società grandi e solo dal 24% delle piccole (rispettivamente

45% e 29% per i dirigenti). La trasparenza è maggiore tra le società *widely held* (60% danno *disclosure* generale, 53% per i dirigenti) e per le pubbliche (40% danno *disclosure* generale, 48% sui dirigenti), e minore tra le *family firms* (22% danno *disclosure* generale, 27% sui dirigenti).

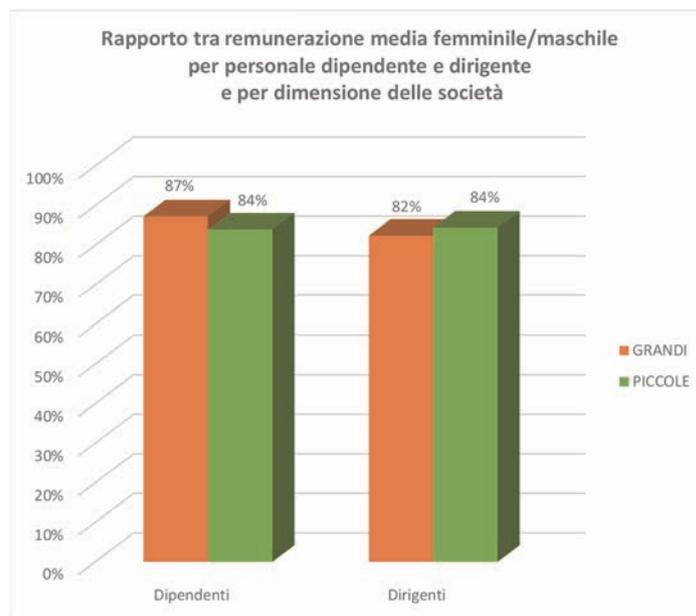
Figura 43



Il *pay gap*, verosimilmente collegato a differenze di ruolo nell'organigramma aziendale, è apprezzabile: le donne percepiscono in media l'86% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'83% tra i dirigenti. La differenza è aumentata rispetto all'anno scorso (quando la remunerazione femminile era pari all'89% in generale e all'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 (84% contro 87% tra le grandi) e nel settore non finanziario (84% contro 89% tra le finanziarie). Tra i dirigenti, invece, il *pay gap* è più contenuto tra le società piccole e nel settore non finanziario.

Figura 44



A livello dipendenti, il *pay gap* più elevato si riscontra in una società industriale (remunerazione media femminile = 38% di quella maschile; 5% tra i manager); in tre società del settore *utilities* il rapporto si inverte, ossia la remunerazione media femminile è più alta (fino al 5%) di quella maschile. A livello dirigenziale, il rapporto si inverte presso 7 società non finanziarie (appartenenti a settori molto vari); il *pay gap* più elevato a favore delle donne dirigenti si riscontra in una società del settore *food*, dove tra gli AD figura una donna (appartenente al gruppo azionario di controllo), che è anche la figura a remunerazione più elevata.

7.5.2 Informazioni in materia di consumi, emissioni e rifiuti

Quasi tutte le DNF (95%) riportano informazioni in materia di consumi energetici: ciò accade più spesso nel settore non finanziario (97% contro 86% in quello finanziario). Gli emittenti comunicano oggi quasi sempre (90%) anche la quota di consumi alimentata da fonti rinnovabili, pari al 23% in media. La trasparenza è aumentata molto rispetto all'anno passato, quando molte società riportavano informazioni solo sui consumi energetici totali (senza distinguere tra fonti rinnovabili e non).

Il ricorso a fonti rinnovabili è più elevato tra le società grandi (35% contro 16% tra le piccole) e nel settore finanziario (45% contro 19% negli altri settori)⁶⁸.

⁶⁸ La percentuale di ricorso alle rinnovabili varia tra 0 (in 30 società, quasi tutte non finanziarie) e 99% in una società di telecomunicazioni.

