

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

Governance e legge capitali

Massimo Belcredi

Università Cattolica del Sacro Cuore

Milano, 15 novembre 2024

Ringraziamenti

- Sponsor e sostenitori di FIN-GOV



Temi del IV Rapporto FIN-GOV

- Analisi corporate governance e sostenibilità nelle (207) società quotate su MTA con dati disponibili ad agosto
 - Lieve aumento numero di società nel campione
- Non solo autodisciplina: anche *compliance* con normativa di interesse
- Focus di quest'anno:
 - a) Risposta degli emittenti alle Raccomandazioni/inviti annuali del comitato CG
 - b) Valutazione dell'indipendenza
 - c) Prima applicazione della Legge Capitali (l. 5/3/2024 n.21)
 - d) Politiche di remunerazione del CEO (focus su *severance pay*)
 - e) Informazioni in materia di sostenibilità (nelle DNF)

La risposta degli emittenti alle raccomandazioni/inviti del Comitato CG

Le raccomandazioni del Comitato per il 2024

- Lettera del Presidente (14/12/2023) ai Presidenti delle società quotate
- Raccomandazioni/inviti in vari ambiti:
 - a) Peso crescente società di diritto estero: invito a valutare l'opportunità di aderire al Codice CG
 - b) Giudizio positivo su esiti raccomandazioni per il 2023, pur con aree di miglioramento/evoluzione
 - i. Sviluppo del dialogo con azionisti e stakeholder rilevanti (+)
 - ii. Informativa su ragioni Presidente-CEO o attribuzione di rilevanti deleghe gestionali (+)
 - iii. Informativa pre-consiliare e partecipazione manager a riunioni (=)
 - iv. Orientamenti su composizione ottimale CdA in società non concentrate (+) e tempistica (-)
 - v. Formalizzazione criteri per valutare l'indipendenza dei consiglieri (+), in caso di «relazioni» e/o remunerazioni «aggiuntive»
 - vi. *Executive summary* Politica Remunerazione (-)
 - vii. *Disclosure* peso a target remunerazione variabile (-)
 - viii. Misurabilità obiettivi legati al successo sostenibile (-)

Raccomandazioni per il 2024

- Prestare attenzione ai temi già oggetto di raccomandazioni/inviti
- Nuove raccomandazioni:
 - a) fornire adeguata *disclosure* su coinvolgimento CdA nell'esame e approvazione del piano industriale, anche alla luce dei temi di sostenibilità
 - b) dare adeguata motivazione in caso di deroga alla tempestività dell'informativa pre-consiliare per ragioni di «riservatezza»
 - c) dare adeguata motivazione dell'eventuale mancata espressione di orientamenti sulla composizione qualitativa ottimale del CdA
 - o della mancata richiesta a chi presenta liste «lunghe» di dare adeguata informazione sulla rispondenza agli orientamenti
 - indicare come sono stati valutati «congrui» i tempi di pubblicazione dell'orientamento
 - d) dare adeguata *disclosure*, nelle proposte del CdA su adozione voto maggiorato, di:
 - finalità della scelta
 - effetti attesi sulla struttura proprietaria e di controllo e sulle strategie future
 - e fornire adeguata motivazione su mancata *disclosure* di tali elementi

Raccomandazioni 2023: permangono luci e ombre

a) Dialogo con azionisti e altri *stakeholders* di interesse

- i. Adottare una policy di dialogo (70%)
- ii. Fornire adeguate informazioni sul dialogo svolto (*boilerplate, rare info specifiche*)

b) Attribuzione di deleghe gestionali al Presidente

- i. Motivare adeguatamente la scelta (83%; quasi solo *family firms*, ruolo ovvio)

c) Criteri per la valutazione dell'indipendenza

- i. Rendere noti i parametri quantitativi e i criteri qualitativi adottati (circa 70%, in aumento da 60%)

d) Trasparenza politiche di remunerazione per componenti variabili

- i. Inserire un *executive summary* (40%, in aumento da 33%)
- ii. Prevedere componenti variabili di lungo periodo (LTI) (84%)
- iii. Indicare gli specifici obiettivi ESG adottati in MBO/LTI (70% adottano obiettivi ESG); tra esse 81/83% indicano obiettivi ESG specifici; peso singoli obiettivi comunicato nel 55/59% dei casi

