

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Quarta edizione Novembre 2024

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

Quarta edizione | Novembre 2024
a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Novembre 2024

FIN-GOV è il Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

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

- Prof. Massimo Belcredi (Direttore)
- Prof. Stefano Bozzi
- Prof. Alfonso Del Giudice
- Prof. Marco Oriani
- Prof. Duccio Regoli
- Dott. Mario Gatti

Sostenitori di FIN-GOV



Sponsor di FIN-GOV



© 2024 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: 979-12-5535-345-4

ISBN edizione digitale: 979-12-5535-346-1

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

SOMMARIO

Presentazione di FIN-GOV	4
Executive Summary.....	5
1. Introduzione.....	9
BOX 1	13
2. Composizione e funzionamento degli organi.....	14
2.1 Composizione del CdA.....	14
2.2 Funzionamento del CdA.....	18
3. Le principali novità della legge capitali.....	24
3.1 Il ricorso esclusivo al rappresentante designato	24
3.2 Le liste presentate dal CdA uscente	26
3.3 Il voto maggiorato e plurimo.....	28
4. Il dialogo con gli azionisti.....	32
4.1 Le linee-guida di Assonime e Assogestioni.....	32
4.2 Le politiche di dialogo degli emittenti.....	32
5. Indipendenza di consiglieri e sindaci.....	36
5.1 La presenza di indipendenti “a rischio”	39
5.2 Il presidente indipendente	40
5.3 Le spiegazioni offerte circa le situazioni “a rischio”	42
6. I comitati consiliari	44
6.1 Il Comitato Nomine.....	44
6.2 Il Comitato Sostenibilità.....	47
6.3 Il Comitato OPC.....	48
7. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti	52
7.1 La politica in materia di remunerazione	52
7.2 I compensi effettivamente corrisposti.....	69
7.3 Indennità di fine rapporto e patti di non concorrenza.....	70
8. Sostenibilità e Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF)	80
8.1 Forma e struttura della DNF.....	81
8.2 La matrice di materialità.....	81
8.3 Il piano di sostenibilità.....	82
8.4 Il Regolamento Tassonomia	84
8.5 L’informazione su singoli KPI.....	89
8.6 I rating ESG	96
Bibliografia.....	98
Appendice 1: Nota Metodologica.....	99

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
8 novembre 2024

Executive Summary

Questo 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. Un'attenzione particolare è prestata all'applicazione della legge 5/3/2024 n. 21 (c.d. legge capitali) contenente disposizioni dirette alla “*Semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali*”. Le principali conclusioni possono essere sintetizzate come segue:

- a) Per la prima volta dopo moltissimi anni il saldo tra IPO e *delisting* è positivo, il che ha portato un lievissimo aumento del numero di società quotate. La qualità della corporate governance varia molto: 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.
- b) Il Comitato per la Corporate Governance (CG) ha richiamato l'attenzione degli emittenti su vari punti: a) approvazione del piano industriale, anche alla luce dei temi di sostenibilità; b) informativa pre-consiliare; c) orientamenti sulla composizione quali-quantitativa del CdA; d) *disclosure* su finalità del voto maggiorato e suoi effetti su assetti proprietari e strategie future.

Si riscontrano miglioramenti su vari aspetti: a) pubblicazione (e tempestività) degli orientamenti sulla composizione del CdA; b) trasparenza su partecipazione dei manager alle riunioni consiliari; c) motivazione della scelta di attribuire deleghe al presidente; d) *disclosure* dei criteri adottati per valutare l'indipendenza dei consiglieri; e) trasparenza sui piani di incentivazione pluriennale. D'altro canto, gli inviti del Comitato hanno avuto scarso successo in altri ambiti: a) *disclosure* sull'approvazione del piano industriale, non di rado limitata a un'informativa *boilerplate*; b) analisi dei temi di sostenibilità nell'elaborazione del piano; c) limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni “di riservatezza”; d) diffusione di un *executive summary* sulla politica di remunerazione; e) *disclosure* degli obiettivi ESG posti al management. Luci e ombre mostra la *disclosure* sull'introduzione del voto maggiorato.

- c) La legge capitali ha portato novità in tre ambiti principali: a) ricorso esclusivo al “rappresentante designato” in assemblea; b) lista del CdA; c) potenziamento del voto plurimo e del voto maggiorato. Malgrado tempi estremamente ristretti, già 53 emittenti (più di ¼ del totale) hanno adottato le nuove previsioni in materia di rappresentante designato, quasi sempre nella versione soft che consente al CdA di optare di volta in volta per il suo utilizzo. Presso le società più soggette allo scrutinio degli investitori istituzionali, la proposta è stata presentata di rado (12% nel FTSE Mib, 17% tra le società finanziarie, 8% tra le grandi non concentrate). In alcune società la proposta di delibera è stata bocciata (3 casi) o è stata approvata con una maggioranza risicata (altri 3 casi).

Fin-Gov ha analizzato altrove il tema della lista del CdA (Belcredi-Bozzi 2024). Nel 2024 solo due società hanno introdotto in statuto tale possibilità. È anzi prevedibile la sostanziale sparizione di tali liste, a meno che siano apportate modifiche dell'ultim'ora alla legge capitali.

Solo 7 società hanno introdotto la maggiorazione e/o la super/maggiorazione dei diritti di voto degli azionisti stabili. La proposta è stata approvata sempre, anche se in 2 casi con una maggioranza risicata. In un caso i voti doppi già detenuti dall'azionista di controllo sono risultati decisivi per approvare la super-maggiorazione. La proposta riporta sempre (o quasi) la motivazione, gli effetti attesi sulla struttura proprietaria e il processo decisionale seguito. Non è però fornita quasi mai informazione sull'impatto che essa avrà sulle strategie future (né è mai fornita motivazione della mancata *disclosure*).

- d) Il Codice ha significativamente allentato i parametri di valutazione delle remunerazioni che possono compromettere l'indipendenza degli amministratori. Ciò è avvenuto attraverso l'adozione di un criterio di valutazione autoreferenziale (che confronta gli emolumenti del singolo consigliere con i *suoi* compensi-base). Tale scelta è poco giustificabile soprattutto con riguardo ai presidenti, giudicati indipendenti in un numero crescente di emittenti (41), anche se sovente destinatari di remunerazioni ingenti collegate al loro specifico ruolo. Tale scelta sta portando un progressivo scollamento tra emittenti, che fanno uso della flessibilità concessa dal Codice, e *proxy advisors* e investitori, che ne leggono le previsioni in maniera più standardizzata. Tale situazione non è priva di rischi per il mercato italiano.
- e) 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). Il 27% degli emittenti continua però 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.
- f) 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 ancora soddisfacente: il 40% delle società non concentrate che hanno rinnovato il CdA non ha pubblicato l'orientamento richiesto dal Codice, oppure lo ha pubblicato senza il congruo anticipo richiesto.
- g) La grande maggioranza (70%) degli emittenti ha adottato una politica per il dialogo con gli azionisti. Quasi metà delle politiche prevedono forme di *engagement one-way* da parte degli investitori (come raccomandato dagli I-SDX elaborati da Assogestioni). 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*". La *disclosure* è buona sotto il primo profilo, del tutto sporadica sotto il secondo.
- h) La trasparenza sulla politica delle remunerazioni è in miglioramento. La struttura dei piani, tuttavia, non è sempre chiara, soprattutto tra le società minori. L'invito del Comitato a fornire un *executive summary* tabellare è stato raccolto solo dal 40% degli emittenti. Il pacchetto medio offerto ai CEO (a *target*) varia in relazione a settore,

dimensione e azionariato. Tra le società piccole e le familiari è composto per circa 2/3 da compensi fissi, per il resto da emolumenti variabili (in prevalenza di breve periodo – MBO). Tra le società grandi non concentrate, al contrario, il compenso fisso è il 38% del totale mentre il variabile (62%) è scomponibile tra MBO e LTI in parti uguali. Il 70% delle società ha inserito obiettivi ESG nei piani di incentivazione; dove adottati, essi valgono in media il 20% del variabile a *target*. In tali casi il Comitato CG ha invitato le società a “*fornire una chiara indicazione degli specifici obiettivi*”. Essi sono comunicati di frequente, ma i pesi di ciascun obiettivo sono resi noti solo da poco più di metà degli emittenti. L’obiettivo più frequente è la riduzione di emissioni di gas-serra, sia per i piani MBO (34% dei casi) che per quelli LTI (48%), con un peso medio sul totale del pacchetto intorno al 12/13%.

- i) Il Codice raccomanda che la politica definisca “*regole chiare e predeterminate per l’eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione*”. Informazione in materia di *severance pay* è comunicata da circa 2/3 degli emittenti; essa è, peraltro, non uniforme e sovente non chiara. La buonuscita è sovente pari a 24 mesi di remunerazione fissa + MBO, ma variazioni sul tema sono frequenti e non sempre sono comunicate in modo esplicito. L’entità del pacchetto è influenzata da dimensione aziendale e struttura proprietaria (mediamente più alta nelle società *widely held* e familiari, più bassa nelle pubbliche). In circa il 40% dei casi il pacchetto prevede anche un patto di non concorrenza, remunerato a parte: la durata media di tali patti è 18 mesi; il corrispettivo è pari a 13 mesi di remunerazione.
- j) Le DNF sono documenti sovente poco leggibili perché da un lato sono dispersive, dall’altro contengono paragrafi molto tecnici e non di agevole lettura. Il problema è verosimilmente destinato ad aggravarsi con l’entrata in vigore della CSRD, che fissa regole anche riguardo a tematiche trattate in altri documenti (soprattutto le Relazioni CG), di cui rischia di ridurre la leggibilità.
- k) Le imprese non finanziarie tenute a pubblicare la DNF hanno l’obbligo di comunicare la quota di fatturato, investimenti e costi operativi in termini sia di ammissibilità delle attività svolte ai sensi del Regolamento Tassonomia, sia di allineamento alla qualifica di ecosostenibilità. La sostenibilità degli investimenti (*capex*) è più elevata (ammissibilità 32%, allineamento 14%) rispetto ai KPI relativi all’attività corrente (fatturato – 28% e 11% – e *opex* – 31% e 13%). 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 22%, un valore inferiore a quello dichiarato dalle società non finanziarie quotate, il che è probabilmente indice di un livello di ammissibilità molto basso tra i soggetti non quotati finanziati dalle banche.
- l) Quasi tutte le società riportano dati sulla ripartizione del personale tra uomini e donne. Le dipendenti sono circa il 37% del totale. La presenza femminile quasi si dimezza (20%) a livello dirigenziale. Il 62% delle società rende nota la differenza di remunerazione tra uomini e donne (*gender pay gap*). Il *gap* retributivo è in lieve diminuzione: le donne percepiscono in media l’88% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l’85% tra i dirigenti.

- m) Quasi tutte le società riportano informazioni su consumi energetici e ricorso a fonti rinnovabili, pari al 27% in media (in aumento dal 23% 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 41 volte (11,6 volte) quelli degli altri settori non-finanziari e 306 volte (87 volte) quelli di una finanziaria. La trasparenza sulle emissioni di gas serra è in aumento e le emissioni stesse paiono in lieve diminuzione (almeno per i profili *Scope 1* e *Scope 2*).
- n) Il rating ESG medio degli emittenti è lievemente migliorato; ciò testimonia, verosimilmente, gli sforzi delle società in materia di sostenibilità. Peraltro, in parallelo, la distribuzione dei rating mostra differenze meno marcate tra un emittente e l'altro. Se i rating ESG sono, come dichiarato dai *providers*, rating relativi, questo loro appiattimento ne riduce l'utilità per gli investitori.

1. Introduzione

Il Rapporto FIN-GOV¹ analizza tematiche di corporate governance e sostenibilità delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Esso si focalizza su temi di interesse e attualità che possono cambiare di anno in anno. L'obiettivo è 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 quarta edizione del Rapporto si concentra sui seguenti temi:

- a) Composizione e funzionamento degli organi sociali;
- b) Indipendenza di consiglieri e sindaci;
- c) Novità portate dalla “legge capitali”;
- d) Politiche adottate dagli emittenti per il dialogo con gli azionisti
- e) Comitati consiliari;
- f) Politiche di remunerazione e compensi corrisposti;
- g) Informazioni in materia di sostenibilità.

Particolare attenzione è dedicata ai punti individuati nell'Allegato alla lettera inviata il 14/12/2023 dal Presidente del Comitato per la Corporate Governance come “*aree dove il livello di disclosure non consente una adeguata valutazione della coerenza delle prassi adottate con le raccomandazioni del Codice*”. Si tratta, nello specifico, di: processo di approvazione del piano industriale, informativa pre-consiliare, orientamenti sulla composizione ottimale del *board* e trasparenza sull'allineamento a essi da parte dei soci che presentano liste “lunghe”, *disclosure* sulle ragioni dell'introduzione del voto maggiorato. Uno specifico spazio di approfondimento è dedicato alle prime novità derivanti dall'applicazione della legge capitali, contenente disposizioni dirette alla “*Semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali*”.

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 (97%; totalitaria tra le società del FTSE Mib e nel settore finanziario).

In materia di sostenibilità il Rapporto analizza le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) redatte ai sensi del d.l. 254/2016². In tale ambito rivestono particolare interesse le prescrizioni del Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. Regolamento Tassonomia) che impone alle società tenute a redigere la DNF di dare informazione sul grado di “ecosostenibilità” della propria attività.

¹ Un sentito ringraziamento va a Umberto Boracchi, Sofia Salerno e Antonio Teodosio per l'aiuto nella costruzione del database. Ogni responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è a carico degli autori.

² La disciplina delle DNF sta per essere rivoluzionata dall'entrata in vigore della Direttiva UE 2022/2464 (CSRD), che porterà novità a partire dall'anno prossimo (il punto è analizzato più avanti).

Nel Rapporto si analizzano, inoltre, alcuni temi legati alla Direttiva Europea 2017/828, c.d. *Shareholder Rights II (SHRDII)*, relativi alla politica di remunerazione, ai compensi corrisposti agli amministratori e alle politiche di *engagement* degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi. 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 di tali politiche di *engagement*.

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.

Le Relazioni sono talvolta scarse, talvolta molto ricche³. Tale variabilità indica l'opportunità di una riflessione sul loro contenuto più opportuno. Il quadro è stato integrato con altre informazioni pubbliche di fonte societaria (soprattutto convocazioni e verbali di assemblea) e Consob.

Il Rapporto analizza le 207 società italiane, quotate al 31 dicembre 2023, le cui Relazioni erano disponibili al 31 agosto 2024: la copertura del listino è sostanzialmente integrale⁴. Per la prima volta dopo moltissimi anni si ha un saldo positivo tra IPO e *delisting*, che porta (al netto delle società le cui relazioni non sono disponibili) a un lieve aumento del numero di società oggetto dell'analisi (erano 203 l'anno passato).

Come di consueto, accanto ai risultati per l'intero listino, sono riportate statistiche relative, anzitutto, alle classificazioni del Codice CG:

- Dimensione: società grandi vs. piccole⁵;
- Concentrazione dell'azionariato: società concentrate vs. non concentrate⁶;
- *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)⁷. Tale differenza non si riscontra, invece, tra le società piccole (PNC e PC).

³ La Relazione CG media è composta di 83 pagine (variabile tra 23 e 182); la RR è 48 pagine (variabile tra 5 e 179); la DNF media è addirittura 151 pagine (variabile tra 27 e 499).

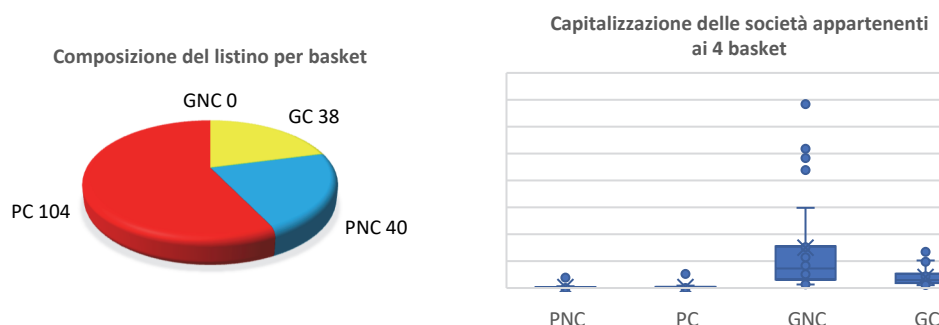
⁴ Le 5 Relazioni mancanti a tale data sono in genere collegate a casi di *delisting* e procedure concorsuali. Sono escluse dall'indagine le società di diritto estero e le società quotate sul mercato *Euronext Growth Milan*, non soggette all'obbligo regolamentare di fornire informazioni sull'applicazione del Codice.

⁵ 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).

⁶ 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).

⁷ Le prime 8 società per capitalizzazione sono tutte non concentrate ai sensi del Codice.

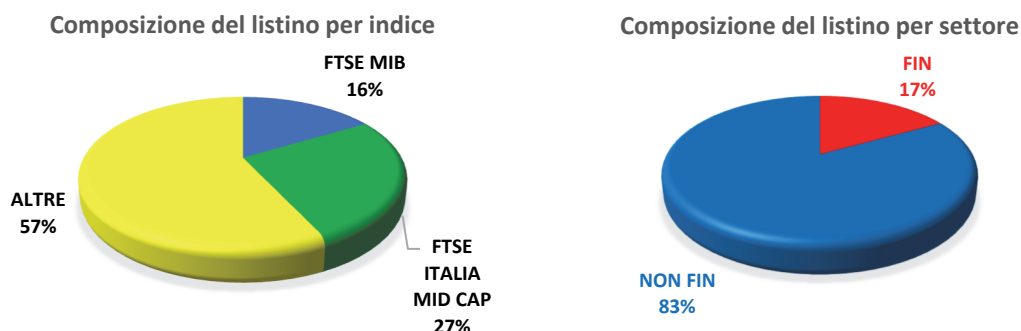
Figura 1



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

- Indici di Borsa Italiana: FTSE-Mib, Mid Cap, Altre (di fatto Small Cap; i termini sono usati come equivalenti);
- Settori: società finanziarie (banche assicurazioni, servizi finanziari) vs. non finanziarie (tutti gli altri settori).

Figura 2



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

- Struttura proprietaria: classificazione riferita all'esistenza (e all'identità) di uno o più azionisti tra loro legati che detengano almeno il 20% dei diritti di voto. Sono state individuate le seguenti 4 categorie: *Family*, *State*, *Altri assetti*, *Widely Held*.⁸

⁸ 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 (2023). 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 (2023).

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.

BOX 1

La *composizione* dei CdA è quasi sempre *compliant* con le raccomandazioni del Codice in materia di amministratori indipendenti. Ciò è dovuto, almeno in parte, all’approccio estremamente prudente del Codice CG che ha scelto, da un lato, di fissare standard di composizione allineati alla situazione già esistente e, dall’altro, di delegare ai singoli emittenti la definizione dei criteri di valutazione dell’indipendenza.

Il Codice raccomanda alle società non concentrate che il CdA esprima un orientamento sulla propria composizione quali-quantitativa ottimale, da pubblicarsi con congruo anticipo rispetto alla convocazione dell’assemblea di rinnovo. La *disclosure*, pur migliorata, è ancora insoddisfacente: in poco meno del 40% dei casi gli emittenti non hanno pubblicato l’orientamento (senza fornire giustificazione) o lo hanno pubblicato senza congruo anticipo.

La *disclosure* sull’approvazione del piano industriale è migliorabile: circa $\frac{3}{4}$ degli emittenti affermano in modo esplicito che il CdA ha esaminato e approvato il piano; le altre società si limitano a richiamare il Codice o a dire che ciò è previsto dalle regole esistenti. Soprattutto, solo il 59% delle società precisa che l’approvazione del piano è avvenuta anche in base all’analisi dei temi di sostenibilità (rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine).

In materia di funzionamento del CdA riveste importanza cruciale la circolazione pre-consigliare dell’informazione, presupposto per l’adempimento dell’obbligo a carico degli amministratori di “agire in modo informato”. La trasparenza in materia, già molto buona, è in ulteriore crescita; ma una quota significativa di emittenti (27%; era il 33% l’anno passato) continua a indicare limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni di riservatezza, malgrado il Comitato CG abbia invitato le società a non contemplare generiche esimenti di tal sorta; il fenomeno si riscontra soprattutto tra le società *widely held* (35%; era il 56% l’anno passato).

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 molto spesso (dall’83% 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.