Figura 45a

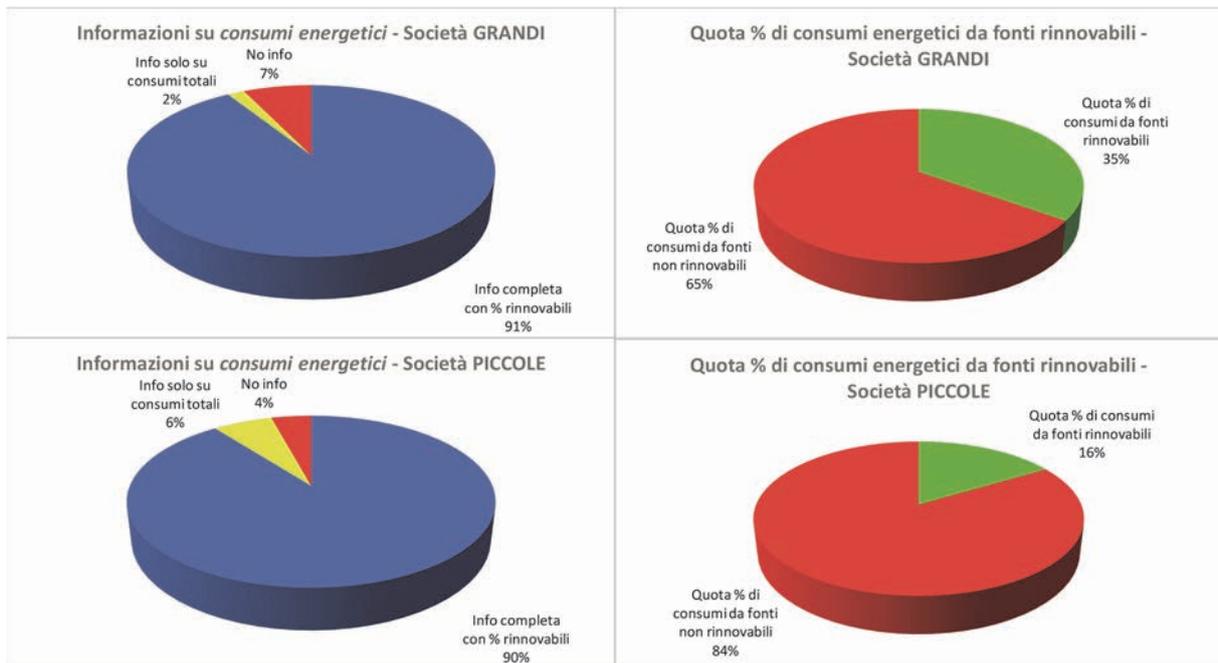
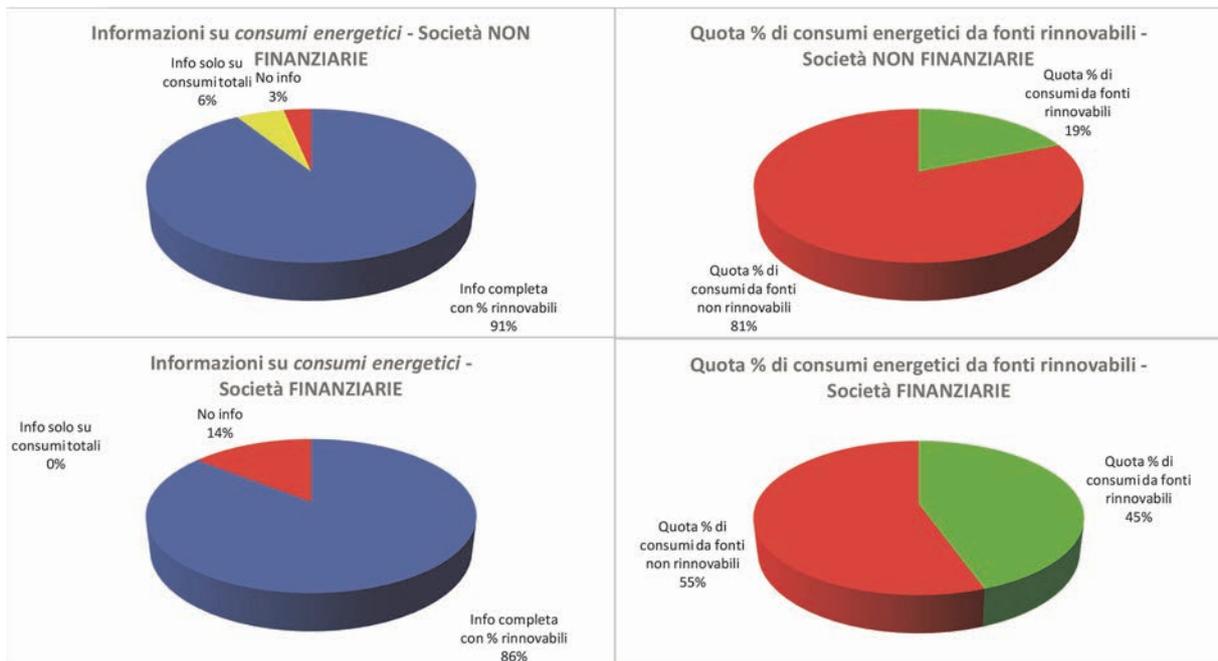