Raccomandazioni 2024: quadro simile

- a) Coinvolgimento CdA in esame/approvazione piano industriale (anche per sostenibilità)
 - i. Comunicazione esplicita **73%** (riferimento a sostenibilità: **59%**); informazione spesso *boilerplate*

- b) Informativa Pre-consiliare:
 - i. Adottare procedure che non contengano esimenti per riservatezza (**27%**); più frequente (**35%**) ma in forte calo (da **56%**) in società *widely held*

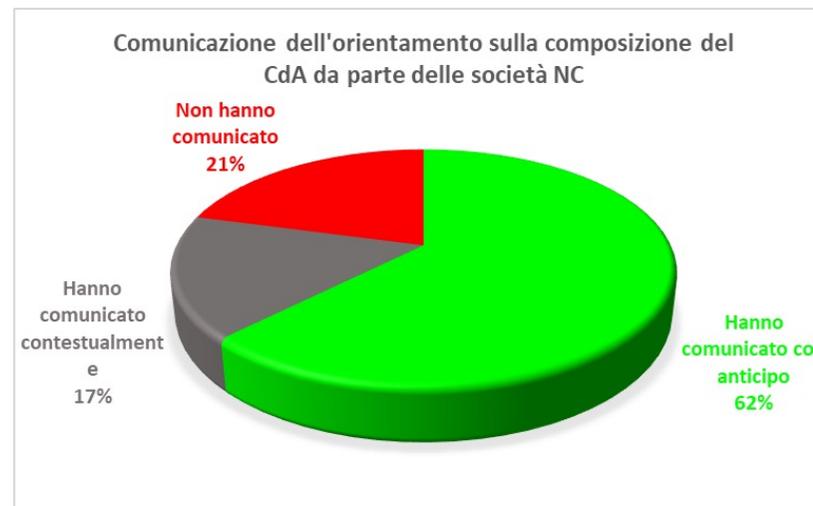


Raccomandazioni 2024 (2)

c) *Disclosure* ragioni se CdA non esprime orientamenti composizione ottimale

Applicabile a 24 società non concentrate con CdA in rinnovo

- i. Pubblicare orientamento con congruo anticipo (62%, anticipo medio oltre un mese; 17% senza anticipo e 21% non pubblicate)
- ii. In caso di mancata pubblicazione nessuna spiegazione