2. Composizione e funzionamento degli organi

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

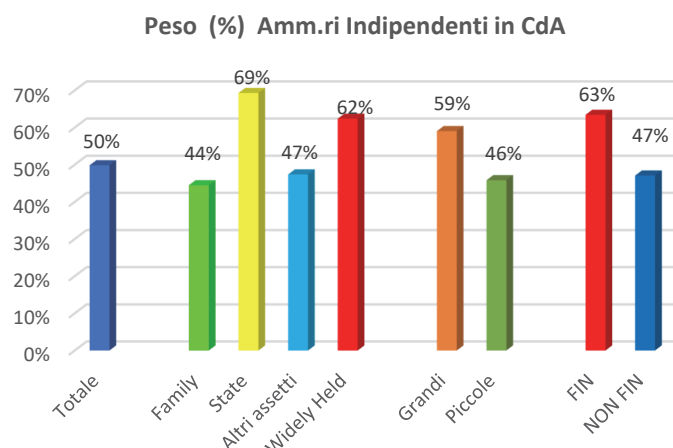
- a) La numerosità minima raccomandata degli amministratori indipendenti è stata innalzata per quasi tutte le (63) società grandi (Racc. 5). Il Codice raccomanda che: nelle (25) società grandi a proprietà non concentrata gli indipendenti costituiscano almeno metà del CdA; nelle (38) società grandi concentrate, gli indipendenti siano almeno 1/3 del CdA⁹;
- 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 142 società concentrate e di controllo e rischi per le 144 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 da tempo stabile (25% esecutivi, 75% non esecutivi). Il peso degli indipendenti è in lievissima ascesa anno dopo anno (anche nel 2023 esso si muove appena, dal 49 al 50% del CdA; era pari al 47% nel 2021). Il peso degli indipendenti varia in relazione alla dimensione societaria (più alto nelle grandi: 59%), al settore (più alto nelle società finanziarie: 63%) e alla struttura proprietaria (più alto nelle società pubbliche (69%) e *widely held* (62%) e minore nelle società familiari (44%).

⁹ 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.

Figura 4



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 34 emittenti del FTSE Mib soggetti a un *floor* di 1/3 si è passati a 63 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 54% nelle grandi concentrate (soglia minima = 1/3).

Il quadro è simile tra le società piccole: il numero di indipendenti in CdA è sotto la soglia minima (pari a 2) solo in 7 emittenti (5 dei quali hanno scelto di non adottare il Codice). Anzi, le società piccole sono quasi sempre allineate al modello proposto alle grandi concentrate: l'81% di esse ha indipendenti pari almeno a 1/3 (il 42% ha una maggioranza di indipendenti).

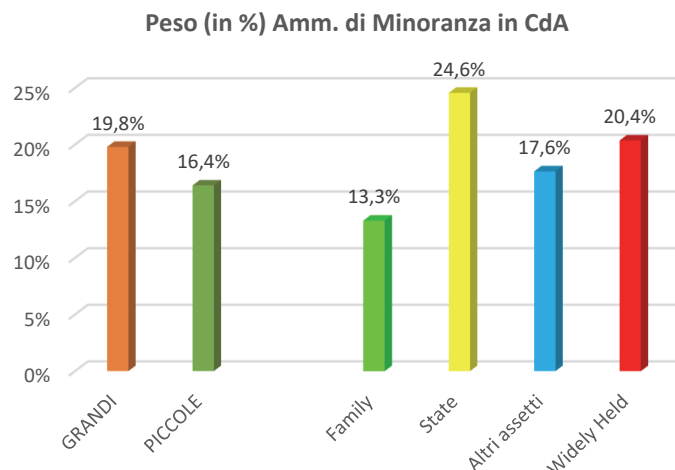
Tale elevata *compliance* è peraltro dovuta, almeno in parte, all'approccio prudente del Codice che, da un lato, si è limitato a fotografare la prassi corrente (rinunciando a proporre standard più elevati soprattutto alle società minori) e, dall'altro, ha scelto di consentire alle singole società di costruirsi "su misura" il *benchmark* con cui valutare l'indipendenza dei propri consiglieri. La *qualità* degli indipendenti non è quindi uniforme tra un emittente e l'altro. Il punto è approfondito nel capitolo 5.

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 60% e 63% del totale (in lieve crescita rispetto all'anno passato). La rappresentanza delle minoranze è fortemente correlata alla dimensione societaria: amministratori di minoranza sono presenti nel 91% delle società FTSE Mib, nel 69% delle Mid Cap e

solo nel 47% delle Small Cap, dove il dato è in aumento (dal 40% dell'anno scorso). Anche la struttura proprietaria ha un influsso notevole: amministratori di minoranza sono presenti molto spesso nelle società a controllo pubblico (92%) e nelle *widely held* (70%) ma solo nel 53% delle società familiari¹⁰.

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 26% 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 54% (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 il 76% tra le società grandi (ma solo il 30% tra le piccole).

2.1.3 Gli orientamenti sulla composizione quali-quantitativa ottimale del CdA

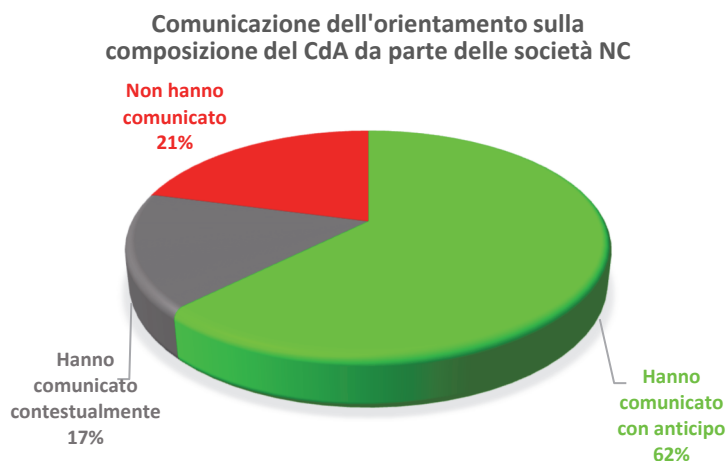
La raccomandazione 23 del Codice CG richiede, nelle (65) società non concentrate, che il CdA esprima, in vista di ogni suo rinnovo, un orientamento sulla composizione quali-quantitativa ottimale, tenendo conto degli esiti dell'autovalutazione. Si raccomanda che l'orientamento sia pubblicato sul sito *internet* della società con congruo anticipo rispetto all'avviso di convocazione dell'assemblea relativa al suo rinnovo.

La maggioranza degli emittenti comunica di avere effettuato l'autovalutazione; il numero è peraltro in discesa per la prima volta dopo molti anni (da 75% al 66% del totale). Il decremento è riconducibile alle società concentrate (dove la frequenza è diminuita dal 76% al 63%), per cui l'autovalutazione non è esplicitamente raccomandata. L'attività è frequentemente svolta con il supporto del Comitato

¹⁰ L'andamento è analogo per il Collegio Sindacale.

Nomine, come raccomandato dal Codice (Racc.12, lett. e)): ciò accade nel 70% dei casi (in netto aumento rispetto al 64% dell'anno passato e al 55% del 2022). In 53 casi, pari al 39% del totale, le società hanno fatto ricorso a un consulente esterno (la frequenza varia tra il 18% delle Small Cap e l'87% delle FTSE Mib).

Figura 6



Il tema dell'orientamento agli azionisti è stato più volte oggetto di richiami 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” e “a dare adeguata motivazione (...) della mancata espressione” di tale orientamento e/o “della mancata richiesta a chi presenta una lista “lunga” di fornire adeguata informazione circa la rispondenza della lista all'orientamento espresso”.

La *disclosure* in materia è migliorata progressivamente: 79 società hanno rinnovato il CdA nell'ultima stagione assembleare; 24 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 19, pari al 79% del totale (l'anno scorso erano stati il 68%; il 56% nel 2022). In 4 casi la pubblicazione è stata contestuale all'avviso di convocazione. Nelle restanti 15 società (pari al 62% del totale) essa è avvenuta con un anticipo di oltre un mese e mezzo (51 giorni, in netto miglioramento rispetto ai 33 dell'anno passato) rispetto all'avviso di convocazione; a livello di singolo emittente l'anticipo varia tra 8 e 133 giorni. Tra le 5 società non concentrate che hanno rinnovato il CdA nel 2024 e non hanno comunicato gli orientamenti, nessuna ha fornito una motivazione esplicita nella Relazione CG.

In 15 delle 19 società non concentrate che hanno pubblicato gli orientamenti in vista del rinnovo del CdA nell'ultima stagione assembleare (pari al 79% del totale) i documenti di presentazione delle liste “lunghe” hanno fornito informazione sulla loro rispondenza agli orientamenti pubblicati dal CdA. In 5 di tali casi la lista lunga (o una delle due liste lunghe) è stata presentata dallo stesso CdA uscente.

Tra le società concentrate la diffusione degli orientamenti del CdA (non raccomandata esplicitamente dal Codice) è non solo minoritaria (27% del totale) ma in forte calo

(erano il 39% l'anno passato). In circa metà dei casi (8 su 15), oltre tutto, l'orientamento è stato fornito contestualmente all'avviso di convocazione o addirittura dopo; nell'altra metà l'anticipo è stato in media 11 giorni.

2.2 Funzionamento del CdA

Data l'ampiezza del tema si è scelto di concentrarsi su quattro punti: a) approvazione del piano industriale; b) frequenza delle riunioni, *time commitment* richiesto agli amministratori e partecipazione alle riunioni; c) circolazione pre-consiliare delle informazioni; c) nomina del *Lead Independent Director* (LID) e riunioni dei soli amministratori indipendenti.

2.2.1 Approvazione del piano industriale

Il Codice CG raccomanda che il CdA esamini e approvi il piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo, anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine. Il Comitato per la Corporate Governance ha invitato le società a fornire adeguata *disclosure* sul coinvolgimento del CdA nell'esame e nell'approvazione del piano e nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione nel lungo termine.

Solo il 73% degli emittenti comunica in modo esplicito che il CdA ha effettivamente esaminato e approvato il piano industriale; altre società forniscono un'informazione *boilerplate* ossia si limitano a richiamare il Codice o a dire che le regole esistenti prevedono che il CdA esamini e approvi il piano, senza affermare con chiarezza che tale passaggio è effettivamente avvenuto e con quali modalità.

Solo nel 59% dei casi le società hanno precisato che l'approvazione del piano è avvenuta anche in base all'analisi dei temi (di sostenibilità) rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine; la precisazione è più frequente tra le società pubbliche (77% dei casi) rispetto alle società familiari (59%) o *widely held* (55%).

2.2.2 Frequenza delle riunioni e *time commitment*

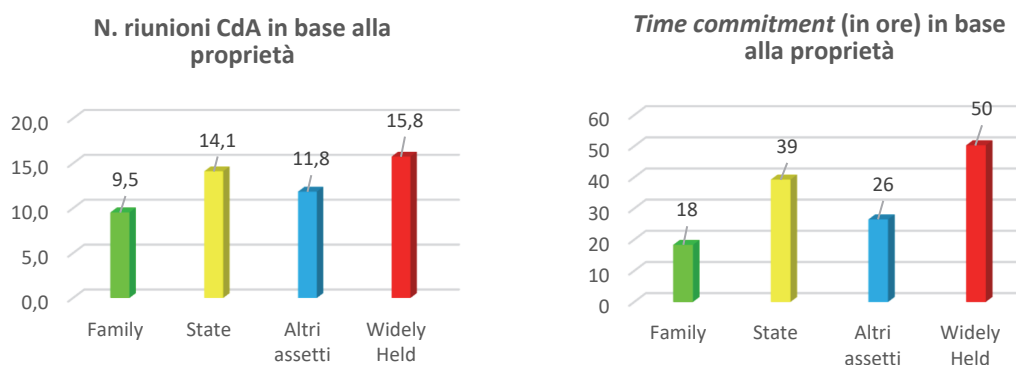
Le società pubblicano quasi sempre (97%) informazioni sufficienti a ricavare sia il numero di riunioni consiliari (11,2 in media), sia l'effettivo *time commitment* degli amministratori ($N \cdot \text{riunioni CdA} \times \text{Durata media} = 26 \text{ ore in media}$)¹¹. L'informazione è quasi altrettanto diffusa per i collegi sindacali (91% dei casi) e per i comitati Remunerazioni e Controllo e Rischi (85/88% dei casi). La *disclosure* relativa agli altri comitati (sostenibilità, OPC) è buona quando sono autonomi, mentre è assai rara quando sono accorpatisi ad altri comitati.

¹¹ 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 = 25 ore; CN e CR = 8/9 ore; CCR = 21 ore; C.Sostenibilità = 3.5 ore; COPC = 7 ore). Il *time commitment* per le riunioni del Collegio Sindacale è pari a 34 ore.

Ottima è la *disclosure* sulle presenze degli amministratori alle riunioni consiliari, fornita quasi sempre (97% dei casi). La partecipazione media è molto elevata (95% delle riunioni); l'81% 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 sindacale¹².

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 9,5 nelle *family firms* e 15,8 nelle società *widely held*. Il *time commitment* per le riunioni consiliari varia tra 18 ore nelle società familiari e 50 ore/anno tra le *widely held*. A livello di singolo emittente, il numero annuo di riunioni consiliari varia tra 2 (in una società familiare) e 29 (in una banca e in una società in difficoltà); il *time commitment* complessivo annuo varia moltissimo, tra 102 minuti (nella società familiare già menzionata) e 116 ore (in una banca).

Figura 7



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 dal 75% di tali società mentre la *disclosure* (su base volontaria) è meno frequente (35%) nelle società piccole. Non è semplice riportare statistiche sul numero di incarichi consentiti, poiché esso si fonda sovente su algoritmi complessi. Nelle (40) società grandi dove l'orientamento fa riferimento agli incarichi da amministratore non esecutivo, il numero consentito è in media pari a 4,8¹³.

Circa metà degli amministratori (53%) detiene, oltre a quello nell'emittente, un numero di incarichi pari in media a 3,5; 154 amministratori detengono più di 5 altri incarichi (fino a un massimo di 52). Le situazioni di multicarica sono molto più diffuse

¹² I numeri sono simili anche per i Comitati "da Codice", per i Comitati Sostenibilità e per i Comitati OPC (dove costituiti in forma autonoma).

¹³ 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 (5,7) che nelle grandi.

(71%) tra i sindaci, che detengono – tra l’altro – un numero di incarichi molto superiore (9,7); inoltre, il 39% dei sindaci detengono più di 5 altri incarichi (fino a un massimo di 85).

2.2.3 Circolazione delle informazioni

Una buona circolazione pre-consiliare dell’informazione (e la possibilità di chiedere approfondimenti in consiglio) sono punti cruciali per una corporate governance efficace. La Racc.11 del Codice prevede che il regolamento del CdA definisca procedure per la gestione dell’informativa che identificano i termini per l’invio preventivo e le modalità di tutela della riservatezza dei dati in modo da non pregiudicare tempestività e completezza dei flussi informativi. La Relazione CG dà *disclosure* sul Regolamento e “*sul rispetto delle procedure relative a tempestività e adeguatezza dell’informazione fornita agli amministratori*”.

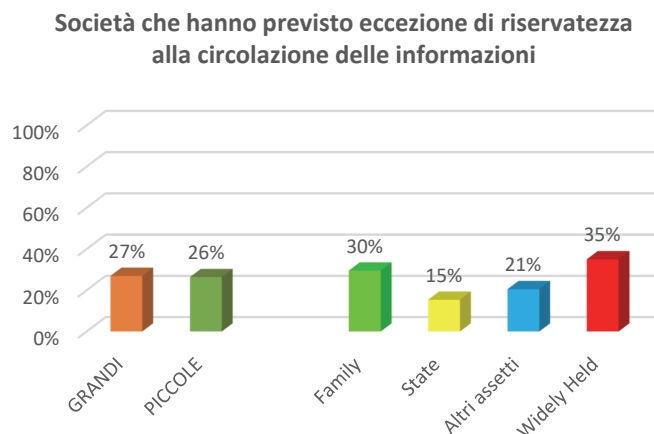
Il Comitato per la Corporate Governance ha invitato gli emittenti a prevedere procedure “*che non contemplino generiche esimenti alla tempestività (...) per ragioni di riservatezza (...) e a fornire, nella relazione sul governo societario, informazioni dettagliate sull’eventuale mancato rispetto dei termini di preavviso*”. Il punto è stato ribadito quest’anno: dopo avere riconosciuto i miglioramenti avvenuti, il Comitato ha nuovamente invitato le società “*a dare adeguata motivazione (...) in caso di deroga alla tempestività dell’informativa pre-consiliare per ragioni di riservatezza*”.

Le società rendono noti molto spesso (nell’89% dei casi) i termini per l’invio dell’informativa pre-consiliare (mediamente pari a 3,2 giorni). Le Relazioni indicano quasi sempre (nel 95% dei casi) che il termine è stato normalmente rispettato (dunque informazione completa sul rispetto delle raccomandazioni è stata fornita dall’89% x 95% = 85% degli emittenti, in netto miglioramento dal 65% dell’anno passato).

Assai meno positivo è il perdurare di situazioni in cui le società pongono limiti alla circolazione delle informazioni per ragioni “di riservatezza”, malgrado il richiamo di attenzione del Comitato. Tale situazione continua a essere frequente, pur se in diminuzione (in 55 casi, pari al 27% del totale; era il 33% l’anno passato; il 38% nel 2022). La fissazione di limiti alla circolazione delle informazioni è collegata in modo evidente alla struttura proprietaria (la clausola è presente nel 15% delle società pubbliche, nel 30% delle familiari e nel 35% – in forte calo dal 56% dell’anno scorso – delle *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 ulteriore 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 8



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 quasi sempre (90% dei casi; in aumento continuo 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 solo a disposizione per eventuali approfondimenti).

2.2.4 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 esecutivi¹⁴. 63 società (pari al 30% del totale) hanno un presidente esecutivo; 52 dichiarano che egli ha assunto anche il ruolo di CEO.

Informazioni sulle motivazioni della scelta sono state fornite in 52 casi, pari all’83% delle società che hanno un presidente esecutivo (in forte aumento rispetto al 63% dell’anno passato). In ben 40 casi si tratta di *family firms*, e la giustificazione fornita per la scelta fa tipicamente riferimento al ruolo di tale figura quale fondatore della società, alle competenze o alla lunga esperienza gestionale maturata o comunque

¹⁴ Alcune società dichiarano di essere prive di CEO o di avere più di un CEO.

all'opportunità di conservare un potere di impulso in capo al presidente. Nei restanti casi non è fornita *disclosure*.

2.2.5 Lead Independent Director e riunioni degli indipendenti

Le riunioni periodiche degli amministratori indipendenti si sono svolte quasi sempre (95%) nelle società grandi¹⁵ (dove sono raccomandate) e comunque abbastanza spesso (45%) anche nelle piccole; tale dato è in costante calo (erano il 51% l'anno passato, il 58% nel 2022, il 73% nel 2020). Un crescente numero di società piccole ha quindi optato per uno snellimento della governance. Il numero medio di riunioni degli indipendenti nell'anno è pari a 1,9; a livello di singolo emittente, il numero di riunioni degli indipendenti varia da 1 (in 78 emittenti) a 23 riunioni/anno (in una grande banca).

Le riunioni degli indipendenti sono coordinate dal *Lead Independent Director* (LID) (Racc. 14). Peraltro, il Codice CG ne raccomanda la nomina solo in alcune situazioni¹⁶. 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 23% dei casi (in uno solo di tali casi il LID non è stato nominato): come accennato, riunioni degli indipendenti si sono peraltro tenute nel 95% delle società grandi, che hanno ovviato al problema nominando il LID su base volontaria o affidando il compito di convocare le riunioni all'indipendente più anziano o da più tempo in carica.

¹⁵ Si fa qui riferimento alle sole società dove sono presenti almeno 2 indipendenti.

¹⁶ 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).

BOX 2

La legge 5/3/2024 n.21 (legge capitali) ha portato novità rilevanti in materia di governance. L'art.11 consente alle società quotate di prevedere statutariamente che l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano solo tramite il "rappresentante designato". Già 53 emittenti hanno proposto tale meccanismo all'assemblea, quasi sempre nella versione soft che consente al CdA di optare di volta in volta per il suo utilizzo. La proposta non è gradita, in generale, agli investitori istituzionali che la considerano potenzialmente lesiva degli interessi degli azionisti. Presso le società più soggette allo scrutinio degli investitori istituzionali la proposta è stata finora presentata di rado (12% nel FTSE Mib, 17% tra le società finanziarie, 8% tra le grandi non concentrate). In alcuni casi la delibera è stata bocciata (3 casi) o è stata approvata con una maggioranza risicata (altri 3 casi).

L'art.12 "regolamenta" (in realtà, praticamente vieta) la presentazione della lista del CdA. La facoltà di presentare una lista di candidati è attribuita al CdA uscente dagli statuti di 50 società. La lista "del CdA" è stata effettivamente presentata in 15 società non concentrate (quasi tutte *widely held*). Solo due società hanno introdotto tale possibilità nel 2024. La legge capitali porterà probabilmente alla sparizione di tali liste, a meno che ad essa siano apportate modifiche dell'ultim'ora.

Gli art. 13 e 14 potenziano le azioni a voto plurimo e maggiorato, portando da 3 a 10 i voti per azione cui esse possono dare diritto. Nel 2024 solo 7 società (quasi tutte ad azionariato concentrato) hanno colto tale opportunità, proponendo all'assemblea la maggioranza e/o la super/maggiorazione dei diritti di voto degli azionisti stabili. Come prevedibile, la proposta è stata approvata sempre; in 2 casi (su 7), peraltro, con una maggioranza risicata (appena superiore al *quorum* dei 2/3 necessario). In un caso, i voti doppi già detenuti dall'azionista di controllo sono risultati decisivi per l'approvazione della super-maggiorazione.

La proposta di maggioranza riporta sempre la motivazione e informazioni sugli effetti che la modifica avrà sulla struttura proprietaria e di controllo; quasi sempre è fornita *disclosure* sul processo decisionale seguito. Non è invece fornita quasi mai informazione sull'impatto che essa avrà sulle strategie future. Inoltre, non è mai fornita motivazione di tale mancata *disclosure*.