Figura 45b



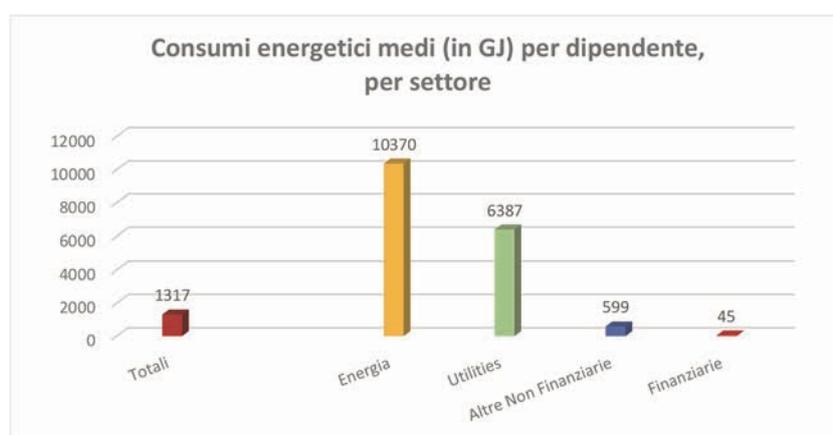
I consumi energetici riflettono, oltre che la dimensione della società, la tipologia di attività (“industriale”) svolta dalla società. Per valutarne l’ordine di grandezza, si è calcolato un indice di intensità⁶⁹ dei consumi rapportando la loro misura (in GJoule)

⁶⁹ Lo Standard GRI 302-3 prevede la comunicazione di un indice di intensità energetica calcolato rapportando i consumi totali a una o più “*organization-specific metrics*” definite dalla società. Queste possono includere: “*units of product; production volume (such as metric tons, liters, or MWh); size (such as m2 floor space); number of full-time employees; monetary units (such as revenue or sales)*”. Data la varietà

al numero di dipendenti (utilizzato come indicatore grezzo della dimensione) del gruppo facente capo all'emittente. La misura media dei consumi energetici (nelle 88 società per cui sono disponibili le informazioni necessarie) è pari a 1.317 GJ per dipendente.

La distribuzione è asimmetrica, con pochi emittenti caratterizzati da consumi per dipendente nettamente più elevati. Essa è profondamente influenzata dall'attività industriale svolta dalla società: due settori – *energy* e *utilities* – sono caratterizzati da consumi medi nettamente più elevati (rispettivamente 10.370 e 6.387 GJ per dipendente). Le società finanziarie e le non finanziarie appartenenti a settori diversi dai due menzionati hanno consumi energetici per dipendente nettamente più bassi (rispettivamente 45 e 599 GJ). Insomma, una società energetica (una *utility*) media ha consumi per dipendente pari a 17 volte (11 volte) quelli degli altri settori nonfinanziari e 230 volte (142 volte) quelli di una finanziaria media.