d) Rispondenza liste lunghe a orientamenti

- i. *Disclosure* fornita spesso (79%); era lista CdA nel 26% dei casi

Criteri di valutazione dell'indipendenza

La composizione dei CdA

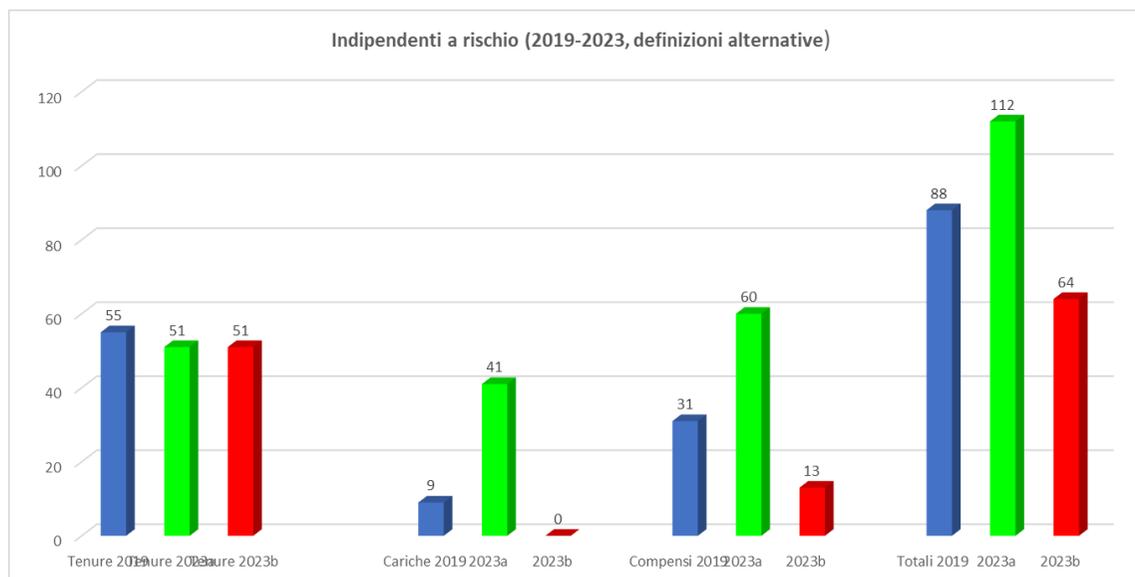
- Quasi tutte le società aderenti al Codice sono in linea con le raccomandazioni del medesimo in materia di indipendenti
- Non è necessariamente un buon risultato: il Codice dovrebbe dare raccomandazioni che individuano la *best practice* e la pongono come obiettivo ed esempio a tutti gli emittenti
 - In nessun Paese si ha 100% di *compliance* con autodisciplina
 - *Compliance* 100% = Codice non pone obiettivi (*best practice*) ma si limita a descrivere ciò che fanno le società
- Causa principale: allentamento dei parametri di valutazione da parte del Codice

Amministratori indipendenti in generale

- Criteri di valutazione rimessi al CdA delle singole società
- Parametri *undisclosed* nel 30% dei casi (in progressiva riduzione: 40% l'anno scorso)
- Dove sono resi pubblici, estrema variabilità dei parametri (disegnati «su misura»). Esempio: soglie per la significatività delle «relazioni commerciali, finanziarie e professionali» riferite:
 - al fatturato dello studio (varia tra lo 0 e il 35%): 47% dei casi
 - all'importo assoluto (da 0 a 500 mila €): 38% dei casi
 - al reddito del consigliere (dal 5 al 35%): 26% dei casi.
- Situazione simile per le remunerazioni aggiuntive
- Rischio di scollamento tra criteri del Codice e visione investitori/*proxy advisors*

Indipendenti «a rischio»