3. Le principali novità della legge capitali

La legge 5/3/2024 n.21 (legge capitali) ha portato novità rilevanti in diversi ambiti collegati alla corporate governance. Si allude agli articoli da 11 a 14 della legge, che intervengono su varie materie: dalle modalità di svolgimento delle assemblee (art.11) alla possibilità per il CdA uscente di presentare una propria lista per il rinnovo dell'organo (art.12), fino alle azioni a voto maggiorato e plurimo (art.13 e 14 rispettivamente). L'implementazione di queste norme richiede modifiche statutarie, vuoi per sfruttare le nuove opportunità (art.11, 13 e 14), vuoi per continuare a usufruire di quelli già presenti (art.12). Si è dunque svolta un'analisi sulle assemblee straordinarie del 2024 diretta a indagare:

- a) Quante (e quali) società hanno convocato l'assemblea straordinaria per modifiche statutarie collegate agli ambiti indicati;
- b) Quali opzioni sono state proposte ai soci;
- c) Se e con quali maggioranze sono state approvate.

La lettura dei risultati richiede un *caveat*: i tempi per portare in assemblea proposte relative ai punti menzionati erano molto ristretti. La legge, approvata il 5 marzo, è uscita in Gazzetta Ufficiale il 12, mentre la quasi totalità delle riunioni consiliari in cui è stata approvata la convocazione dell'assemblea ha avuto luogo nella prima metà dello stesso mese. Ciò ha reso ardua la presentazione di proposte, salvo nei casi in cui il lavoro istruttorio fosse già stato svolto con anticipo. È possibile che una seconda ondata di proposte – di dimensioni anche maggiori di quella di quest'anno – si manifesti nel 2025.

3.1 Il ricorso esclusivo al rappresentante designato

L'art.11 della legge capitali ha introdotto nel TUF l'art.135-*undecies*.1 che consente alle società quotate di prevedere statutariamente che l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano solo tramite il rappresentante designato dalla società.

Il ricorso esclusivo al rappresentante designato è stato previsto per la prima volta nell'ordinamento italiano nella legislazione di emergenza approvata in occasione della pandemia di Covid-19 (art.106 d.l. n.18/2020, c.d. Cura Italia). Il meccanismo prevede in sostanza che proposte di delibera ed eventuali domande dei soci debbano essere presentate – e il diritto di voto (esclusivamente da remoto) debba essere esercitato – prima dell'assemblea, che resta la sede deputata all'effettuazione di comunicazioni da parte degli amministratori e sindaci, nonché alla comunicazione degli esiti del voto.

La stabilizzazione del meccanismo emergenziale è un punto controverso: esso pare gradita a vari emittenti, per ragioni che vanno dalla scarsa frequenza (e/o limitata utilità) degli interventi dei soci in assemblea al fatto che gran parte degli investitori istituzionali vota comunque per delega e con anticipo, all'utilità di porre limiti ai c.d. disturbatori d'assemblea. D'altro canto, *proxy advisors* e investitori istituzionali, pur

riconoscendo la fondatezza di alcuni argomenti delle società, sono generalmente contrari all'adozione del meccanismo, che considerano potenzialmente lesivo dei diritti dei soci.

La norma prevede un meccanismo di *opt-in*: è la singola società che può modificare lo statuto per introdurre il meccanismo (o prolungarne l'efficacia), previa delibera dell'assemblea straordinaria. Il ricorso esclusivo al rappresentante designato può essere consentito alternativamente: a) di volta in volta, previa decisione del CdA relativa alla singola assemblea, oppure b) in via permanente.

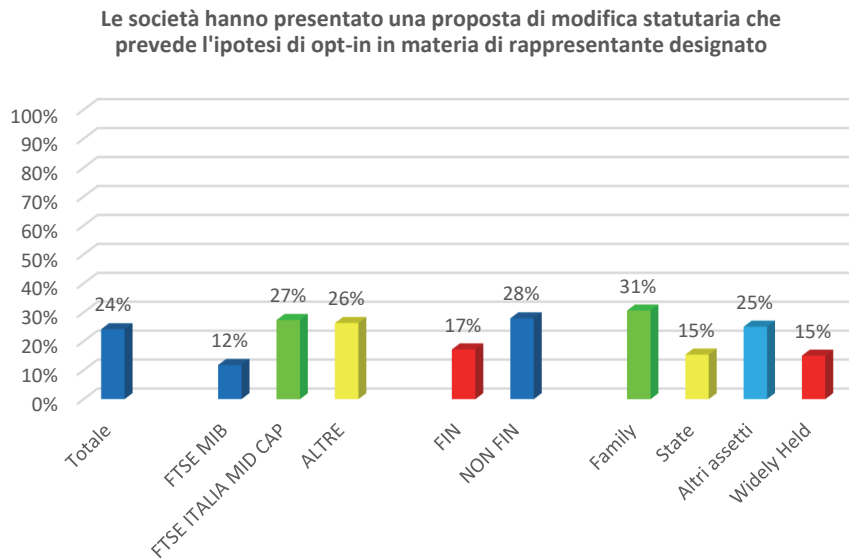
C'è una profonda differenza tra le due alternative: nel primo caso, la decisione circa le modalità di svolgimento dell'assemblea è rinviata a una successiva, specifica decisione del CdA, che si troverà di fronte al dilemma se affrontare o meno una discussione preventiva con (e/o la reazione successiva de) gli investitori istituzionali. Se invece il meccanismo è adottato in via permanente, il CdA evita di sottoporsi ripetutamente al giudizio degli investitori ma dovrà mettere in conto – verosimilmente – un'opposizione maggiore in considerazione della definitività della scelta.

Nel 2024, malgrado la ristrettezza dei tempi, già 53 società (pari al 26% del totale) hanno portato in assemblea una proposta di *opt-in* in materia: la proposta ha avuto quasi sempre (in 50 casi) per oggetto il conferimento al CdA del potere di decidere di volta in volta se fare ricorso esclusivo al rappresentante designato; solo 3 società (due Small Cap e una Mid Cap) hanno proposto il ricorso al rappresentante designato in via permanente¹⁷. In sintesi, un discreto numero di società ha colto l'occasione di inserire in statuto l'opzione ma il timore di una reazione negativa del mercato ne ha verosimilmente sconsigliato l'adozione in via permanente. Si vedrà nei prossimi anni quante società sceglieranno in concreto di farne uso.

L'inserimento del meccanismo in statuto varia molto secondo dimensione e settore dell'emittente. Presso le società del FTSE Mib – più soggette allo scrutinio degli investitori istituzionali – la proposta è riscontrabile con frequenza molto minore (4 soli casi, pari al 12% del totale). Lo stesso vale per le società finanziarie (17%) e le società grandi non concentrate (8%).

¹⁷ In realtà una delle tre ha previsto il rappresentante designato come modalità di *default*, salva la possibilità per il CdA di prevedere – per singole assemblee – che il rappresentante raccolga deleghe in via non esclusiva o che non vi sia alcun soggetto designato, consentendo esclusivamente l'intervento diretto in assemblea.

Figura 9



Trattandosi di una proposta controversa, essa ha riscontrato un consenso assai variabile. In tre casi la proposta di delibera è stata addirittura bocciata (in uno in maniera plebiscitaria, negli altri due perché, pur avendo conseguito la maggioranza dei voti in assemblea, la proposta non ha raggiunto il *quorum* deliberativo dei 2/3). In altri 3 casi la proposta è stata approvata con una maggioranza risicata, di poco superiore a tale *quorum*¹⁸.

Con una frequenza minore sono state portate in assemblea proposte, pure consentite dalla legge capitali, dirette a snellire i processi di convocazione e svolgimento dell'assemblea, come l'introduzione della possibilità di intervento a distanza (23 casi), l'eliminazione dallo statuto del riferimento al luogo di tenuta dell'assemblea (15 casi) e la possibilità di votare per corrispondenza (3 casi). Tali proposte sono state solitamente presentate dalle stesse società che sono intervenute sul rappresentante designato. In 21 casi (pari al 39% del totale) i soci sono stati, anzi, chiamati a votare su un'unica delibera che accorpava i vari punti relativi allo svolgimento delle assemblee.

3.2 Le liste presentate dal CdA uscente

La normativa ante legge capitali consentiva, pacificamente, alle società di attribuire al CdA la facoltà di presentare una propria lista per il rinnovo dell'organo. L'art.12 della legge capitali ha introdotto nel TUF l'art.147-ter.1, che ha rivoluzionato la materia, creando peraltro notevoli scogli interpretativi, di importanza tale da rendere dubbia la futura presentazione di liste del CdA.

La norma in questione si applica alle assemblee che avranno luogo a partire dal 1/1/2025. Nelle assemblee di quest'anno solo due società *Small Cap* (appartenenti allo

¹⁸ È opportuno ricordare che il *quorum* (costitutivo e deliberativo) non è identico per tutti gli emittenti ma dipende dal combinato disposto dell'art. 2367 CC e delle eventuali previsioni statutarie in materia. I commenti riportati nel testo tengono conto dei *quorum* applicabili nel caso concreto.

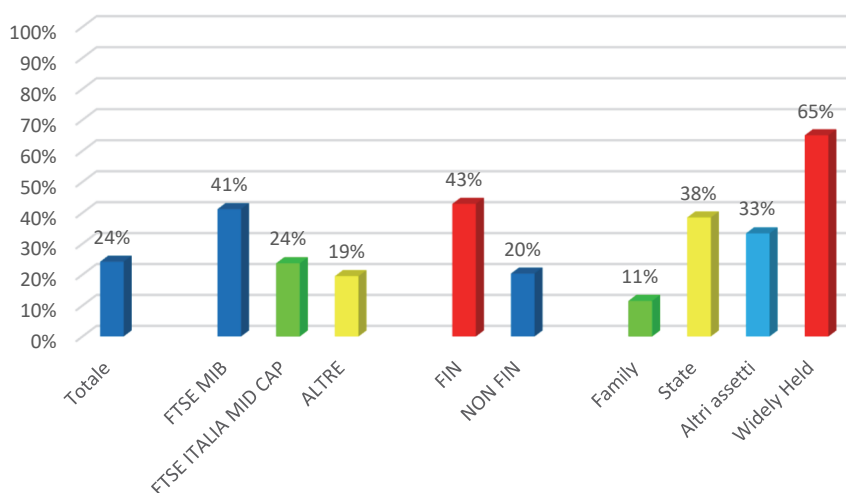
stesso gruppo) hanno presentato modifiche statutarie che attribuiscono al CdA uscente la facoltà di presentare una lista. Si tratta di modifiche gemelle, del tutto generiche, che necessitano – per funzionare – dell’emanazione della normativa applicativa da parte della Consob. Le due delibere sono state approvate con maggioranze diverse, la prima quasi all’unanimità, la seconda con maggioranza comunque ampia (76% dei presenti). L’impatto della nuova normativa sul concreto funzionamento dell’assemblea, sui possibili esiti del voto e sugli incentivi alla futura presentazione di “liste del CdA” è stato analizzato in dettaglio altrove¹⁹. Qui ci si limiterà a descrivere la situazione corrente, alla vigilia dell’entrata in vigore della nuova norma.

La presentazione di una lista di candidati da parte del CdA uscente è una prassi poco diffusa, ma popolare presso alcune categorie di emittenti. La facoltà di presentare una propria lista è attribuita al CdA attraverso specifiche disposizioni statutarie, rinvenibili presso 50 emittenti (24% del totale) concentrati tra le società maggiori (FTSE Mib), dove la frequenza quasi raddoppia (41%, contro 24% tra le Mid Cap e 19% tra le altre). Numeri analoghi si riscontrano presso le società finanziarie (43%), in confronto con le non finanziarie (20%).

La possibilità di attribuire al CdA la facoltà di presentare una lista è stata colta soprattutto dalle società 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 normalità.

Figura 10

Il CdA ha facoltà di presentare una propria lista



Oggi 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 grande maggioranza (65%) delle società *widely held*. La frequenza scende al 38% tra le società pubbliche e all’11% tra le *family firms*.

¹⁹ Si rinvia pertanto il lettore interessato a Belcredi-Bozzi (2024).

La facoltà di presentare una lista non implica che essa sia effettivamente presentata. Il CdA ha sfruttato l'opportunità di presentare una propria lista in 15 casi. Si osserva 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 (11 sono *widely held*).

3.3 Il voto maggiorato e plurimo

Gli artt. 13 e 14 della legge capitali hanno modificato rispettivamente l'art. 2351, co.4 del Codice Civile e varie norme del TUF (art.106, con l'introduzione del co. 5-*bis*, e art. 127-*quinquies*, interamente sostituito). Ne consegue una nuova regolamentazione delle azioni a voto multiplo:

- a) Le azioni a voto plurimo possono conferire al loro detentore fino a 10 voti (anziché fino a 3, come in precedenza);
- b) Le azioni a voto maggiorato possono prevedere una super-maggiorazione progressiva connessa al passare del tempo (un voto in più per ogni anno di detenzione ininterrotta, fino a un massimo di 10 voti per azione); da osservare che, in caso di introduzione della super-maggiorazione in società che già hanno il voto maggiorato "normale", gli azionisti che già godono del doppio voto possono farlo valere ai fini della delibera²⁰.

Sono previsti inoltre meccanismi di conservazione del voto maggiorato anche in caso di operazioni di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera (verosimilmente al fine di favorire l'eventuale rimpatrio di società che hanno in passato trasferito all'estero la sede legale, conservando i meccanismi di maggiorazione di voto ivi istituiti)²¹.

Anche a causa della ristrettezza dei tempi sottolineata in precedenza, solo 7 società hanno convocato l'assemblea straordinaria per istituire o modificare il voto maggiorato nel 2024: in 2 società è stata proposta l'istituzione del "normale" voto maggiorato (2 voti per azione); in 4 il meccanismo di super-maggiorazione (fino a 10 voti per azione) introdotto dalla legge capitali; in un caso la proposta ha riguardato ambedue i punti (maggiorazione – nuova – e super-maggiorazione, peraltro con un limite – 3 voti per azione – nettamente più basso di quello previsto per legge).

²⁰ Tale disposizione è criticabile, in quanto – come mostrato altrove (Belcredi 2022) – le società che hanno istituito il voto maggiorato lo hanno fatto essenzialmente allo scopo di raggiungere la maggioranza dell'assemblea straordinaria. Consentire di far valere il voto doppio nella delibera sulla super-maggiorazione significa sostanzialmente consentire all'azionista di controllo di decidere sul punto in maniera auto-referenziale. Né vale obiettare che gli azionisti, nel deliberare sulla prima maggiorazione implicitamente hanno considerato anche la possibile super-maggiorazione, poiché tale opportunità non era consentita nella normativa originaria, in vigore fino a marzo 2024. La norma che introduce il voto super-maggiorato è redistributiva e non è accompagnata da meccanismi che consentano una qualche autodifesa agli azionisti di minoranza.

²¹ Per un'analisi del fenomeno dei trasferimenti di sede all'estero, si rinvia a Belcredi *et al.* (2023).

Quasi tutte le società in esame hanno azionariato concentrato (il primo azionista detiene diritti di voto tra il 55% e il 74% del totale). Fanno eccezione una società in cui il primo azionista sfiora il 50% dei diritti di voto (per l'esattezza il 48%) senza raggiungerlo e la società che ha introdotto contemporaneamente il doppio step (maggiorazione e super-maggiorazione a 3 voti), la quale ha un azionariato più frazionato: 4 soci storici (non legati da patti parasociali) detengono complessivamente il 39% dei diritti di voto.

Nei 2 casi in cui è proposta l'introduzione del voto maggiorato, la maggiorazione a 2 voti consente all'azionista di controllo di ottenere il controllo dell'assemblea straordinaria (col 71% o rispettivamente col 65%, con esiti analoghi dato che è assai improbabile un'affluenza all'assemblea totalitaria o quasi). Il caso del doppio step (con passaggio al voto triplo) è probabilmente simile, dato che i 4 soci storici (non legati da patti) raggiungerebbero comunque il 57% dei diritti di voto. Nel caso del voto super-maggiorato, l'azionista di controllo che raggiunge i 10 voti per azioni può ottenere (in 3 casi su 4) o avvicinare (nell'ultimo caso) il 90% dei diritti di voto, il che gli conferisce uno spazio larghissimo per effettuare eventuali operazioni di crescita esterna senza perdere il controllo della società.

Il Comitato per la Corporate Governance ha invitato le società a dare adeguata *disclosure*, nelle proposte del CdA all'assemblea sull'introduzione del voto maggiorato, “*delle finalità della scelta e degli effetti attesi sugli assetti azionari e di controllo e sulle strategie future e a fornire adeguata motivazione dell'eventuale mancata disclosure di questi elementi*”.

La proposta di maggiorazione del diritto di voto riporta sempre la motivazione, che fa riferimento all'opportunità di favorire la stabilità dell'azionariato e il suo *commitment* a lungo termine; sono sempre fornite informazioni sugli effetti che la modifica avrà sulla struttura proprietaria e di controllo e (quasi sempre) sul processo decisionale seguito nella sua elaborazione, riguardo al quale non è mai comunicata l'espressione di opinioni contrarie.

Non è invece fornita quasi mai informazione sull'eventuale impatto che la maggiorazione del diritto di voto avrà sulle strategie future: solo una società afferma che non ci sarà alcun effetto, mentre due emittenti sostengono – esattamente con lo stesso *wording* – che il rafforzamento degli azionisti stabili faciliterà l'emissione di nuove azioni in occasione di future nuove acquisizioni carta contro carta. Non è mai fornita motivazione della mancata *disclosure*. È opportuno che il Comitato reiteri la propria raccomandazione in questo ambito, anche in vista di una possibile seconda ondata di proposte di super-maggiorazione.

Come prevedibile, l'introduzione del voto maggiorato e/o super-maggiorato è stata approvata sempre, con maggioranze variabili tra il 69.5% e il 99.99% dei voti in assemblea. Da osservare tuttavia che in due casi (su sette) la proposta è stata approvata con una maggioranza risicata (rispettivamente col 69.5% per la super-maggiorazione e col 71% per la maggiorazione a 2 voti).

Nel primo di tali casi, anzi, i voti doppi già detenuti dall'azionista di controllo sono risultati decisivi per l'approvazione della super-maggiorazione: se la legge avesse

previsto – come sarebbe stato forse logico e certamente più tutelante nei confronti dei soci di minoranza – che il voto maggiorato non vale per delibere concernenti l'ulteriore modifica dei diritti di voto – la proposta avrebbe sì conseguito la maggioranza (55%) dei voti in assemblea, ma non avrebbe raggiunto il *quorum* dei 2/3 richiesto per l'approvazione.

BOX 3

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 70% degli emittenti. Restano quindi notevoli margini di miglioramento.

Il Comitato CG ha altresì invitato gli emittenti 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 (50% nel FTSE-Mib), nel settore finanziario (54%) e tra le società *widely held* (65%).

4. Il dialogo con gli azionisti

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*”²². 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.

4.1 Le linee-guida di Assonime e Assogestioni

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

- a) I Principi Assonime (2021) 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 l'*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.
- b) I principi Assonime dettano linee-guida generali, 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-to-one* o collettivo), ciascuna delle quali può essere preferibile in un determinato contesto.

4.2 Le politiche di dialogo degli emittenti

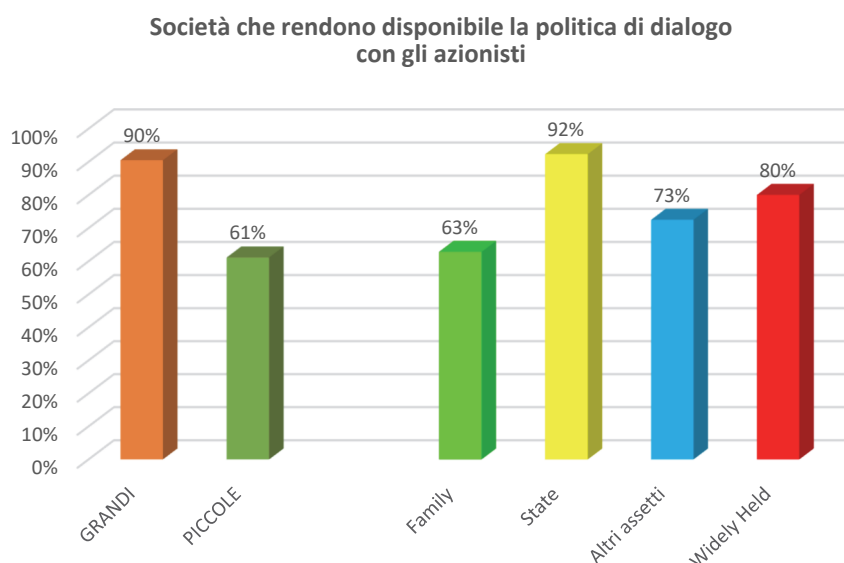
Il Comitato CG ha invitato le società ad adottare una politica di dialogo con gli azionisti “*che preveda anche la possibilità che questo sia avviato su iniziativa degli investitori, definendo modalità e procedure graduate, sulla base del principio di*

²² 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.

proporzionalità, in funzione delle caratteristiche della società in termini di dimensione e di struttura proprietaria”.