Figura 46



Quasi tutti gli emittenti pubblicano informazioni riguardo alle emissioni di gas-serra (con particolare attenzione alla CO₂); più rara, ma comunque in aumento (74 società, pari al 49% di quelle che hanno pubblicato la DNF; l'anno scorso erano il 38%) 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'attività svolta dalla società (*Scope 1*), indirette generate dall'energia (il *GHG Protocol* parla di “*purchased or acquired electricity, steam, heat and cooling*”) consumata dalla società (*Scope 2*)⁷⁰ e altre emissioni generate dall'intera catena del valore, a monte (*upstream*, fornitori) e a valle (*downstream*, clienti) dell'attività svolta dalla società (*Scope 3*).

Tali informazioni disaggregate devono essere interpretate con grande cautela. Anzitutto, può non essere semplice evitare eventuali fenomeni di *double counting* tra le emissioni

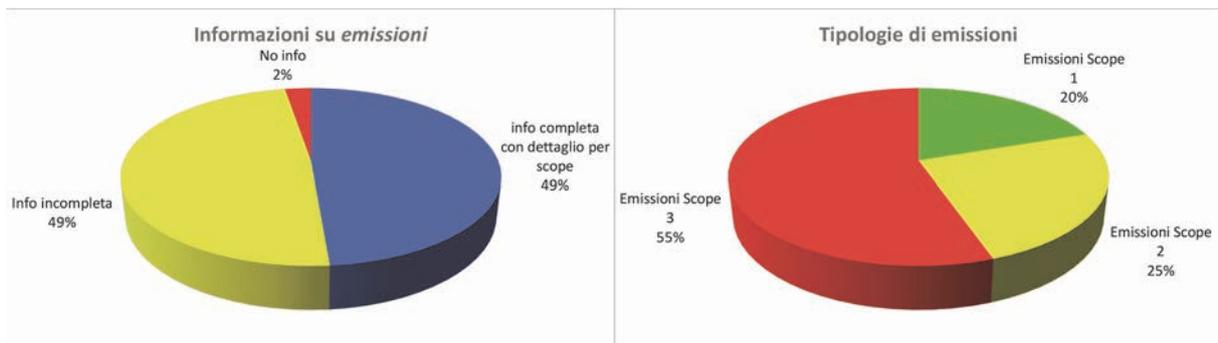
di metriche usate in paratica si è preferito calcolare in via autonoma un indicatore unico, rapportato alla misura più facilmente reperibile: il numero di dipendenti.

⁷⁰ A loro volta, le emissioni *Scope 2* possono essere calcolate secondo due modalità alternative, c.d. *local-based* e *market-based*. Le prime sono calcolate in base all'intensità emissiva media della rete (*grid*) di trasmissione locale dell'energia cui sono collegate le attività dell'impresa. Le seconde sono calcolate sulla base degli specifici contratti di fornitura stipulati dall'impresa.

riconducibili ai vari profili⁷¹; in secondo luogo, si riscontrano non di rado notevoli differenze nell'applicazione della metodologia di calcolo delle emissioni tra una società e l'altra, persino quando esse appartengono allo stesso settore. Insomma, i dati sulle emissioni sembrano più adatti a verificare la percentuale di implementazione delle politiche di decarbonizzazione comunicate dalle singole società che non a elaborare confronti tra società diverse o a misurare la partecipazione del singolo emittente al totale delle emissioni a livello di sistema.

Informazione disaggregata per *Scope* è comunicata assai più di frequente dalle società grandi (77% contro 32% delle piccole). La percentuale di emissioni riconducibile ai tre ambiti è pari, mediamente, al 20% per lo *Scope 1*, 25% per lo *Scope 2 (local based)* e 55% per lo *Scope 3*. La variabilità tra un emittente e l'altro è molto forte.