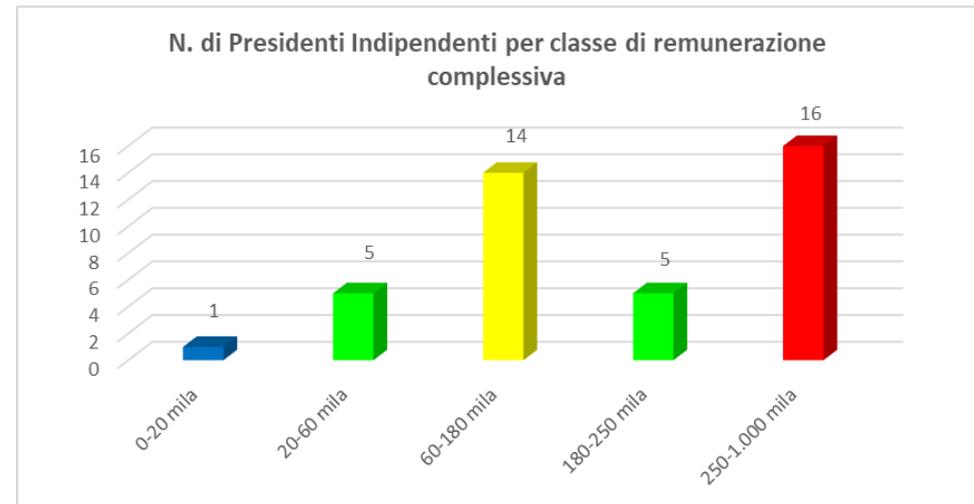
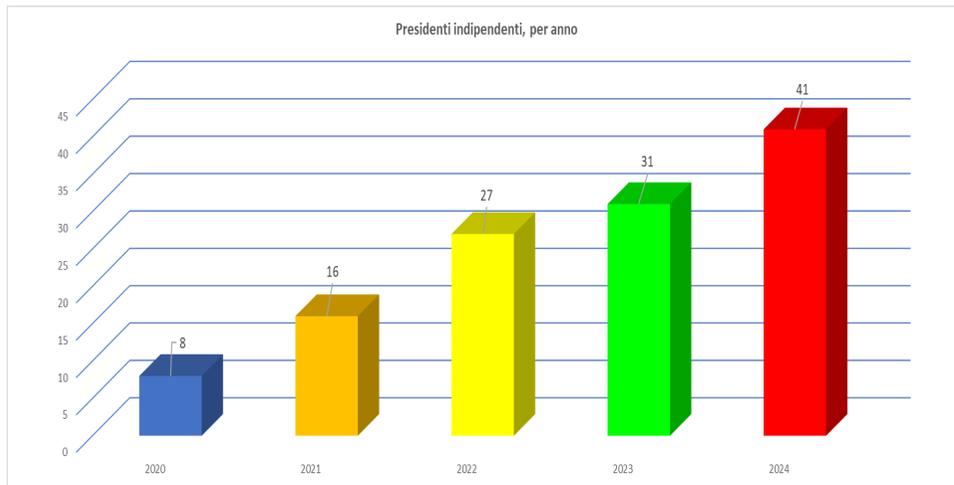
- Fattispecie rilevanti:
 - Tenure > 9 anni
 - Cariche (Presidente): sempre o solo se compensi «aggiuntivi» rilevanti?
 - Compensi «aggiuntivi» (come misurarli?)



- Confronto 2019 vs 2023 con criteri «vecchi» e nuovi

Il presidente indipendente

- Possibile col nuovo Codice, “ove non ricorra alcuna delle circostanze” indicate nella Racc.7
 - Progressivo aumento dei presidenti indipendenti
- Ma: Presidente NON è un indipendente come gli altri
 - Sono stati allentati i parametri per valutare la “significativa remunerazione aggiuntiva” che compromette l’indipendenza
 - Da compenso-base non esecutivi (59mila € in media) a compenso-base per carica e comitati (230mila € in media)