L'invito del Comitato è stato raccolto dal 70% degli emittenti, che ha adottato e reso disponibile sul proprio sito una politica per il dialogo con gli azionisti. Restano quindi margini di miglioramento. Una notevole influenza sulle scelte è esercitata dall'identità del primo azionista: una *policy* è adottata dal 92% delle società pubbliche (80% tra le *widely held*) e solo dal 63% delle *family firms*.

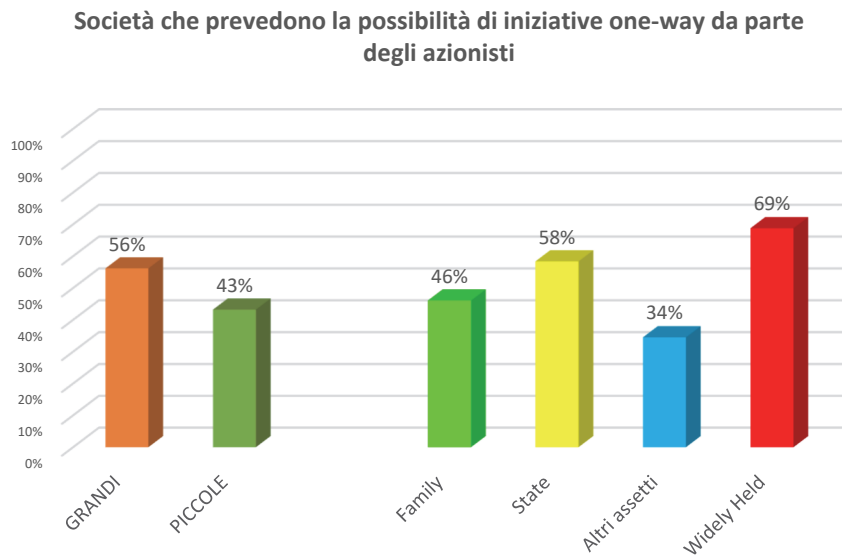
Figura 11



La politica è descritta frequentemente (85%) nella Relazione CG, come raccomandato dal Codice. Essa descrive quasi sempre come si articola il dialogo avviato su iniziativa degli investitori (91%) e/o di altri *stakeholders* rilevanti (83%). 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*.

In quasi metà delle società (48%) la 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 (52% nel FTSE-Mib, 41% tra le Small Cap), nel settore finanziario (54%), nonché tra le società *widely held* (69%) e pubbliche (58%); tra le *family firms* la previsione si ritrova in poco meno di metà dei casi (46%).

Figura 12



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*”. La disclosure è buona sotto il primo profilo (attività di *investor relations*) ma non sotto il secondo: solo in rari casi sono riportate informazioni sull’oggetto del dialogo avviato su sollecitazione di investitori o *stakeholders* o su eventuali iniziative adottate a seguito di esso.

BOX 4

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 sotto due profili: a) l'autoreferenzialità del *benchmark* utilizzato dal nuovo Codice; b) la possibilità di attribuire la qualifica di indipendente ai Presidenti, tipicamente beneficiari di compensi più elevati connessi al ruolo. Tale maggiore flessibilità ha generato una proliferazione di criteri *tailor-made*, che complica la lettura delle Relazioni e 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 indipendenti valutati “a rischio” in quanto non allineati a uno o più parametri del Codice risulta apprezzabile e in crescita: è compreso tra il 6,3 e l'11% del totale (l'anno scorso erano tra il 5,3 e il 9,4%), a seconda dei criteri di valutazione adottati). Il numero di soggetti “a rischio” è ancor più elevato tra i sindaci (17% del totale), perché numerosi sindaci “indipendenti” (il 14% del totale) 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 oltre 1/3 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 41 società, in ulteriore crescita rispetto alle 32 dell'anno passato (erano 17 nel 2021). Il nuovo Codice ha scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato rispetto agli altri non esecutivi – 59 mila € in media) con uno riferito al presidente stesso (quanto riceve in più rispetto al compenso fisso per la carica e per la partecipazione ai comitati – 230 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, tutti i presidenti indipendenti sarebbero “a rischio” (per compensi elevati) secondo i vecchi parametri, mentre nessuno lo è secondo i nuovi.

Solo di rado (in 1/3 dei casi, tralasciando i Presidenti indipendenti) le società spiegano le ragioni per cui gli indipendenti “a rischio” sono stati considerati tali malgrado il mancato allineamento alla raccomandazione del Codice. Il problema è ancora più grave tra i sindaci.

5. Indipendenza di consiglieri e sindaci

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 valutazione²³ delle remunerazioni che possono compromettere l’indipendenza: anzitutto sotto il profilo quantitativo (l’importo-base di riferimento incorpora ora 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 chiaramente autoreferenziale (la remunerazione-base *del singolo consigliere*); infine, ha generato una proliferazione di modelli e di *benchmark* che rende difficili analisi e confronti.

Come già evidenziato, la 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 Codice²⁴.

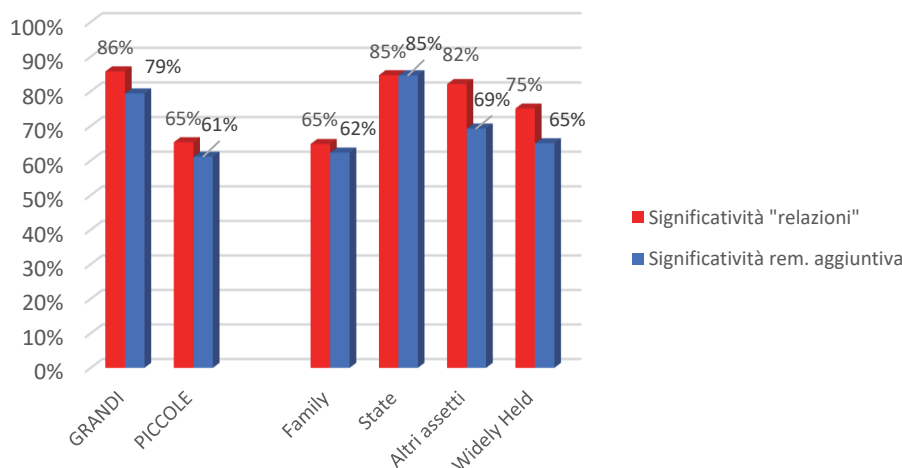
La *disclosure* dei parametri di valutazione migliora anno dopo anno ma è ancora lontana dal modello proposto: informazione è stata fornita, quanto all’adozione di criteri per valutare le remunerazioni aggiuntive, solo dal 67% degli emittenti (era il 59% l’anno passato, il 51% nel 2022). Numeri simili (71%, contro il 64% dell’anno passato e il 52% del 2022) 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 (72%) rispetto alle società piccole (61%) e tra le società pubbliche (85%) rispetto alle *family firms* (65%).

²³ 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. 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*”.

²⁴ 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).

Figura 13

Società che hanno definito parametri di significatività per "relazioni" e remunerazioni aggiuntive ai fini dell'indipendenza



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 professionali²⁵ che può pregiudicare l'indipendenza. Ciò accade in 136 casi, pari al 66% del totale degli emittenti.

In 70 casi (su 148, pari al 47% del totale) la soglia è riferita al fatturato dello studio (8% in media), in 38 al reddito del consigliere (17% in media), in 56 casi è identificata in termini di importo (134 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 considerevole²⁶.

Anche riguardo alle "remunerazioni aggiuntive" (lett. d) è sovente possibile trovare informazioni sull'utilizzo di parametri numerici, che si riscontra in 127 casi, pari al 61% 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 essere misurate le remunerazioni aggiuntive e b) l'importo aggiuntivo rispetto alla soglia a) che mette a rischio l'indipendenza.

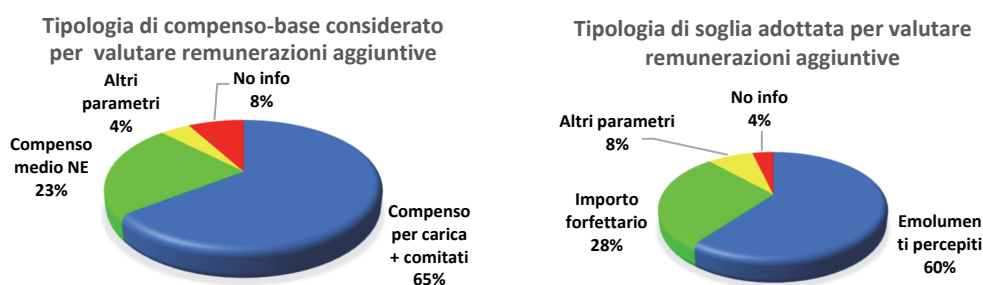
²⁵ Spesso differenziate a seconda che i servizi siano forniti dal consigliere o da uno studio associato/società che a lui faccia capo: i dati riportati sono relativi a servizi forniti da studi associati.

²⁶ La soglia di rilevanza varia da 0 (qualsiasi relazione ulteriore pregiudica l'indipendenza) al 35% del fatturato dello studio, dal 5 al 35% del reddito del consigliere e da 0 (idem) a 500 mila € per gli importi forfettari.

Quanto al primo punto (compenso-base), si riscontra una grande varietà di situazioni: la soluzione prevalente (89 casi su 138, pari al 64% del totale) fa riferimento al “*compenso fisso per la carica e (...) per la partecipazione ai comitati*”, secondo la dizione del nuovo Codice. Una forte minoranza di emittenti (32, pari al 23%) continua tuttavia ad utilizzare il parametro – più stringente – del vecchio Codice (“*l’emolumento “fisso” di amministratore non esecutivo*”); 6 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 83 casi (60% del totale) la soglia è definita come % rispetto agli emolumenti già percepiti dal consigliere: in media, essa è fissata al 93% del compenso-base. In altri 39 casi (28% del totale) la soglia è definita in termini di importo assoluto (media pari a 89 mila €, mediana 65 mila €)²⁷. In 11 casi (8% del totale) vengono utilizzati altri parametri. Nei restanti casi il parametro non è comunicato né ricostruibile.

Figura 14



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 quasi il 40% dei casi i parametri utilizzati non sono definiti *ex ante* o non sono ricostruibili in base alle Relazioni.

Inoltre – come già osservato in passato – il nuovo Codice ha generato una proliferazione dei criteri di valutazione di indipendenza, che 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 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.

²⁷ A livello di singolo emittente la soglia di rilevanza varia da 0 (qualunque emolumento aggiuntivo fa perdere l’indipendenza) al 300% dell’emolumento adottato come base e da 10 a 250 mila € per gli importi forfettari.

5.1 La presenza di indipendenti “a rischio”

Gli amministratori qualificati come indipendenti dagli emittenti sono 1020 in tutto, per la prima volta in netto aumento (+4.4%) dall’anno passato, quando erano 977. Non tutti appaiono, peraltro, 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 (2021)²⁸; 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)²⁹.

Tali definizioni differiscono quasi solo per la soglia dei compensi aggiuntivi che possono pregiudicare l’indipendenza³⁰. Seguendo la prima via (parametri Assonime), risultano “a rischio” 112 indipendenti, pari all’11% del totale: si tratta di un numero più alto rispetto sia all’anno passato (92), sia al 2022 (83) sia al 2019 (ultimo anno di vigore della precedente edizione del Codice, quando erano 88)³¹. Seguendo la seconda via (parametri del Codice CG), gli indipendenti beneficiari di compensi aggiuntivi sono 139, in genere per importi molto piccoli (in media 24 mila €, mediana 10 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 64, pari al 6.3% del totale, in ripresa dopo anni di calo (erano 56 l’anno passato, 49 nel 2022, 62 nel 2021, 88 – si ricorda nel 2019). Qualsiasi parametro sia utilizzato, il numero di indipendenti “a rischio” secondo il nuovo Codice risulta apprezzabile (è compreso tra il 6,3 e l’11% del totale).

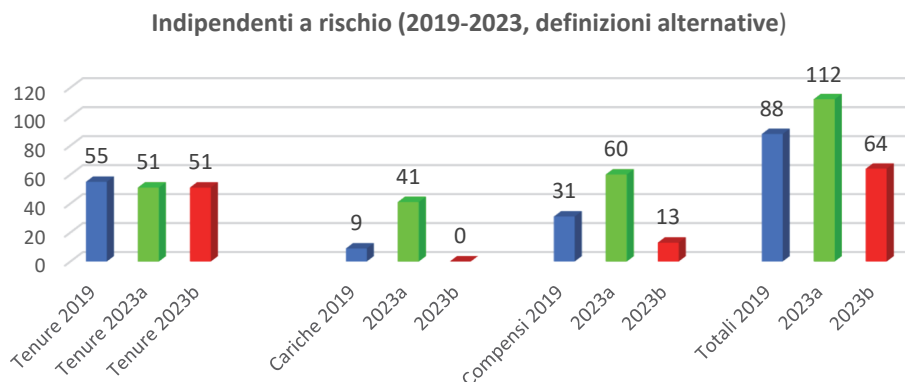
²⁸ Nel vigore del vecchio Codice, Assonime (2021), utilizzando una serie di convenzioni caratterizzate da ampia tolleranza, aveva identificato – nel 88 consiglieri indipendenti “a rischio” (pari al 10% del totale). Le principali ragioni di disallineamento erano tre: a) durata in carica oltre i 9 anni; 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”.

²⁹ 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.

³⁰ Una seconda differenza riguarda la possibilità di considerare indipendente il Presidente del CdA. Peraltro i Presidenti indipendenti sono quasi sempre destinatari anche di rilevanti compensi aggiuntivi e sono, dunque, già “colti” dal parametro “remunerazioni aggiuntive”.

³¹ Tutte le principali situazioni “a rischio” sono aumentate nell’ultimo anno, talvolta in misura consistente: i casi di *tenure* > 9 anni sono saliti da 48 a 51 (+6%); quelli di “cariche” sono aumentati da 32 a 41 (+28%); quelli di compensi aggiuntivi elevati sono passati addirittura da 39 a 60 (+54%).

Figura 15



Il problema è legato all'autoreferenzialità del *benchmark* utilizzato dal nuovo Codice, che coglie i compensi aggiuntivi rispetto all'“emolumento-base” del singolo ma è intrinsecamente incapace di individuare emolumenti-base fuori scala rispetto agli altri consiglieri. Tale autoreferenzialità genera effetti paradossali soprattutto nel caso dei Presidenti (non esecutivi), che svolgono un ruolo cui sono tipicamente associati compensi più elevati (il punto è approfondito nel prossimo paragrafo).

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 194 società (pari al 96% delle società con modello di governance “tradizionale”). Il modello dominante (177 casi, pari all'88% del totale) attribuisce la valutazione dell'indipendenza dei sindaci al collegio; solo in 14 casi la valutazione è attribuita al CdA; negli ultimi 3 casi il compito è attribuito in modo concomitante a CdA e collegio.

Il rischio di “perdita dell'indipendenza” assume rilevanza 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 596 su 621 (96% del totale). Peraltro, ben 106 tra essi (17% 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 85 sindaci indipendenti hanno *tenure* > 9 anni: tale numero è in continua crescita (erano 74 l'anno passato).

Pare opportuno che il Comitato richiami l'attenzione degli emittenti sulla corretta applicazione della valutazione dell'indipendenza dei sindaci.

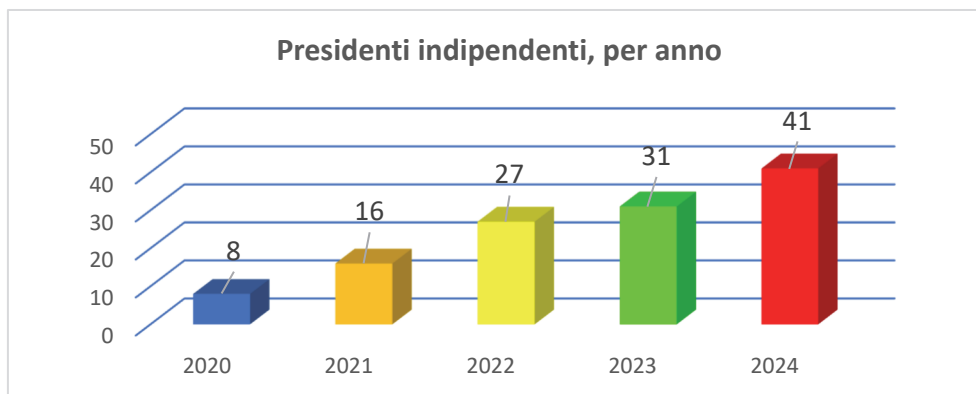
5.2 Il presidente indipendente

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 41 società, in ulteriore crescita (+32%) rispetto alle 31 dell'anno passato, alle 27 del 2022 e alle 16 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).

Figura 16

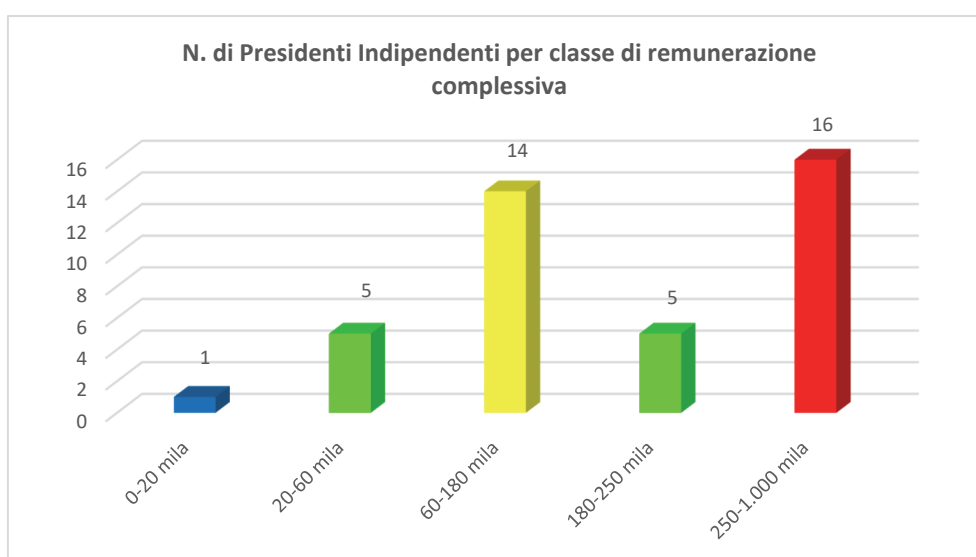


Il Codice CG ha scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato il presidente rispetto agli altri non esecutivi?) con uno riferito al presidente stesso (quanto riceve in più rispetto al compenso fisso per la carica e per la partecipazione ai comitati?). Peraltro, come già osservato, 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 59 mila €, il che lo rende un *benchmark* molto stringente; il compenso fisso medio per la carica (e per i comitati) è invece 230 mila € per i 41 presidenti qualificati come indipendenti, ossia quasi 4 volte (3,9 per la precisione) il parametro vecchio.

La remunerazione totale dei presidenti indipendenti è appena superiore a tale importo (è 236 mila €); il dato nasconde però una forte variabilità (da 10 a 968 mila €). 16 presidenti indipendenti (su 42) ricevono complessivamente più di 250 mila €.

Figura 17



Adottando i parametri Assonime (2021), la differenza media tra remunerazione complessiva dei presidenti indipendenti e compenso-base dei non esecutivi è pari a 162

mila € (varia tra 6 e 709 mila €) mentre, adottando quelli del nuovo Codice, la differenza rispetto al compenso-base dei presidenti è solo 5 mila € (varia tra 0 e 105 mila €). Di conseguenza, tutti e 41 i presidenti indipendenti sarebbero “a rischio” secondo i vecchi parametri, mentre nessuno lo è secondo i nuovi.

Come già osservato, il *benchmark* per la valutazione dell’indipendenza dei presidenti proposto dal Codice CG è mal tarato. La sua applicazione produce effetti paradossali e corrisponde nei fatti a una licenza di considerare i presidenti (non esecutivi) sempre indipendenti, per i primi 9 anni di carica, a prescindere dalla remunerazione percepita.

In effetti, la fattispecie dei presidenti indipendenti contribuisce a spiegare gran parte della differenza nel numero di indipendenti a rischio tra “vecchia” e “nuova” definizione di indipendenza. Gli indipendenti “a rischio” secondo la definizione del Codice CG sono 64; sommando a essi i 41 presidenti indipendenti si arriva a un numero (105) non lontano da quello (112) degli indipendenti a rischio secondo la vecchia versione del Codice.

Il problema è sempre più evidente e paiono maturi i tempi per una riconsiderazione della tematica da parte del Comitato per la Corporate Governance. Una soluzione di carattere generale è rivedere i parametri per valutare l’impatto delle remunerazioni aggiuntive sull’indipendenza dei consiglieri (al fine di eliminare il rischio di autoreferenzialità); un’alternativa più semplice è eliminare la possibilità di considerare indipendenti (ai sensi del Codice) i presidenti non esecutivi.

5.3 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 112 (o 64, a seconda dei parametri adottati). Solo in 24 casi è stato possibile individuare una spiegazione delle ragioni per cui sono stati considerati indipendenti malgrado il mancato allineamento alla raccomandazione del Codice³².