Figura 47



Le varie categorie di emissioni sono in diminuzione rispetto all'anno passato. La riduzione mediana⁷² delle emissioni di gas-serra è pari al 5,3% per le *Scope 1* e al 3,7% per le *Scope 2 (market based)*⁷³; sono invece in lieve aumento (2%) le emissioni *Scope 3*.

7.6 I rating ESG

Il D.Lgs. 254 non obbliga gli emittenti a riportare informazioni in materia di rating. Informazione è fornita spesso su base volontaria. Si tende 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 emittenti⁷⁴.

Informazioni in materia di rating ESG sono riportate da 85 emittenti (56% del totale, in aumento dal 46% dell'anno passato; erano il 30% nel 2021). La *disclosure* dipende dalla

⁷¹ Ad esempio, la *Scope 3 Calculation Guidance* ai sensi del *GHG Protocol* precisa che tra le emissioni *Scope 3* devono essere incluse, tra l'altro, quelle legate a: "Extraction, production, and transportation of fuels and energy purchased or acquired by the reporting company in the reporting year, *not already accounted for in scope 1 or scope 2*". Evitare fenomeni di *double counting* può essere, tuttavia, difficile nella pratica.

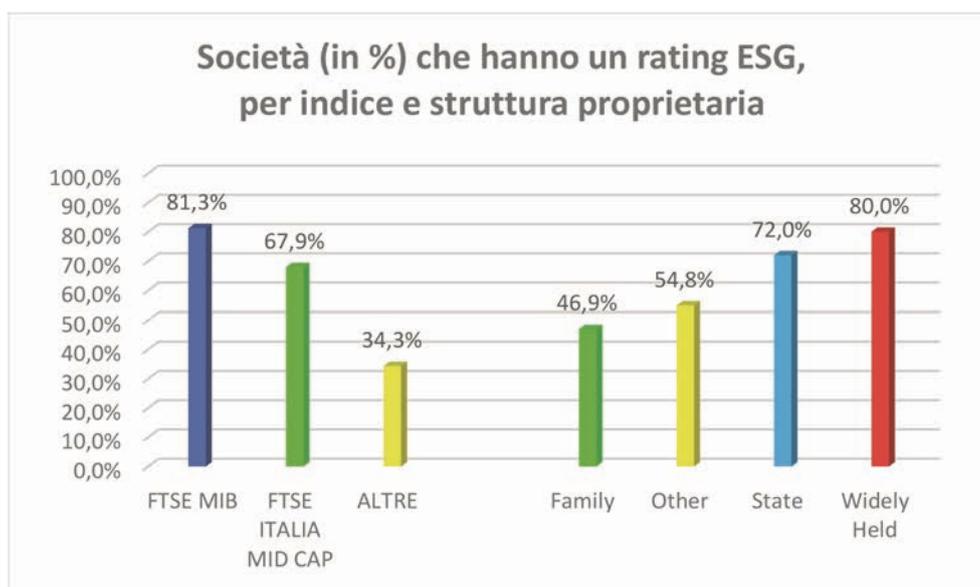
⁷² Il dato medio non è significativo perché fortemente influenzato da alcuni *outliers*.

⁷³ È in lieve aumento (0,6%), invece, il livello delle *Scope 2 local based*.

⁷⁴ 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, Moody's-Vigeo-Eiris, ISS e FTSE-Russell.

dimensione della società (81% tra le FTSE Mib, 68% tra le Mid Cap, solo 34% tra le altre) e dall'identità dell'azionista di riferimento (80% tra le *widely held*, 72% tra le pubbliche, 47% tra le familiari). Anche 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 46% e nel 22% dei casi); la probabilità di trovare un piano ma non l'informazione sui rating è circa doppia (22% dei casi contro 10%) rispetto al caso contrario (rating in assenza di piano).

Figura 48



Le 85 società dotate di rating ESG sovente riportano giudizi di più agenzie (la media è 3). Il loro numero varia soprattutto in rapporto alla dimensione dell'emittente: le società FTSE Mib seguite da più *providers* riportano in media 4,7 rating ESG (contro 3 nelle Mid Cap e 1 nelle altre società). A livello di singolo emittente, il numero di giudizi citati varia tra 1 e 9. 5 società riportano rating da parte di tutti i *big 5*.