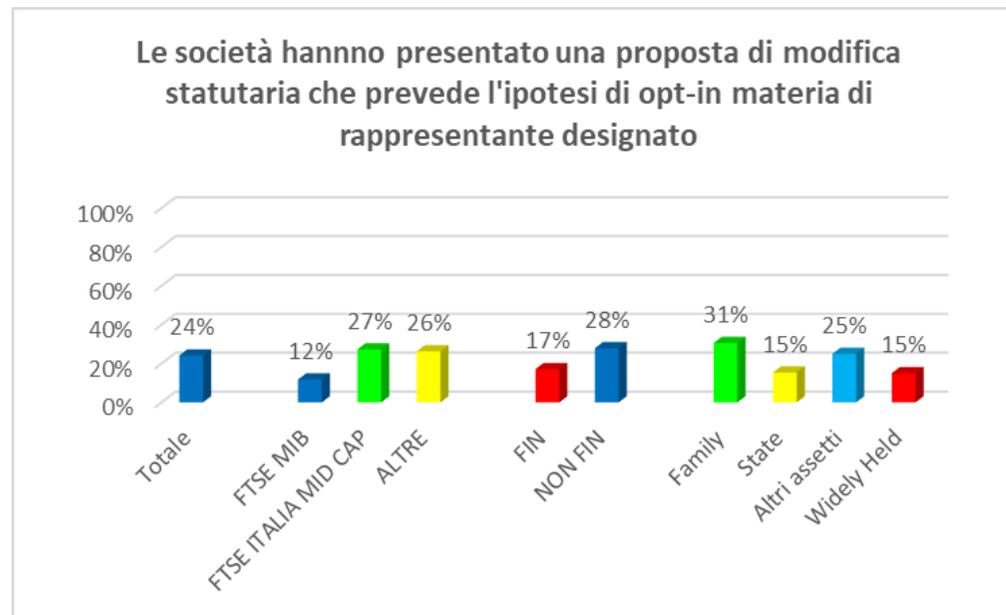
Prima applicazione legge capitali

Tre temi principali

- Art. 11: Ricorso esclusivo al Rappresentante Designato
 - Emittenti interessati: assemblee snelle e veloci; no disturbatori; investitori istituzionali votano in anticipo; parlano in incontri separati, non in assemblea
 - Investitori preoccupati: compressione/eliminazione diritti di *voice* dei soci di minoranza
- Art. 12: «Regolamentazione» Lista del CdA
- Art. 13-14: potenziamento azioni a voto plurimo/a voto maggiorato (da 2-3 a MAX 10 voti)
 - Emittenti interessati al voto maggiorato (NON al plurimo) vs investitori preoccupati
- Necessaria preliminare modifica statutaria (assemblea straordinaria)

Ricorso esclusivo al Rappresentante Designato

- Prevista facoltà di *opt-in*: in via definitiva (3 società) vs scelta di volta in volta (50)
- Tempi estremamente ristretti (legge approvata 5 marzo, in Gazzetta il 12)
 - Forte interesse emittenti; altri seguiranno?
 - Prudenza società più soggette a scrutinio investitori (FTSE-Mib, finanziarie, *state* e *widely held*)
 - Grandi non concentrate: solo 8% dei casi