La *disclosure* continua ad essere scarsa anche per i 106 (o 96, a seconda dei parametri utilizzati) sindaci indipendenti “a rischio”: solo per 25 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 ampiamente migliorabile. Ad esempio, prendendo il fattore di rischio più oggettivo (*tenure* > 9 anni), è stata trovata una spiegazione solo per 23 indipendenti “stagionati” su 51 (e per 25 sindaci indipendenti su 85). Dove la situazione “a rischio” ha maggiori margini di opinabilità (come per i compensi aggiuntivi), una spiegazione è fornita solo sporadicamente.

³² Anche volendo ignorare i 41 Presidenti indipendenti, residua un rilevante numero di soggetti (71), la cui valutazione risulta spiegata solo in 1/3 dei casi (24).

BOX 5

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, previsti per legge (Comitato OPC) o raccomandati dall'autodisciplina (Comitato Nomine e Comitato Sostenibilità), che sono costituiti con minor frequenza e/o accorpati con il CR o il CCR.

Il Codice CG ha potenziato il ruolo del Comitato Nomine. La *compliance* in materia mostra luci e ombre. Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza inferiore (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 colmando il *gap* – rilevato in passato – in materia di cooptazione degli amministratori: la competenza del Comitato è stata finalmente estesa da quasi tutti (97%) gli emittenti alla sostituzione di *tutti* gli amministratori (non solo degli *indipendenti*).

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 63% dei casi per i primi e nel 51% dei casi per i secondi).

6. I comitati consiliari

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 (95/96%) e la loro composizione è (CR 96%, CCR 97%) allineata a quella raccomandata dal Codice (solo non esecutivi, maggioranza di indipendenti e presidente indipendente). La frequenza delle riunioni è resa nota sempre (CR) o quasi sempre (CCR 99% dei casi). Si tratta di comitati abbastanza attivi (5,9 riunioni/anno il CR, 8,7 il CCR, per un *time commitment* medio pari rispettivamente a 8 e a 21 ore).

Il discorso è diverso per gli altri comitati (Comitato Nomine, Comitato Sostenibilità, Comitato OPC).

6.1 Il Comitato Nomine

Il Codice CG ha proposto un modello di *best practice* per il Comitato Nomine, cui sono attribuite numerose importanti funzioni a supporto del CdA:

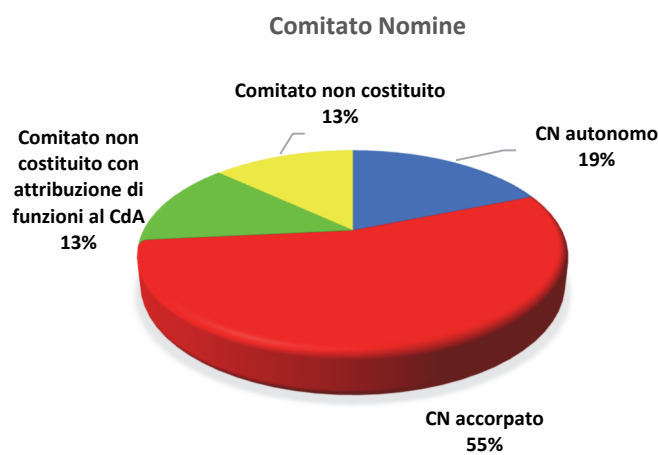
- a) autovalutazione del CdA e dei comitati (attribuita in via esclusiva al Comitato);
- b) definizione della composizione ottimale del CdA e dei comitati;
- c) individuazione dei candidati alla carica di amministratore in caso di cooptazione (funzione estesa alla sostituzione di *tutti* i consiglieri, 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'Italia³³. Le società si stanno adeguando al nuovo modello, ma la strada da percorrere è ancora lunga.

³³ 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.

Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza minore (73% contro il 95/96% di CR e CCR); inoltre, continua ad essere spesso accorpato con il CR (nel 74% dei casi in cui è costituito, pari al 55% del totale). Insomma, soltanto 39 società (pari al 19% 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: 61% dei casi) rispetto alle piccole concentrate (67%, dove è normalmente accorpato con il CR: 87% dei casi).

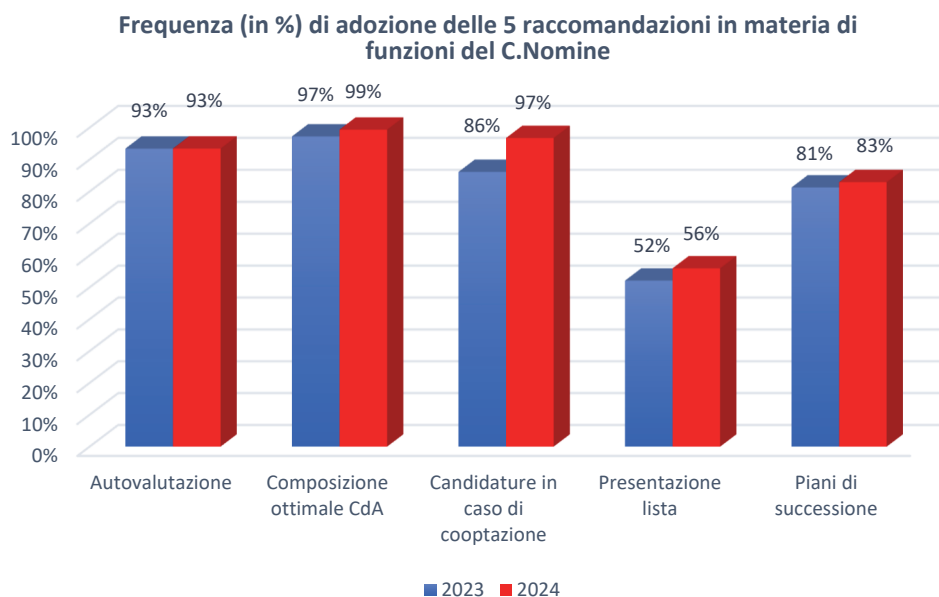
Figura 18



La decisione di non costituire il Comitato (operata dalle restanti 55 società) corrisponde a un'attribuzione delle funzioni al *plenum* del CdA (28 casi) o – nei (27) 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 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 pressoché sempre (99% delle società che hanno il Comitato), così come l'attribuzione di un ruolo istruttorio in materia di *board evaluation* (93%) e *succession plan* (83%). Si è finalmente colmato anche il *gap* in materia di cooptazione degli amministratori: il 97% (86% l'anno passato, 71% nel 2022) ha esteso la competenza del Comitato alla sostituzione di *tutti* gli amministratori (non solo degli *indipendenti*).

Figura 19



Un ruolo istruttorio del Comitato nell'eventuale predisposizione della "lista del CdA" è comunicato da 85 società (pari al 56% del totale, in netto aumento rispetto alle 75 dell'anno scorso; erano 62 nel 2021). La previsione è comunicata anche da una cinquantina di emittenti che non hanno previsto in statuto la facoltà per il CdA uscente di presentare una lista³⁴.

Nelle 39 società che hanno costituito un Comitato Nomine autonomo, la sua composizione è sempre (tranne in un caso) 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, 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 dei comitati 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.

³⁴ Questa pare un'ulteriore conferma del progressivo radicamento in Italia della prassi della "lista del CdA".

I Comitati Nomine sono abbastanza attivi (6,4 riunioni/anno, per un *time commitment* medio di 9 ore, numeri paragonabili a quelli del CR)³⁵. Peraltro, le situazioni concrete variano secondo il settore (tra le finanziarie la frequenza delle riunioni è tripla (12) rispetto alle non finanziarie (4)) e l'assetto proprietario (12,5 riunioni tra le *widely held*, 8,3 tra le imprese pubbliche, ma solo 3,7 tra le familiari). A livello di singolo emittente, le differenze sono molto forti: in 4 società il Comitato non si è mai riunito, mentre in due banche esso si è riunito 27 (o rispettivamente 16) volte in un anno (per un impegno complessivo di 21 (40) ore).

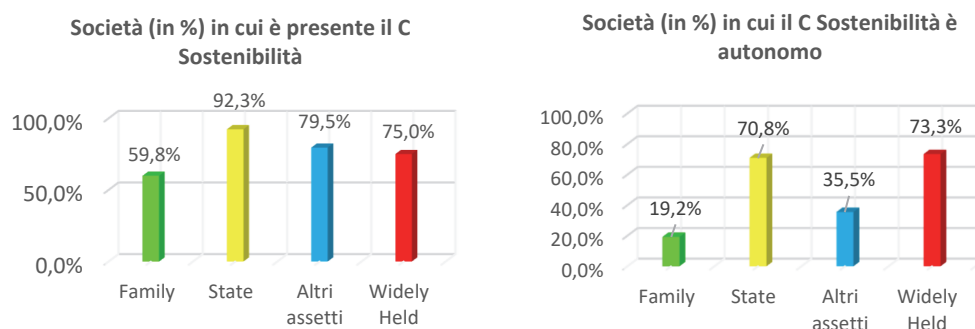
In sintesi, il nuovo Codice ha fissato un *benchmark* alto per il Comitato Nomine; la *compliance* degli emittenti è in miglioramento. Permane peraltro scarsa visibilità sul funzionamento del comitato, dove accorpato con altri. A tale proposito pare opportuno un richiamo di attenzione da parte del Comitato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

6.2 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 effettuata con l'eventuale supporto di un comitato". Si sono indagati istituzione e composizione del Comitato, frequenza di riunioni e *time commitment* richiesto³⁶.

Il Comitato Sostenibilità è stato istituito dal 69% degli emittenti (in forte aumento dal 63% dell'anno passato e dal 54% del 2022). Esiste una forte variabilità legata a dimensione e assetto proprietario: il Comitato è stato costituito dal 95% delle società grandi e solo dal 58% di quelle piccole (in aumento dal 51% dell'anno scorso). Anche l'identità dell'azionista di riferimento esercita una forte influenza: il Comitato è stato istituito solo dal 60% delle *family firms*, mentre si trova con frequenza elevata (75% e 92% rispettivamente) presso le *widely held* e le società a controllo pubblico.

Figura 20



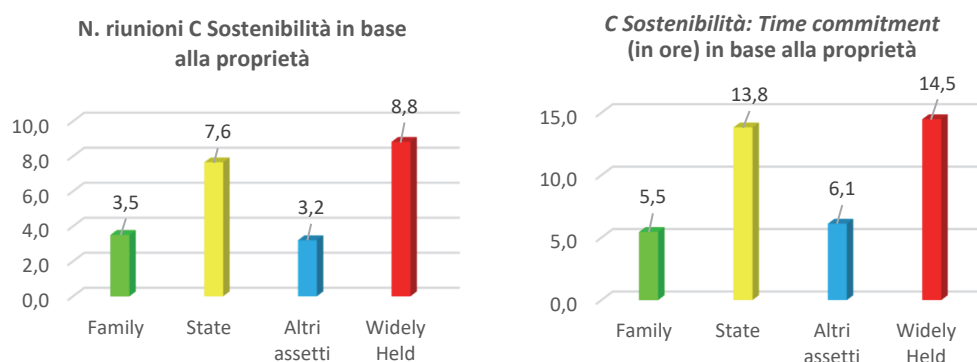
³⁵ Le statistiche per il CR sono: 5,9 riunioni/anno (variabili tra 0 e 20) per un *time commitment* di 7,7 ore (variabile tra 30 minuti e 32 ore). Decisamente più elevate, invece, quelle per il CCR: 8,7 riunioni/anno (variabili tra 1 e 44) per un *time commitment* di 20,6 ore (variabile tra 45 minuti e 180 ore).

³⁶ 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).

In 90 casi (63% del totale) il Comitato continua ad essere accorpato con altri, quasi sempre con il CCR. Pertanto, solo 53 emittenti (37% 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 (25%) tra le società piccole concentrate e frequente (74%) tra le grandi non concentrate. L'istituzione di un Comitato autonomo è molto rara tra le *family firms* (19%) ma è maggioritaria tra le *widely held* (73%) e tra le società pubbliche (71%) che – come si vedrà anche in seguito – manifestano un'attenzione particolare ai temi di sostenibilità.

Nelle 53 società dotate di un Comitato Sostenibilità autonomo, si osserva un numero medio di riunioni annue pari a 6, per un impegno complessivo pari a 11 ore (il 22% in più del Comitato Nomine e il 41% in più del Comitato Remunerazioni). Le medie nascondono numeri molto variabili a livello di singolo emittente³⁷. Anche a livello di *time commitment* si percepisce una diversa attenzione prestata ai temi di sostenibilità: l'impegno medio è pari a 7,8 ore nelle società piccole e sale a 13 ore nelle grandi; analogamente, l'impegno medio è pari a 5,5 ore tra le società familiari, ma sale a 13,8 ore nelle pubbliche e a 14,5 ore nelle *widely held*.

Figura 21



Il Codice ha scelto di non formulare specifiche raccomandazioni sul Comitato Sostenibilità. Esso è stato istituito in oltre 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).

6.3 Il Comitato OPC

Il Comitato OPC è istituito quasi sempre (98% dei casi). Solo 4 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 circa 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

³⁷ Il numero di riunioni varia tra 0 e 13, per un *time commitment* variabile tra 0 e 21 ore.

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* (47%) e ampiamente maggioritaria tra le *widely held* (79%).

Figura 22

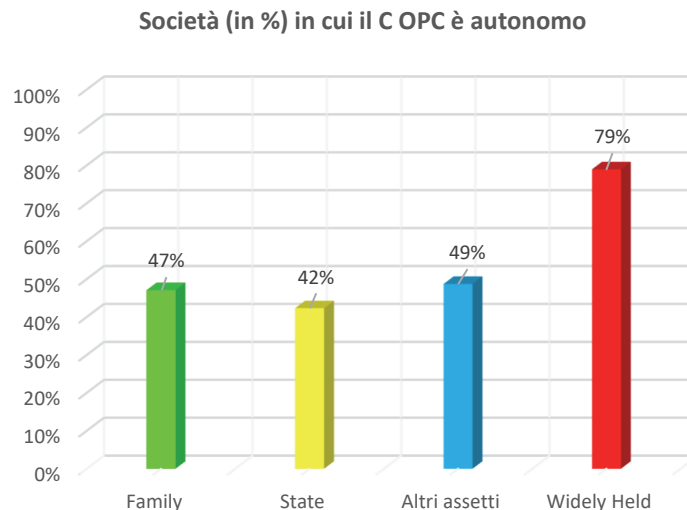
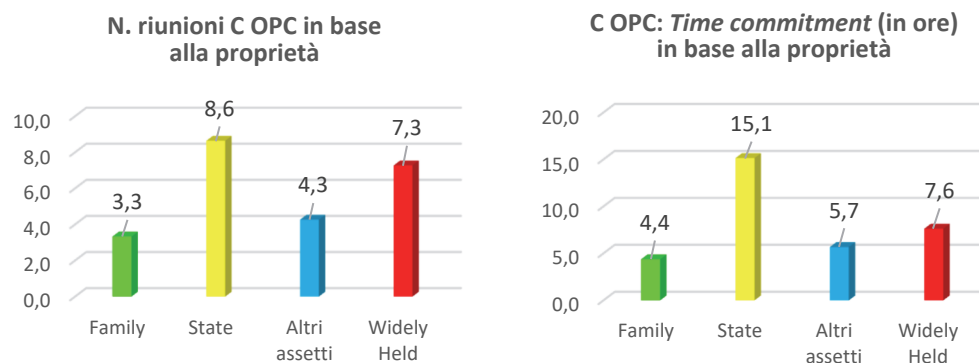


Figura 23



Informazioni sulla frequenza delle riunioni sono fornite quasi sempre (96%) dove il Comitato è autonomo; rispetto al C.Sostenibilità, la fornitura di informazioni sul *time commitment* è però meno frequente (63%). 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 4,7 volte in un anno, per un impegno medio pari a 6 ore e 50 minuti. A livello di singolo emittente il numero di riunioni annue varia tra 0 e 36, per un impegno variabile tra 0 e 64 ore. L'impegno medio è circa 4 ore e mezza tra le società familiari, oltre 7 ore e mezza nelle *widely held.*, oltre 15 ore nelle società pubbliche.

In sintesi, la trasparenza riguardo al funzionamento del Comitato OPC mostra ampi margini di miglioramento, soprattutto quando esso è accorpato 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.

BOX 6

La trasparenza in materia di politica delle remunerazioni è in aumento. 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 seconda 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* è cresciuta nell'ultimo anno dal 32,5 al 40%. La *policy* ha solitamente durata annuale. L'adozione di clausole di *claw-back* è in lenta crescita (74%) ma esistono tuttora margini di miglioramento.

Misura e composizione del *pay mix* sono importanti per gli investitori chiamati a un voto vincolante sulla *policy*. La trasparenza è aumentata: dati numerici "completi" sulla dinamica della remunerazione variabile (*i.e.* almeno a *target* e a *cap*) sono forniti dal 68% degli emittenti (era il 50% dell'anno passato). Ulteriori sforzi appaiono peraltro ancora necessari.

Il pacchetto medio offerto ai CEO (a *target*) varia molto in relazione a settore, dimensione e azionariato dell'emittente. Tra le società piccole e le familiari è composto per circa 2/3 da compensi fissi, per il resto da emolumenti variabili (in prevalenza di breve periodo – MBO). Tra le grandi non concentrate, al contrario, il compenso fisso è minoritario (38% del totale) mentre il variabile (62%) è composto in parti uguali da MBO e LTI. Il 70% delle società ha inserito obiettivi ESG nei piani di incentivazione; dove adottati, essi valgono in media il 20% del variabile a *target*.

Il Comitato CG ha invitato le società che prevedono incentivi 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 comunicati di frequente, ma i pesi di ciascun obiettivo sono resi noti da poco più di metà degli emittenti. L'obiettivo più frequente è la riduzione di emissioni di gas-serra, sia per i piani MBO (34% dei casi) che per quelli LTI (48%), con un peso medio sul totale del pacchetto intorno al 12/13%.

La politica per la remunerazione dovrebbe definire "regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione" entro un *cap* predefinito in termini di anni di remunerazione. Informazione in materia di *severance pay* è comunicata da circa 2/3 degli emittenti; essa è, peraltro, non uniforme e sovente non chiara. La buonuscita è sovente pari a 24 mesi di remunerazione fissa + MBO, ma le variazioni sul tema sono frequenti e non sempre comunicate in modo esplicito. L'entità del pacchetto è influenzata significativamente da dimensione aziendale e struttura proprietaria (più alta nelle società *widely held* e familiari, più bassa nelle pubbliche).

Nel 41% dei casi (con maggior frequenza tra le società maggiori) il pacchetto prevede un patto di non concorrenza, remunerato a parte: la durata media di simili patti è pari a 18 mesi e il corrispettivo è mediamente pari a poco più di un anno di remunerazione.

7. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti

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 ogniquale volta comporti “*valutazioni discrezionali*”;
- b) La possibilità di derogare alla *policy* approvata in presenza di “*circostanze eccezionali*”, purché essa preveda specifiche condizioni procedurali e specifichi 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.

7.1 La politica in materia di remunerazione

La politica in materia di remunerazione è descritta nella Sezione I della RR. 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 86 casi (pari al 41.5% del totale, in forte aumento dal 25% dell’anno passato) le società comunicano che essa è stata predisposta con il supporto di uno o più consulenti. Il nome del/dei consulente/i è comunicato molto spesso (in 76 casi). Si tratta di un mercato molto concentrato: i primi tre consulenti sono coinvolti (talvolta in collaborazione) nell’elaborazione delle politiche di 36, 23 e 8 società, pari complessivamente all’88% dei casi cu cui è disponibile informazione, altri 6 sono coinvolti in uno o due società ciascuno; 10 consulenti hanno ricevuto un solo mandato.

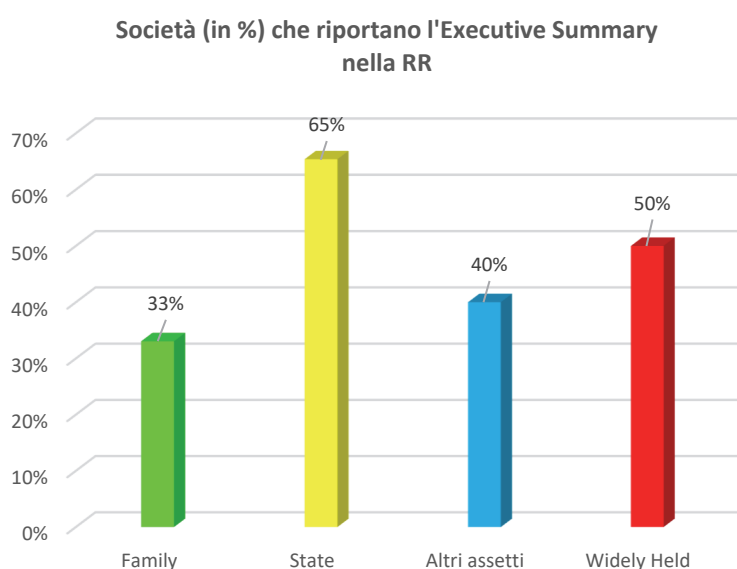
7.1.1 La presenza di un executive summary

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 rilevanti 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 seconda 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* ha finalmente registrato un’accelerazione: l’invito del Comitato è stato raccolto da 83 società (erano 66 l’anno passato, 63 nel 2022), soprattutto grandi (dove sono il 67% del totale, contro il 28% nelle piccole). Tale prassi è diffusa soprattutto tra le società pubbliche (65%) e tra le *widely held* (50%), molto meno (33%) tra le *family firms*.