I *providers* di rating ESG adottano metodologie differenziate, che portano a giudizi non perfettamente allineati⁷⁵. Questa situazione è molto insoddisfacente e sta attirando l'attenzione di molti legislatori, intenzionati a incrementare la trasparenza del processo e, potenzialmente, l'utilità dello strumento per i suoi utilizzatori⁷⁶.

Non è sempre facile comparare i rating in base alle informazioni riportate nelle DNF: prevale la tendenza a presentare come comunque “buoni” i rating acquisiti, anche se è

⁷⁵ Berg *et al.* (2022) 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.

⁷⁶ Si tratta di un'attività potenzialmente gravida di conflitti d'interesse: “*The European Commission said in June that potential conflicts of interest plague ESG data giants in three areas: the sale of ratings, data and indices to the same investor clients; the sale of consultancy services to help companies improve their ratings; and the practice of charging companies to display their own rating on financial products (...)* There is a further potential problem for the industry — the gap between the perception of what ESG ratings assess and what they actually demonstrate. The scores are not designed to measure corporate performance on carbon emissions or pollution. Instead, they measure how well a company is managing environmental, social and governance risks to their own bottom line, for example from hurricanes or carbon taxes” (Bryan 2023).

chiaro che non tutti sono ugualmente buoni. La *disclosure* dei singoli punteggi è diventata molto più frequente.

È interessante confrontare i punteggi attribuiti dai due *providers* di gran lunga più citati nelle DNF: Sustainalytics (42 citazioni) e MSCI (41), 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)⁷⁷. 34 emittenti (erano 26 l'anno scorso) hanno un punteggio uguale o superiore ad A⁷⁸, corrispondente a “voti” da sufficiente a ottimo (come l'anno scorso, solo tre emittenti hanno rating AAA), mentre 7 (pari al 17% del totale) hanno conseguito rating (BBB o BB) cui corrispondono punteggi non pienamente sufficienti.

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 in quella a rischio elevato (nessuna in quella a rischio severo).

La scarsa confrontabilità tra i rating risulta evidente dall'esame dei 27 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 ($\rho=0,17$). 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 medio-bassa (BBB) secondo MSCI, mentre le 8 società a rischio medio per Sustainalytics sono sventagliate sull'intera fascia di punteggi (da AAA a BB) per MSCI.

Come già evidenziato l'anno scorso, la situazione non è soddisfacente. Infatti, vari 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 ESG⁷⁹.

⁷⁷ 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.

⁷⁸ Secondo MSCI (2023), 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; un rating BBB (*investment grade* secondo Standard & Poor's e Fitch) corrisponde a punteggi insufficienti (tra 4,286 e 5,714); un rating BB corrisponde a punteggi decisamente negativi (da 2,857 a 4,286).

⁷⁹ Ciò conferma quanto detto nel paragrafo 6.1.4. a proposito dei rating di sostenibilità come possibili obiettivi ESG nei piani di incentivazione del management.

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.
- Berg, F., Koelbel, J.F. e R. Rigobon (2022) Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, *Review of Finance*, p.1315-1344.
- Bryan, K. (2023) Scrutinising the ESG gatekeepers, *Financial Times*, 4 October.
- Consob (2022) *Report on corporate governance of Italian listed companies*.
- De Cristofaro, T. e D. Raucci (2022) Rise and Fall of the Materiality Matrix: Lessons from a Missed Takeoff, *Administrative Sciences*, <https://www.mdpi.com/2076-3387/12/4/186>.
- Del Giudice, A. (2019) *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Giappichelli, Torino.
- MSCI (2023) *ESG Ratings Methodology, Executive Summary*, MSCI ESG Research, June 2023.
- 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: 31/12/2022)*

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 2020, 2021 e 2022

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 realizzata 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: 979-12-5535-175-7
ISBN edizione digitale: 979-12-5535-176-4