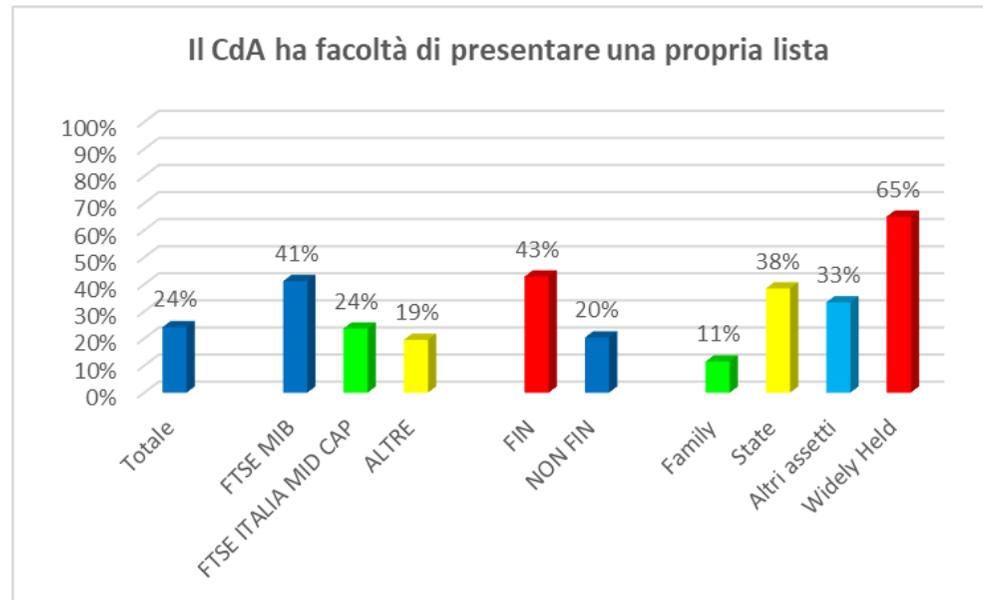


Rappresentante Designato e proposte minori

- Proposta approvata quasi sempre (50 su 53). Bocciature:
 - In un caso con maggioranza plebiscitaria
 - 4% pro, 6% contro, 90% astenuti
 - In due casi: maggioranza dei voti, senza raggiungere il necessario quorum dei 2/3
 - 51-57% a favore
- In 4 casi quorum superato di poco (68-72%)
- Proposta sul Rappresentante Designato sovente accompagnata da altre modifiche dei meccanismi assembleari (in 21 casi delibera unica, a pacchetto)
 - Possibilità intervento a distanza (23 casi)
 - Eliminazione riferimento a luogo di tenuta dell'assemblea (15 casi)
 - Introduzione voto per corrispondenza (3 casi)

Lista del CdA

- Candidature del CdA uscente = standard internazionale
- Previsione statutaria in 50 emittenti (+ 2 nel 2024)
- Ruolo istruttorio a Comitato Nomine in 85 emittenti (+ 10 nel 2024)



- 15 società hanno in carica consiglieri tratti da lista «del CdA»

Voto plurimo/maggiorato/super-maggiorato

- **Temi controversi**
 - Voto plurimo: solo per non quotate (pre-IPO)
 - Conflitti d'interesse
 - Facile autodifesa degli investitori
 - Usato raramente (soli 6 casi, spesso post-Spac e/o società provenienti da *Euronext Growth Market*)
 - Voto maggiorato: accessibile alle quotate
 - seri conflitti d'interesse
 - difficile autodifesa degli investitori
 - usato di frequente (circa 1/3 degli emittenti)
 - Super-maggiorazione voto: problemi ancor più gravi
 - difesa investitori molto difficile anche perché – se già presente il voto doppio – azionisti stabili possono usare doppi voti pro introduzione

Voto plurimo/maggiorato/super-maggiorato

- Tempi ristretti: solo 7 società hanno proposto modifiche statutarie; altre seguiranno?
 - 5 *family firms*, 2 società con assetti complessi
 - Quota media 1 azionista: 56,5% (incluso effetti eventuale maggiorazione già presente)
- Nessuna IPO con voto plurimo
- Due casi di introduzione voto maggiorato (2 voti per azione)
 - Maggioranza plebiscitaria in un caso (98/2), risicata nell'altro (69,5/29,4 - 1,1% astenuti), dove il primo azionista aveva 53% dei diritti di voto
- Quattro casi di super-maggiorazione (passaggio da 2 a 10 voti per azione)
 - 1 caso: quasi unanimità
 - 2 casi: forte maggioranza (91/4 e 89/10, resto astenuti)
 - 1 caso di quorum superato di poco (71/29), dove il primo azionista aveva 59% dei diritti di voto
 - effetto decisivo dei doppi voti già detenuti per raggiungere il quorum
- Un caso di introduzione diretta voto super-maggiorato (a 3 voti per azione)
 - Maggioranza larga: 83/16 (1% astenuto)

Principali Conclusioni (1 parte)

- Successo parziale delle raccomandazioni/inviti annuali del Comitato CG
 - Vari punti del Codice (approvato a gennaio 2020) richiedono manutenzione o integrazioni
- *Compliance* pressoché totale con raccomandazioni su composizione CdA (amm. indipendenti)
 - Codice CG (ultima edizione) descrive la prassi, più che la *best practice*
 - Consigliabile rivedere l'approccio
- Prima applicazione legge capitali
 - Previsioni in materia di governance non scontate
 - Rappresentante designato: discreto successo, ma prudenza società soggette a scrutinio dei mercati
 - Lista CdA: oggi diffusa dove azionariato non concentrato; in attesa della tempesta?
 - Voto plurimo: innovazione nata morta?
 - Voto maggiorato: tema controverso
 - Casi di insurrezione degli azionisti di minoranza
 - Un caso di approvazione con contributo decisivo del voto doppio degli azionisti stabili (*leading case?*)