Figura 24



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

7.1.2 Le clausole di claw-back

La Raccomandazione 27, lett. e) del Codice 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 (74% del totale; erano il 72% l’anno passato). La frequenza è maggiore tra le società grandi (89%), le società finanziarie (92%), le società pubbliche (92%) e le *widely held* (85%). La durata media di validità della clausola è 3,7 anni (è più alta tra le società grandi non concentrate (4,5 anni) e tra le società pubbliche (4,4 anni).

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

7.1.3 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 (86% dei casi, sempre nelle società grandi non concentrate). Il variabile è presente quasi ovunque (almeno nel 90% dei casi) tranne che nelle società familiari dove – nel 19% dei casi – il CEO riceve esclusivamente una remunerazione fissa: tale situazione si riscontra più spesso (23%) 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 (14%).

Un piano MBO è previsto quasi sempre (96%); un LTI è individuato con frequenza elevata, ma tuttavia minore (84%). Nei 29 emittenti in cui è presente un MBO ma non un LTI, è raramente fornita spiegazione (essa sarebbe tuttavia richiesta ai sensi del Codice). L'applicazione del Codice è chiaramente migliorabile sotto il profilo dell'*explain*.

7.1.4.1 I piani MBO

I piani MBO sono quasi sempre (98%) piani monetari, che legano l'erogazione dei compensi al raggiungimento di obiettivi di budget. Una minoranza (15%) 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.)³⁸.

³⁸ La trasparenza su tale punto sta per essere rivoluzionata a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva UE 2022/2464 (CSRD), recepita in Italia con il d.l. 6/9/2024 n.125. La Direttiva non solo modificherà profondamente il contenuto della Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), analizzato più avanti, ma comporterà obblighi di informativa (*Disclosure Requirements* previsti soprattutto dallo *European Sustainability Reporting Standard* ESRS 2) ramificati, che andranno a toccare la *disclosure* sulla struttura

Buona è la trasparenza riguardo alla tipologia degli obiettivi e al peso assunto da ciascuna categoria (82% dei casi). Parametri economico-finanziari sono utilizzati quasi sempre (95%); frequente è anche il ricorso a obiettivi di business (46%) o a parametri ESG (71%, in crescita dal 67% dell'anno scorso; era il 56% nel 2022, il 42% nel 2021). Raro è invece il legame diretto con obiettivi azionari (2%), 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 e *widely held* (88%) e meno da quelle familiari (64%).

Figura 25



Gli emittenti definiscono il *cocktail* di obiettivi del piano MBO in modo differenziato. Le società piccole concentrate fanno uso quasi solo (82%) 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 sistema³⁹.

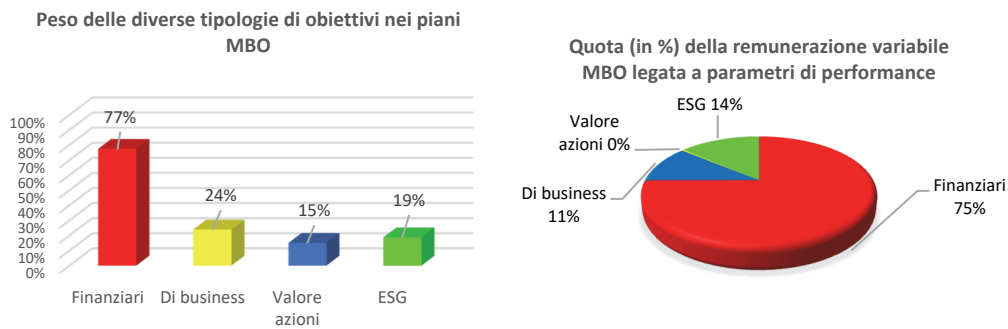
La prima statistica mostra che gli emittenti attribuiscono un peso elevato negli MBO agli obiettivi economico-finanziari (77%); però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 15% per gli obiettivi azionari nelle (pochissime) società che ne fanno uso; 24% per gli obiettivi di business; 19% per gli obiettivi ESG. I pesi sono sostanzialmente stabili nel tempo (fa eccezione il peso degli obiettivi azionari, in forte calo negli MBO).

dei pacchetti di remunerazione (tema trattato nelle RR). I nuovi obblighi di *disclosure* sono destinati a entrare in vigore a partire dalle Relazioni pubblicate nel 2025.

³⁹ Può essere utile un esempio: obiettivi ESG sono utilizzati dal 71% delle società, dove hanno un peso pari al 19%. Il prodotto di tali percentuali genera il 13,2% 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.

La seconda statistica mostra che, a livello di sistema, la remunerazione variabile attribuita dai piani MBO è legata in misura preponderante (73%) a parametri economico-finanziari; le altre componenti assumono, invece, pesi bassi (obiettivi ESG 13%; di business 11%; azionari meno dell'1%); da segnalare, tuttavia, l'ulteriore incremento marginale del peso degli obiettivi ESG (+13% nell'ultimo anno).

Figura 26



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 sugli obiettivi identificati è discreta: su 120 società che hanno adottato parametri ESG nei piani MBO, 100 (83% del totale come l'anno passato) comunicano il loro peso complessivo all'interno del piano.

Tra queste, 93 società (77,5% del totale, in forte aumento dal 56% dell'anno passato) hanno raccolto l'invito del Comitato CG a comunicare gli specifici obiettivi ESG dati al management. Peraltro, solo 51 emittenti su 93 (pari al 55% del totale) comunicano i pesi dei singoli obiettivi ESG adottati nel piano di incentivazione.

L'anno 2024 è un anno di transizione: dall'anno prossimo l'informativa in materia dovrà essere conforme ai più stringenti obblighi previsti dal *Disclosure Requirement* (DR) GOV-3 allegato al Regolamento Delegato UE 2023/2772⁴⁰, per di più soggetti a certificazione piena; è quindi prevedibile un sensibile incremento della trasparenza relativamente ai compensi variabili legati agli obiettivi ESG. È possibile che ciò eserciti un effetto-traino anche sulla *disclosure* relativa alle altre componenti.

Una classificazione degli obiettivi ESG adottati appare non semplice, anche perché sovente si tratta di *target* complessi⁴¹. Una prima analisi, riportata di seguito, è fondata sulle seguenti macro-categorie di obiettivi:

⁴⁰ Esso prescrive quanto segue: “L'impresa divulga le informazioni seguenti sugli eventuali sistemi di incentivazione e politiche di remunerazione collegati a questioni di sostenibilità destinati ai membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo dell'impresa: a) una descrizione delle caratteristiche principali dei sistemi di incentivazione; b) se le prestazioni sono valutate rispetto a obiettivi e/o impatti legati alla sostenibilità e, in tal caso, quali; c) se e in che modo le metriche di prestazione relative alla sostenibilità siano considerate indici di riferimento di prestazione o se siano inserite nelle politiche di remunerazione; d) la quota della remunerazione variabile che dipende da obiettivi e/o impatti collegati alla sostenibilità; ed e) il livello in seno all'impresa in cui sono approvate e aggiornate le condizioni dei sistemi di incentivazione” (enfasi aggiunta).

⁴¹ 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

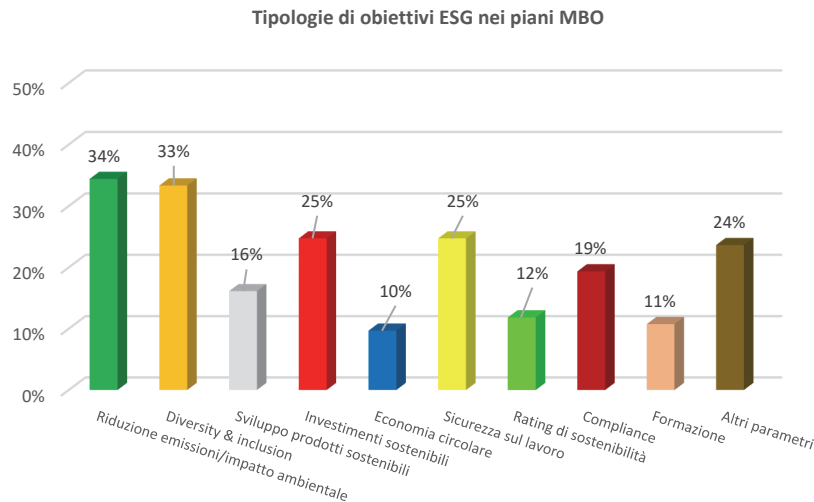
- a) Riduzione dei consumi energetici, delle emissioni di gas clima-alteranti e, in generale degli impatti ambientali dell'attività aziendale⁴²;
- b) *Diversity and inclusion*, sovente declinata in termini di rappresentanza in termini di *gender* (o talvolta di *pay gap*), soprattutto a livello dirigenziale;
- c) 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;
- d) Attuazione di investimenti sostenibili e/o implementazione del piano strategico con riferimento all'esecuzione di investimenti in tale ambito;
- e) Economia circolare (riduzione, riutilizzo o riciclo degli scarti di produzione o dei rifiuti, soprattutto nel caso di *utilities*);
- f) Sicurezza sul lavoro;
- g) Raggiungimento o mantenimento di determinati rating di sostenibilità;
- h) *Compliance* (redazione/aggiornamento documenti) e ottenimento di certificazioni; a tali obiettivi si è aggiunto quest'anno lo svolgimento di attività preliminari all'implementazione della CSRD;
- i) Formazione del personale (o di altri *stakeholders*: clienti, fornitori, "giovani", ecc.);
- j) Gestione dei rischi di sostenibilità;
- k) Clima aziendale e in generale rapporti con i dipendenti;
- l) *Customer satisfaction*.

Gli ultimi due obiettivi (soprattutto l'ultimo) sono, a rigore, obiettivi di business, più che di sostenibilità veri e propri.

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

⁴² Questa categoria viene introdotta con il Rapporto di quest'anno. Non sono quindi disponibili statistiche di confronto con l'anno passato.

Figura 27

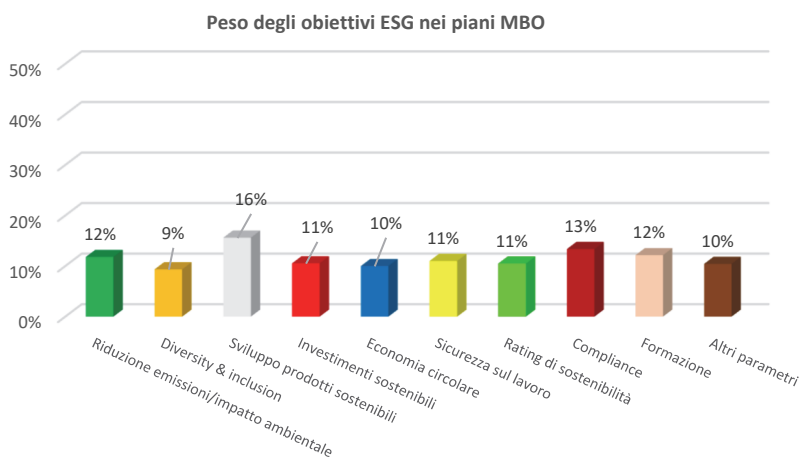


La classe di obiettivi ESG più frequente (32 casi, pari al 34% delle società che danno *disclosure* sui singoli *target*) è: a) la riduzione dei consumi energetici e/o delle emissioni, identificata più spesso (75% del totale) dagli emittenti appartenenti a settori ad alto impatto ambientale (costruzioni ed energia).

Frequente è anche la fissazione di obiettivi di b) *diversity & inclusion* (33% dei casi), c) implementazione di progetti di investimento “sostenibili”, sovente previsti nel piano strategico (25% dei casi) e d) obiettivi legati a progetti (o al raggiungimento/mantenimento di KPI) in materia di sicurezza sul lavoro (25% del totale).

Meno frequente (19%) è l'introduzione di e) obiettivi definiti in termini di *compliance* (redazione o aggiornamento di *policy* o altri documenti – es. DNF – conseguimento di certificazioni, ecc.).

Figura 28



La trasparenza sui pesi attribuiti ai singoli obiettivi nel piano MBO è ampiamente migliorabile: come già accennato, i pesi attribuiti alle singole macro-categorie sono comunicati in poco più di metà (55%) dei casi in cui esse sono identificabili. La

disclosure varia secondo il tipo di obiettivo dato al management: i pesi sono comunicati con una frequenza variabile tra il 22% per gli obiettivi di economia circolare e il 65% per quelli di sicurezza sul lavoro⁴³.

Sarebbe opportuna una raccomandazione più precisa da parte del Comitato per la Corporate Governance, anche in considerazione dell'entrata in vigore della CSRD.

È assai difficile esprimere un giudizio sul cocktail di obiettivi ESG/pesi adottati nei piani MBO. Molte scelte appaiono ragionevoli: tra queste, il frequente ricorso a obiettivi *hard*, legati alla riduzione di consumi ed emissioni di gas-serra, alla sicurezza sul lavoro o all'esecuzione degli investimenti in ambito sostenibilità compresi nel piano strategico.

Il grado di dettaglio offerto rispetto ai singoli obiettivi (nella Relazione sulla Remunerazione)⁴⁴ varia molto da una società all'altra: accanto a società che forniscono dettagliate informazioni sui KPI selezionati, sulla ragione della loro scelta, sui valori *target* e su quelli raggiunti, nonché sul loro legame con gli obiettivi di piano industriale e sul loro peso all'interno del pacchetto di remunerazione, se ne trovano altre che forniscono indicazioni del tutto generiche (es. “*gestione ambientale, salute e sicurezza sui luoghi di lavoro e catena di fornitura sostenibile*”) o che addirittura non definiscono i KPI (ad es. un emittente indica un non meglio definito obiettivo di “*carbon neutrality*”, mentre un altro segnala il ricorso a un *Group Employee Engagement Index*, la cui definizione non è riportata nella RR). Informazioni del genere non consentono di esprimere un giudizio agli azionisti chiamati a votare (in modo vincolante) la policy di remunerazione. Per tale ragione è virtualmente impossibile ricavare statistiche affidabili sul ricorso a obiettivi ESG quantitativi *vs* meramente qualitativi nelle politiche di remunerazione.

Alcune scelte appaiono potenzialmente problematiche: esempi ne sono gli obiettivi legati alla formazione (sovente descritta in termini generici o dedicata ad argomenti che poco hanno a che fare con le tematiche ESG) e quelli definiti in termini di rating di sostenibilità. 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.

⁴³ Gli “altri parametri” che compaiono in Figura 28 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 a un diverso campione di società (quelle che adottano ciascun singolo parametro).

⁴⁴ Le informazioni non sono state incrociate con quelle eventualmente riportate nella DNF. Questo per due ragioni: a) perché esiste una specifica normativa italiana ed europea, che prescrive che le informazioni sulla politica di remunerazione siano fornite nella prima sezione della RR, che ha un suo specifico formato ed è soggetta al voto vincolante dell'assemblea; b) perché spezzettare informazioni afferenti a una materia unitaria (anche se richiamate nella RR) non è consentito dalla normativa applicativa relativa alla CSRD (nello specifico, dal principio ESRS 1), che consente l'*incorporation by reference* a un altro documento del fascicolo di bilancio, ma richiede a tal fine il rispetto di una serie di condizioni, tra cui il fatto che le informazioni richiamate dall'altro documento “*costituiscono un elemento di informazione separata*”.

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.

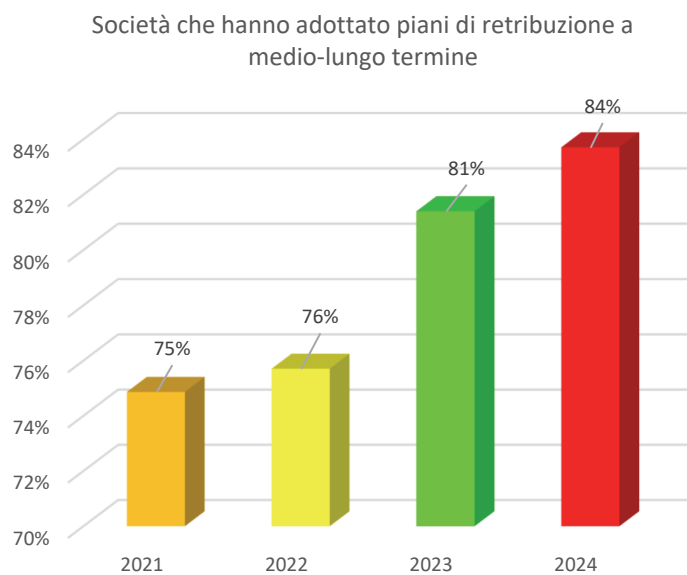
Insomma, il processo di definizione (e comunicazione) dei parametri ESG nell'ambito dei piani di incentivazione non pare ancora maturo. La scelta dei parametri più opportuni dipende sovente da fattori specifici della singola impresa, che il CdA è nella posizione migliore per valutare. È opportuno che 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 opportuno che il Comitato reiteri l'invito a una maggior trasparenza in materia e/o incorpori tale raccomandazione nel Codice.

7.1.4.2 I piani LTI

La Raccomandazione 27 lettera c) prevede che la politica per la remunerazione definisca “*obiettivi di performance (...) predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo*”. Essi comprendono “*ove rilevanti, anche parametri non finanziari*”. L'adozione di piani di remunerazione di medio-lungo termine (LTI) è in ulteriore crescita e pari all'84% (erano l'81% l'anno passato, il 76% nel 2022).

Figura 29



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*

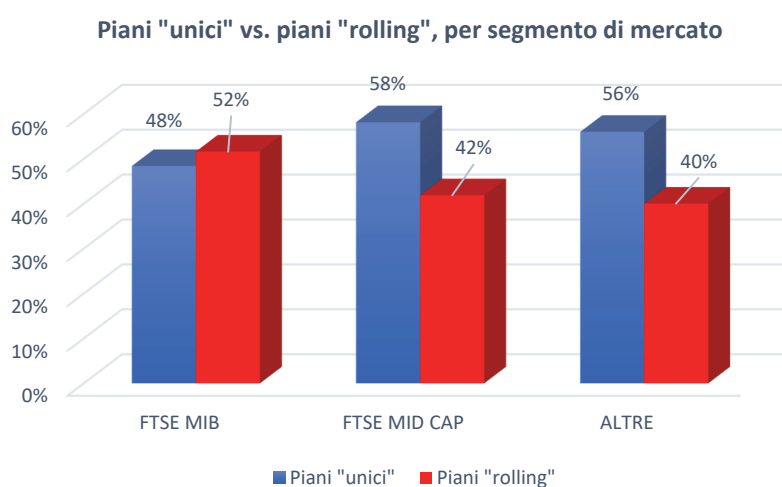
options) o differita nel tempo (standard per le *stock grant*) e collegata al verificarsi di due tipi di condizioni: a) la permanenza in carica fino alla data di effettiva assegnazione (*vesting*) e b) il conseguimento di obiettivi di performance (*entry gates*)⁴⁵.

Gli LTI comprendono piani monetari (*cash-based*) nel 45% degli emittenti; nel 52% dei casi è previsto un piano di *stock grant/performance shares*; nel 15% un piano di *stock options*; nel 4% uno o più piani *phantom*⁴⁶. Le opzioni, un tempo prevalenti, sono oggi assai meno popolari delle *stock grant*.

I piani LTI possono essere ad assegnazione unica (55% dei casi) o *rolling* (43%), cioè con assegnazioni ripetute ogni anno nel periodo di riferimento⁴⁷. 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 legato alla dimensione aziendale: in particolare, le FTSE Mib adottano in prevalenza (52%) piani *rolling*; al contrario, le società medio-piccole preferiscono di gran lunga (58/56% dei casi) piani unici, tipicamente legati alla durata (triennale) del piano industriale. La differenza tra i sottocampioni si sta peraltro riducendo nel tempo (le FTSE Mib facenti ricorso a piani *rolling* erano il 61% l'anno passato, il 77% nel 2021).

Figura 30



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* (71%) e raramente piani monetari (25%); le piccole concentrate preferiscono i piani monetari (59%) alle *stock grant* (43%); i piani di *stock option* sono

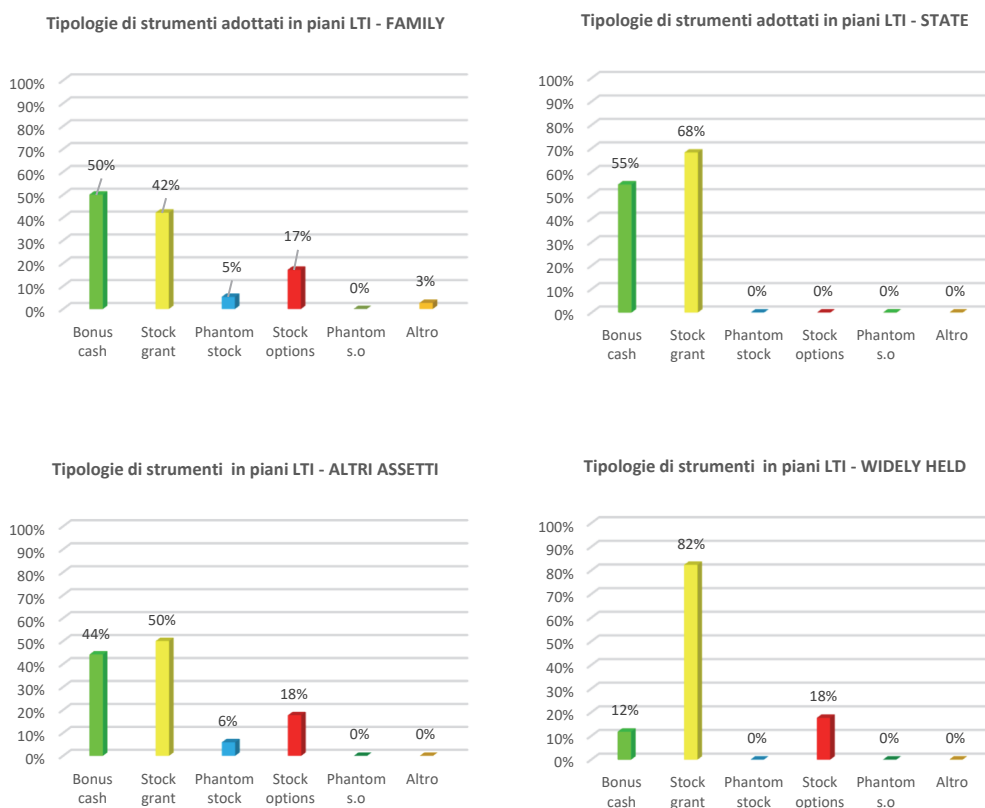
⁴⁵ Talvolta i piani non prevedono l'assegnazione di azioni od opzioni vere e proprie ma solo l'erogazione di un compenso parametrato al loro valore. Si parla allora di piani c.d. *phantom*.

⁴⁶ Le percentuali non sommano 100% perché possono essere previsti contemporaneamente due o più piani di tipo diverso.

⁴⁷ Due società non pubblicano alcuna informazione a tale proposito. Una chiara distinzione tra piani unici e piani *rolling* è importante. I valori riportati nel testo sono calcolati infatti su base annuale, pertanto gli incentivi attribuiti dai piani *rolling* sono stati ri-espressi in forma pro-quota.

poco frequenti (17%) in ambedue i gruppi⁴⁸. Differenze rilevanti si riscontrano anche tra *family firms* (il 50% adotta piani monetari, il 42% *stock grant*) e *widely held* (il 12% adotta piani monetari, l'82% *stock grant*). Anche le società a controllo pubblico preferiscono le *stock grant* (68%, contro il 55% che adotta piani monetari).

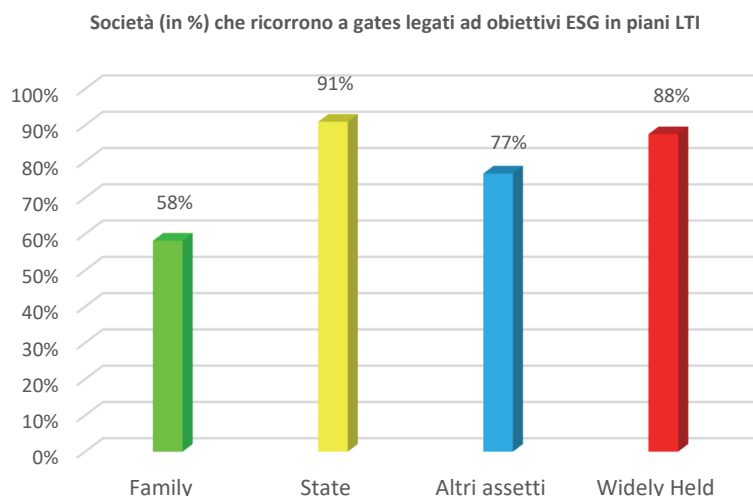
Figura 31



Quasi tutti (95%) i piani LTI prevedono la presenza di uno o più *entry gates*: essi includono quasi sempre (91%) soglie collegate a obiettivi economico-finanziari; con una discreta frequenza sono previsti anche *gates* legati alla performance azionaria (45%) e/o a parametri ESG (70%, in ulteriore aumento dal 64% dell'anno passato e dal 57% del 2022). Il ricorso a parametri ESG è meno frequente, ma comunque in crescita, tra le società familiari (58%, era il 54% l'anno scorso, il 47% nel 2022) e nettamente più elevato tra le società pubbliche (91%) e tra le *widely held* (88%).

⁴⁸ I totali non sommano 100% perché una stessa società può avere adottato più piani di tipo diverso.

Figura 32



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 (69%) però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 39% per gli obiettivi azionari nelle non poche società che ne fanno uso; 35% per gli obiettivi di business; 20% per le numerose società che fanno uso di obiettivi ESG.

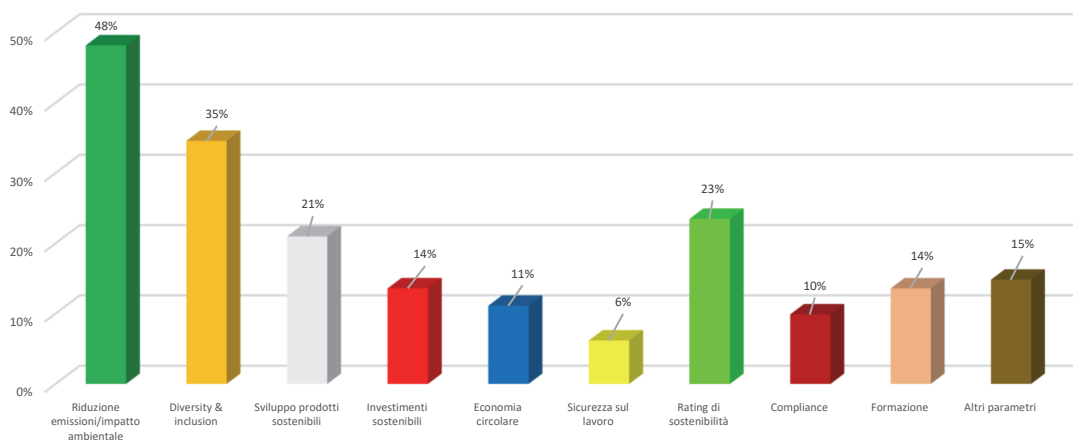
La seconda statistica mostra che, a livello di sistema, la remunerazione variabile connessa ai piani LTI è legata (come per gli MBO) in misura prevalente (63%) a parametri economico-finanziari; le altre componenti assumono, invece, pesi inferiori (obiettivi di business 4%; azionari 18%; ESG 14%). Le differenze tra MBO e LTI sono indotte da una diversa frequenza di adozione dei singoli parametri.

La trasparenza sugli obiettivi identificati è abbastanza buona: su 100 società che hanno adottato parametri ESG nei piani LTI, 76 (76% del totale, in aumento dal 58% dell'anno passato) comunicano il loro peso complessivo all'interno del piano. Inoltre, 81 società (81% del totale) hanno raccolto l'invito del Comitato CG a comunicare gli specifici obiettivi ESG dati al management.

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

Figura 33

Tipologie di obiettivi ESG nei piani LTI

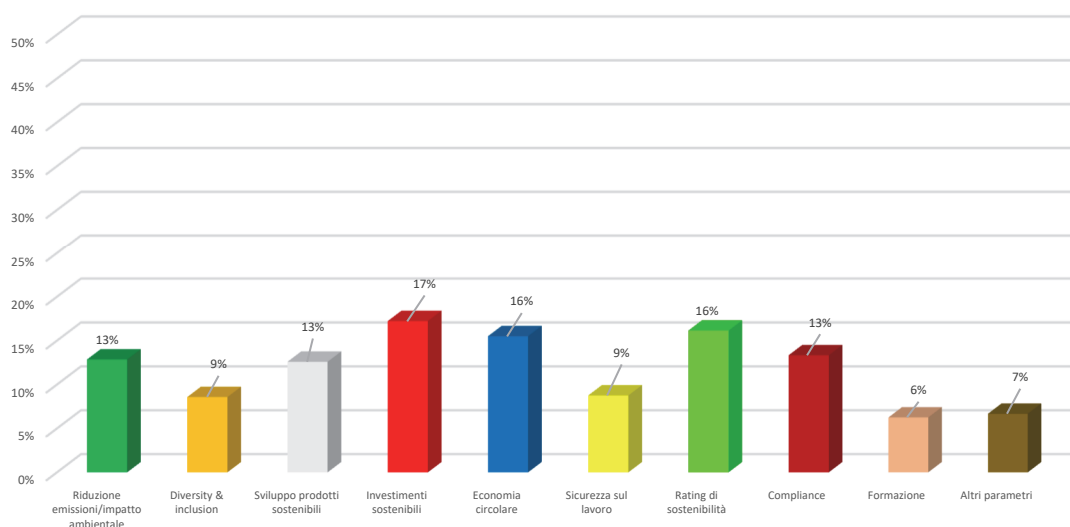


La classe di obiettivi ESG più frequente (39 casi, pari al 48% delle società che danno *disclosure* sui singoli *target*) è: a) la riduzione dei consumi energetici e/o delle emissioni, identificata sempre dagli emittenti appartenenti a settori ad alto impatto ambientale (costruzioni ed energia) e da 2/3 delle *utilities*.

Frequente è anche la fissazione di obiettivi di b) *diversity & inclusion* (35% dei casi), c) introduzione, sviluppo o mantenimento di indici di sostenibilità (23%); d) sviluppo di prodotti “sostenibili” (21% dei casi; sale all’86% tra le banche). Meno frequente (14%) è l’introduzione di obiettivi in termini di e) investimenti “sostenibili” e f) formazione. Si riscontra un sostanziale allineamento tra MBO e LTI a livello di macro-categorie, anche se i singoli obiettivi possono differire anche in modo marcato.

Figura 34

Peso degli obiettivi ESG nei piani LTI



La trasparenza sui pesi attribuiti ai singoli obiettivi nel piano LTI è simile a quella osservata per i piani MBO e quindi ampiamente migliorabile: i pesi attribuiti alle singole macro-categorie sono comunicati nel 59% dei casi in cui esse sono identificabili. La *disclosure* varia

secondo il tipo di categoria: anzitutto, non sono forniti dettagli da due società che identificano KPI legati genericamente alla gestione dei rischi di sostenibilità; informazione sul peso degli altri obiettivi è data con una frequenza variabile tra il 36/38% per gli obiettivi legati piani di formazione, indici di sostenibilità e *compliance*, e valori poco sopra l'80% per quelli di sicurezza sul lavoro e investimenti sostenibili.

Anche qui sarebbe opportuna una raccomandazione più precisa da parte del Comitato per la Corporate Governance. In materia di trasparenza e concretezza delle scelte fatte rispetto agli obiettivi valgono per gli LTI considerazioni più positive rispetto a quelle formulate per gli MBO. Anche se non mancano politiche vaghe, la scelta degli obiettivi pare comunicata con maggior precisione.

7.1.5 Il pay mix

7.1.5.1 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 non è opportuno.

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*)⁴⁹. 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* (7%) 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 142 società (68% del totale, in forte aumento dal 50% dell'anno passato e dal 44% del 2022).

⁴⁹ 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.

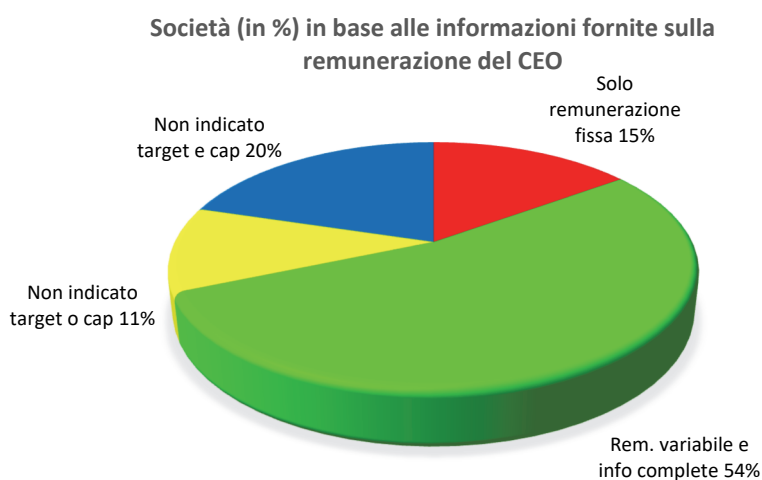
7.1.5.2 La composizione del pacchetto del CEO

Tra le 142 società che forniscono nelle RR⁵⁰ informazioni “complete” (sia a *target* che a *cap*), 31 (15% del totale) hanno attribuito al CEO esclusivamente una remunerazione fissa. Gli altri 111 emittenti (54% del totale, in aumento dal 50% dell’anno scorso e dal 43% del 2022) 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 111 società è possibile analizzare la *pay opportunity* offerta al CEO:

- in ipotesi gestionali standardizzate;
- sulla base di informazioni fornite dalla società stessa⁵¹.

Figura 35



La *disclosure* sul *pay mix* è molto migliore nelle società grandi non concentrate (84%, contro 63% nelle piccole) e nelle società pubbliche (92%, contro 67% nelle *family* e 70% nelle *widely held*). La trasparenza è in forte aumento ovunque, ma soprattutto nelle società Small Cap e nelle *family firms*, tra cui si registra un aumento di circa 30 unità.

Per la prima volta informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* per il CEO sono state fornite con maggior frequenza (51%) dalle società finanziarie che dalle non finanziarie (45%). Come già osservato in passato, 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) da cui non è sempre facile estrapolare il valore del pacchetto spettante al CEO.

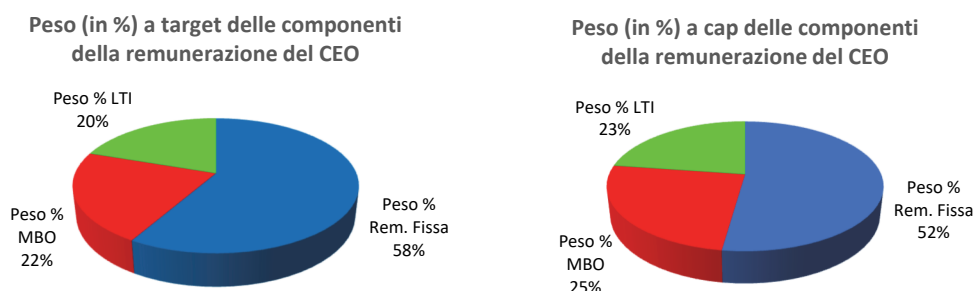
⁵⁰ L’analisi è fondata sulle informazioni fornite nelle RR. Informazioni ulteriori sono reperibili in altri documenti, cui le RR non di rado rinviano (tra cui i regolamenti di piani di incentivazione e la documentazione fornita – ai sensi dell’art. 114-bis TUF – per l’approvazione dei piani a base azionaria). L’indagine non valuta la completezza dell’informazione *tout court*, ma la sua semplicità di reperimento.

⁵¹ 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.

Nelle società che forniscono informazione completa sul *pay mix*, il pacchetto medio del CEO prevede un compenso fisso pari a 782 mila €; ad esso si aggiungono un MBO e un LTI che valgono – a *target* – rispettivamente 592 e 571 mila €: la remunerazione totale media a *target* è quindi pari a poco meno di 2 milioni di € (1.945 mila €). La composizione del pacchetto a *target* è 58% fisso e 42% variabile (di cui 22% per MBO e 20% per LTI)⁵².

Se la performance arriva al livello *cap*, la remunerazione variabile cambia in misura significativa: la parte MBO raggiunge, in media, 852 mila € (+44%) mentre la parte LTI raggiunge 817 mila € (+43%).

Figura 36

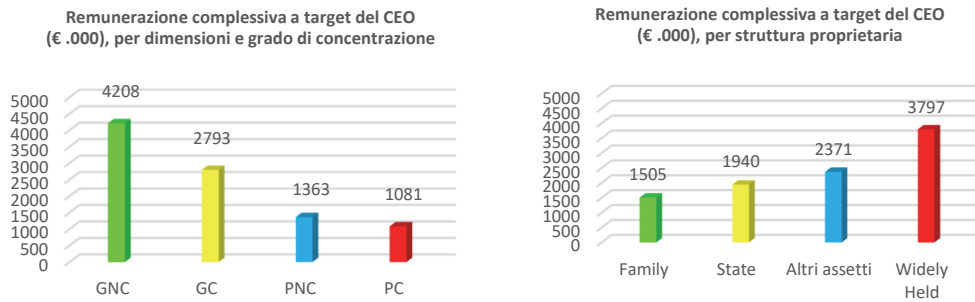


La composizione del pacchetto si modifica di conseguenza: la parte fissa si riduce dal 58 al 52%, mentre il variabile aumenta dal 42 al 48%, per effetto dell'aumento sia del MBO che dell'LTI (che salgono rispettivamente dal 22 al 25% e dal 20 al 23% del totale).

Gli importi medi variano in funzione di dimensione e struttura proprietaria. L'emolumento fisso è più basso (552 mila €) nelle società piccole e sale molto nelle società grandi, soprattutto se non concentrate (1,375 milioni di €). Ad analoghe dinamiche è soggetta la parte variabile. Pertanto la media dei compensi complessivi del CEO varia – a *target* – da poco più di 1,1 milioni di € nelle piccole fino a 4,2 milioni nelle grandi non concentrate. I compensi totali a *target* sono – in media – pari a circa 1,5 milioni di € nelle società familiari, sfiorano i 2 milioni nelle società pubbliche e raggiungono i 3,8 milioni nelle *widely held*.

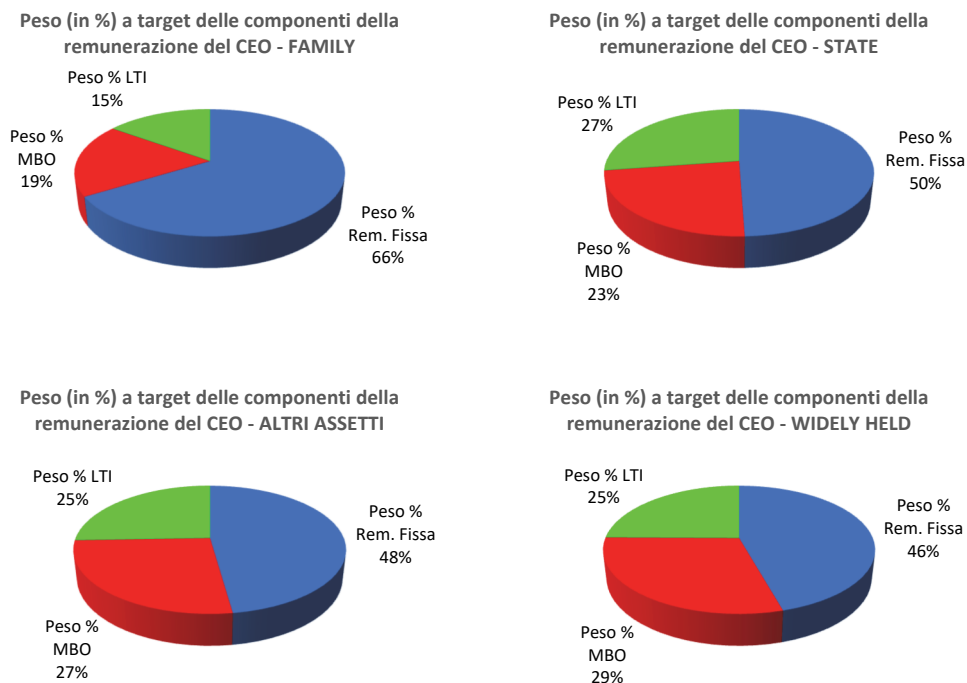
⁵² La riduzione dell'importo medio e l'aumento del peso della remunerazione fissa sono dovuti in larga parte all'aumento della trasparenza presso le società familiari Small Cap, che finiscono per assumere un peso più elevato all'interno del campione generale. Se si guardano le altre categorie (FTSE Mib e Mid Cap, Grandi non concentrate, società pubbliche e *widely held*) si osserva una sostanziale stabilità dei valori. Non è quindi il caso di attribuire eccessiva importanza alla dinamica generale anno su anno, influenzata in modo notevole dalla modifica del campione.

Figura 37



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 media del pacchetto a *target* è 65% fisso e 35% variabile (di cui circa 19% per MBO e 1% per LTI). Il peso del variabile è assai maggiore nelle società grandi. Le grandi non concentrate, ad esempio, attribuiscono al variabile a *target* un peso preponderante (62% contro 38% di fisso). La differenza è riconducibile soprattutto alla componente LTI: nelle grandi non concentrate la parte MBO sale infatti di 12 punti percentuali rispetto alle piccole (31% contro 19%), mentre la componente LTI sale addirittura di 15 punti (31% contro 16%).

Figura 38



Gli importi variano in misura rilevante se l'impresa raggiunge la performance *cap*: nelle società piccole la parte MBO arriva, in media, a 370 mila € (+35% rispetto al *target*) mentre la parte LTI raggiunge i 406 mila € (+28%). Tra le grandi non concentrate i compensi variabili sono non solo più elevati ma anche soggetti a variazioni più ampie:

MBO e LTI a *cap* arrivano rispettivamente a 2,3 milioni di € (+51%) e 1,8 milioni di € (+39%).

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 di poco superiore a 1/3 del pacchetto e prevalentemente legato al breve termine (MBO). Al contrario le società grandi (soprattutto quelle non concentrate), attribuiscono pacchetti in cui il variabile (poco meno di 2/3 del totale) ha un peso preponderante, quasi doppio di quello che ha nelle società piccole.

7.2 I compensi effettivamente corrisposti

7.2.1 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.

Nel 2023 i Presidenti esecutivi e i Vice-Presidenti hanno riscontrato un aumento sensibile delle remunerazioni percepite (riconducibile a un aumento dei bonus). I compensi monetari medi erogati agli altri amministratori sono quasi tutti in lieve aumento: 7% per gli AD, 9% (pari a 2.200 € in media) gli "altri" amministratori indipendenti⁵³; i non esecutivi non indipendenti hanno riscontrato un aumento del 16% (dovuto al venir meno di fattori straordinari insorti l'anno precedente). La remunerazione dei sindaci è pure aumentata in misura significativa (+ 14%).

7.2.2 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* 2023 e i compensi effettivamente erogati a 88 CEO per cui è disponibile informazione completa⁵⁴. 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 2023 sono – in media – sostanzialmente allineati (in realtà di poco inferiori: 806 contro 862 mila € a *target*) al fisso ricavabile dalla *policy*

⁵³ 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.

⁵⁴ 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 35 società identificano AD multipli, normalmente destinatari di retribuzioni inferiori rispetto al CEO.

dell'anno precedente. I bonus monetari medi effettivamente erogati (814 mila €) sono a un livello intermedio tra *target* (642 mila €) e *cap* (1,056 milioni di €)⁵⁵.

7.2.3 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 poco più del 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 (57%, in lieve aumento dal 53% dell'anno passato) ne hanno comunicato il valore su base volontaria o hanno comunque fornito informazioni sufficienti a calcolarlo. Come al solito, l'informazione è migliore (92%, in aumento dall'84% dell'anno scorso) nelle grandi non concentrate (43% nelle piccole concentrate, sostanzialmente stabile).

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 45 nelle grandi contro 24 nelle piccole; 39 nelle finanziarie contro 24 nelle non finanziarie; 27 nelle familiari contro 32,5 nelle pubbliche e 48 nelle *widely held*). Il *pay ratio* medio è rimasto sostanzialmente stabile (32) nell'ultimo anno⁵⁶.

7.3 Indennità di fine rapporto e patti di non concorrenza

La Raccomandazione 27 lettera f) prevede che la politica per la remunerazione definisca “*regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione, che definiscono il limite massimo della somma complessivamente erogabile collegandola a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione*”.

Le indennità di fine rapporto sono accompagnate, sovente, dalla previsione di c.d. patti di non concorrenza che stabiliscono il divieto per il manager uscente di avviare attività o assumere incarichi presso società in concorrenza con l'emittente. Tali patti possono assumere forme diverse e avere un'estensione geografica e/o temporale assai

⁵⁵ 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 inferiore e allineato al valore *cap*. 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*.

⁵⁶ A livello di singola società la variabilità del *pay ratio* è molto forte: da 1,17, in una società piccola dove l'amministratore delegato è stato appena nominato fino a 193 in una società *Mid Cap* il cui AD ha ricevuto un bonus di ingente entità (14 milioni di €) legato alla cessione di assets.

differenziata. Essi prevedono, normalmente, un corrispettivo monetario per il manager in cambio dell'impegno riguardante la sua attività futura.

7.3.1 Le indennità di fine rapporto

7.3.1.1 La disclosure sull'esistenza di indennità

Informazioni generali sull'esistenza o meno di pattuizioni in merito alla *severance pay*⁵⁷ sono sempre reperibili. La qualità della *disclosure* è però assai variabile: alcune società pubblicano informazioni (anche in forma tabellare) che coprono in dettaglio tutti i principali aspetti delle pattuizioni, altre riportano informazioni stringate o incomplete, insufficienti a ricavare gli importi complessivi e/o il meccanismo di funzionamento delle regole.

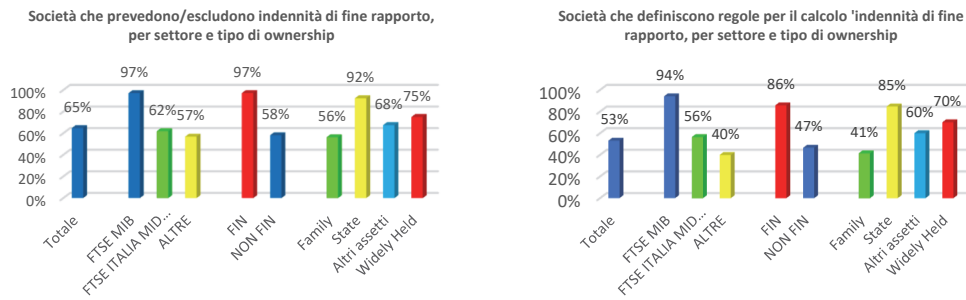
Pattuizioni relative all'erogazione di (o alla possibilità di erogare) indennità di fine rapporto all'AD sono reperibili in 134 casi, pari al 65% degli emittenti. Tale dato include anche le società che, pur non avendo oggi patti, si riservano la possibilità di stipularli in futuro, eventualmente fissando, in anticipo, le regole che essi dovranno rispettare, in termini di importi o di parametri di riferimento. Nel restante 35% dei casi gli emittenti si limitano ad affermare che oggi non esistono patti; rara è la dichiarazione dell'intenzione di non erogare somme in nessun caso (o della non necessità di erogarne, ad es. perché il CEO è anche azionista di controllo). Tra le 134 società che prevedono un'indennità, 110 forniscono informazioni sulle regole di calcolo.

7.3.1.2 Le regole per il calcolo dell' indennità

L'informazione è molto migliore nel FTSE Mib, nel settore finanziario e tra le società pubbliche, dove il 97% delle società (il 92% tra le pubbliche) comunica che è prevista un'indennità e il 94% (o rispettivamente l'80% e l'85%) fornisce informazioni sulle regole di calcolo. Tra le società grandi non concentrate pattuizioni sono sempre presenti, e le regole di base sono comunicate nel 92% dei casi. Ben diversa è la situazione tra le società piccole non concentrate (e tra quelle a controllo familiare) dove l'esistenza di patti è comunicata nel 50% (nel 56%) dei casi ed è data *disclosure* sulle regole nel 33% (41%) dei casi.

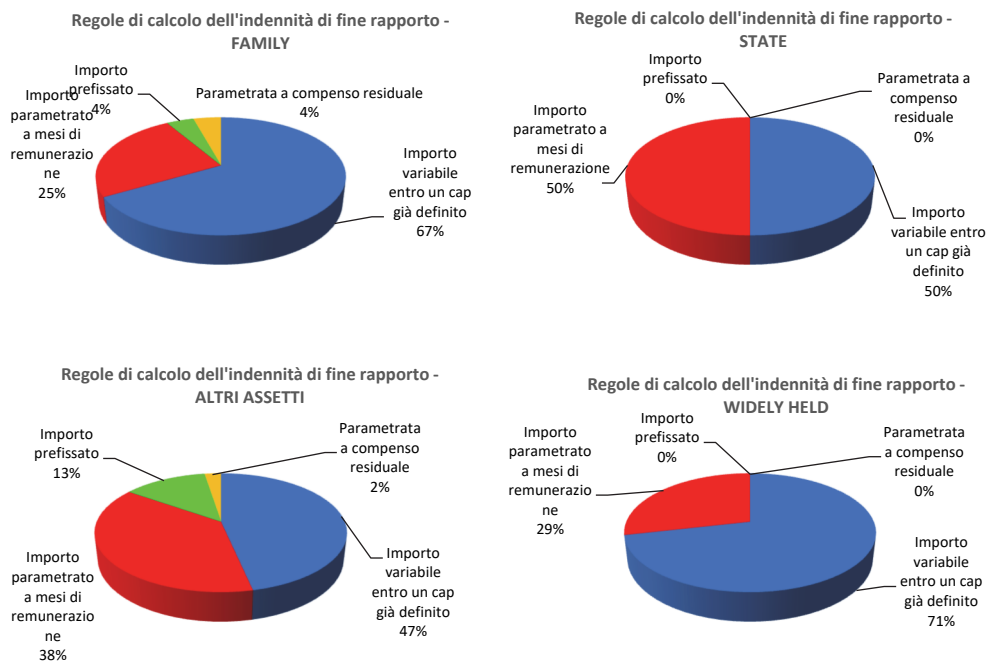
⁵⁷ Indennità di fine rapporto e *severance pay* sono qui utilizzate come sinonimi. Peraltro, nella prassi internazionale, per *severance* si intende la risoluzione anticipata del rapporto con il manager (in linea con il significato letterale del termine, che indica rottura, recisione, amputazione) e non anche il mancato rinnovo del mandato di amministratore. In effetti, gli investitori istituzionali esteri faticano spesso a comprendere l'erogazione di somme legate al mancato rinnovo del mandato di amministratore (delegato); non così per i Direttori Generali, con cui esiste un rapporto a tempo indeterminato (peraltro, gli investitori manifestano talvolta perplessità riguardo al cumulo dei due ruoli di AD e di DG nella stessa persona).

Figura 39



Nella maggioranza (58%) dei casi la *severance pay* è un importo variabile, parametrato a un certo numero di mesi di remunerazione, entro un *cap* prefissato in anticipo. Talvolta il *cap* in mesi è accompagnato da altri limiti (ad es. in valore, per importi compresi tra 1 e 5,2 milioni di €). Pure frequente (33% dei casi) è la fissazione di un importo fisso legato a un certo numero di mesi di retribuzione. Più rara la corresponsione di un importo prefissato in valore (4%) o di una somma parametrata ai compensi maturati fino alla data della risoluzione del rapporto o al periodo mancante al termine del mandato (5%). Le pattuizioni in essere paiono quindi allineate, quasi sempre, alla Raccomandazione 27, lettera f) del Codice.

Figura 40



La remunerazione cui è legata la *severance pay* può essere, alternativamente: a) il solo compenso fisso, b) la somma tra fisso e variabile di breve termine (MBO), c) la somma tra fisso e variabile (sia MBO che LTI), oppure d) un altro parametro. La qualità dell'informazione riguardo ai parametri di riferimento è molto variabile, in parte per la varietà delle situazioni sottostanti (il CEO può essere un manager professionista, proveniente dall'esterno o cresciuto "in casa", o essere l'imprenditore/fondatore o

l'azionista di controllo), in parte per la *disclosure policy* della società. Alcune società sono molto trasparenti riguardo alle pattuizioni in essere, altre forniscono un'informazione molto stringata e talvolta non chiara.

Esempi eclatanti in tal senso sono i riferimenti, talvolta criptici, al contratto collettivo nazionale (CCNL) o a singole definizioni ivi utilizzate (es. la “retribuzione di fatto”, che include tutte le componenti della remunerazione, anche variabile) e a componenti di tale contratto (come l'indennità “di mancato preavviso”, dovuta – salvo pattuizione contraria – se l'AD cumula anche la carica di DG). Alcune società specificano che tale indennità è già assorbita nel pacchetto di *severance*, altre chiariscono che essa va aggiunta agli importi comunicati, altre ancora tacciono in proposito.

I problemi possono ovviamente cumularsi perché può non essere chiaro il parametro cui l'indennità di mancato preavviso è collegata (il CCNL fa riferimento alla retribuzione “di fatto”, cioè complessiva, ma il punto è derogabile a livello di singola società). In molti casi l'informazione fornita è incompleta e/o richiede la lettura incrociata di più fonti per poter capire a quali parametri è effettivamente agganciata la *severance pay*.

Ancora, non è sempre chiaro se l'indennità di fine rapporto sia pagabile solo in caso di risoluzione anticipata del rapporto⁵⁸ ovvero anche in caso di mancato rinnovo alla scadenza naturale: 31 società (tra cui 14 FTSE Mib, pari al 41% del totale) chiariscono esplicitamente che la buonuscita è corrisposta anche in tal caso.

La situazione non è soddisfacente: per l'investitore comprendere le regole di *severance* è sovente una sfida ardua; un incremento non solo della trasparenza ma anche dell'uniformità delle informazioni fornite è opportuno. Il Comitato per la Corporate Governance potrebbe valutare se invitare le società a fornire maggiori informazioni in Relazione o integrare le previsioni del Codice in materia, magari suggerendo una tabella *ad hoc*.

Il CdA delle società, già chiamato a definire “*regole chiare e predeterminate*” per la *severance pay*, ai sensi della Racc. 27, lett. f), potrebbe cioè essere invitato esplicitamente a fornire informazione – su base *comply-or-explain* – su tali regole. In sostanza, il Comitato potrebbe raccomandare di dare *disclosure* in materia non solo ex post (“*in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale*”, come previsto dalla Racc. 31) ma anche ex ante, sulle regole applicabili o sui limiti che esso ha scelto di darsi⁵⁹.

Tornando alle società che diffondono informazioni sulle indennità di fine rapporto, oltre metà (54%) di esse aggancia l'indennità al compenso totale (fisso + MBO + LTI)⁶⁰. Meno frequenti, ma comunque diffuse sono regole che legano l'indennità al solo compenso fisso (18% dei casi) o alla somma di fisso e MBO (19%). La scelta del

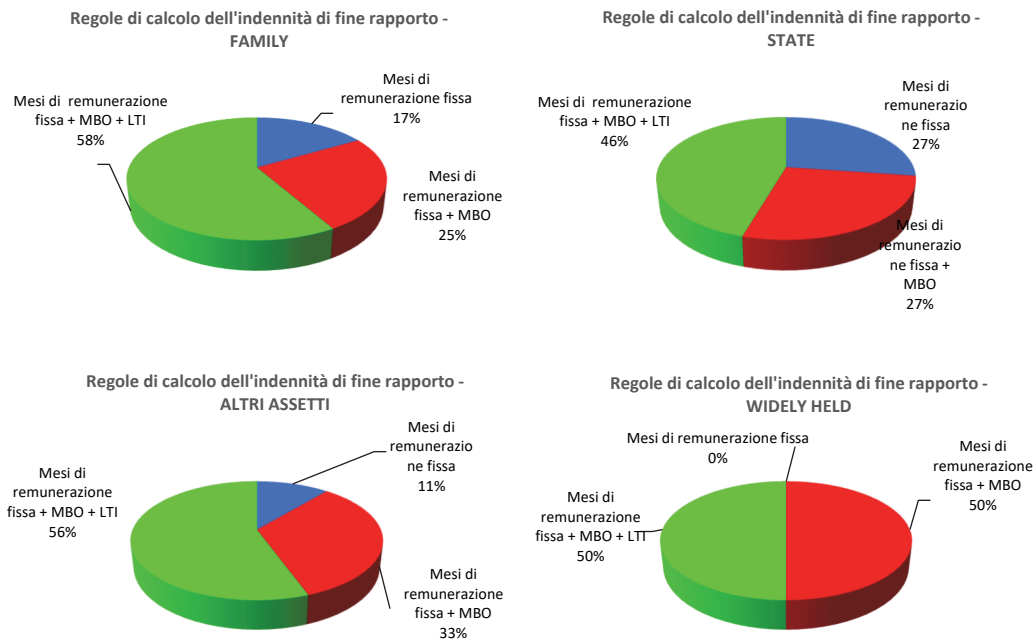
⁵⁸ Ovviamente se la risoluzione non avviene per giusta causa (l'indennità è cioè pagata solo in caso di *good leaver*).

⁵⁹ Anche per evitare il rischio di un intervento diretto della Consob, come già accaduto tempo fa per le raccomandazioni poi confluite proprio nella Racc. 31.

⁶⁰ Si fa riferimento sia alle società che fissano la *severance pay* in base a un certo numero di mesi di retribuzione, sia a quelle che prevedono un importo variabile con un *cap* parametrato al numero di mesi di retribuzione

parametro è influenzata soprattutto dalla concentrazione dell'azionariato e dall'identità del primo azionista: una *severance pay* legata al compenso complessivo è più frequente nelle società concentrate (63%; è il 42% tra le non concentrate) e nelle *family firms* (64%; tra le altre società è usato in meno di metà dei casi). Tra le società pubbliche è frequente (36% dei casi) il riferimento alla somma tra fisso e MBO; tra le *widely held* addirittura al solo compenso fisso (43% dei casi).

Figura 41



Dove le regole fanno riferimento anche alle remunerazioni variabili, la loro quantificazione è spesso legata a una media dei compensi effettivamente percepiti nell'ultimo triennio di attività. Tale soluzione presenta il pregio di esporre in misura significativa il manager ai risultati della propria gestione fino all'ultimo giorno in cui è in carica.

In altri casi la componente variabile è forfettizzata al valore *target* dell'ultimo triennio. Tale soluzione appare sbilanciata perché, se da un lato è notevolmente più generosa rispetto a pacchetti di *severance* parametrati al solo compenso fisso, dall'altro non espone il manager in uscita ai risultati della propria attività: la buonuscita parametrata ai compensi variabili a *target* paga, infatti, in misura identica soggetti che non hanno raggiunto gli obiettivi e soggetti che li hanno superati.

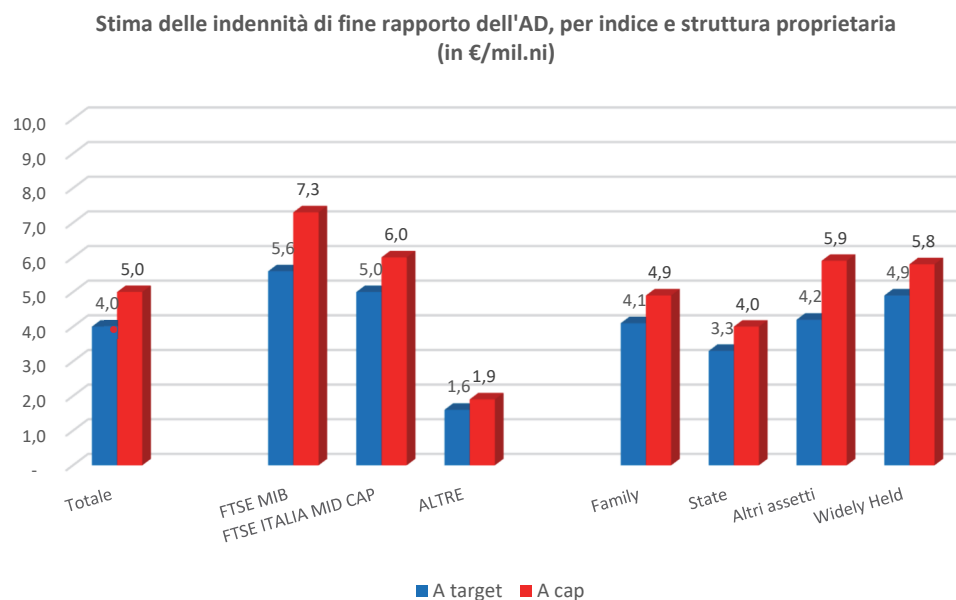
Secondo la Raccomandazione 27 lettera f) il limite massimo dell'indennità dovrebbe essere collegato "a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione".

Il periodo cui è parametrata l'indennità nel secondo caso è mediamente pari a 24 mesi quando è adottato il parametro "remunerazione fissa" o quello "remunerazione fissa + MBO" (il caso limite è una *Small Cap* che prevede un *cap* pari a 48 mesi di remunerazione fissa).

Nel caso più generoso, quello di adozione del parametro “remunerazione complessiva” (fisso + MBO + LTI), il periodo di riferimento è sovente maggiore: il *cap* medio è pari a 30 mesi⁶¹. Solo tra le società *widely held* la media è significativamente più bassa (20 mesi). Il periodo di riferimento varia molto a livello di singola società, da un minimo di 12 (per la sola indennità di preavviso) a un massimo di 48 mesi (in due società finanziarie tra loro legate è identificato un *cap* pari a 36 mesi, cui vanno però sommati 12 mesi di indennità di mancato preavviso).

Tra le 110 società che forniscono informazioni sulle regole di calcolo delle indennità di *severance*, 83 rendono disponibili informazioni sufficienti a stimarne – a grandi linee – l’importo previsto. La stima è stata effettuata in ipotesi convenzionali, soprattutto riguardo al livello raggiunto dalla remunerazione variabile, considerata rispettivamente: a) a livello *target*; e b) a livello *cap*⁶².

Figura 42



L’importo medio dell’indennità è pari a 4 milioni di € se la performance dell’AD è a livello *target* e può arrivare fino a 5 milioni di € a *cap*. Gli importi medi variano considerevolmente secondo la dimensione aziendale: tra le FTSE Mib sono pari a 5,6 milioni di € a *target* e 7,3 milioni a *cap*; gli importi medi scendono lievemente tra le Mid Cap (5 milioni di € a *target* e 6 milioni a *cap*), mentre sono decisamente inferiori tra le Small Cap (1,6 milioni di € a *target* e 1,9 milioni a *cap*).

⁶¹ In realtà la media è 24 mesi se il parametro è fisso (indennità = 24 mesi), mentre è 30 mesi in caso il parametro sia variabile (indennità fino a 30 mesi).

⁶² A tal fine si è fatto uso delle remunerazioni fisse e variabili (MBO + eventuale LTI) ricavate dalla politica di remunerazione, rispettivamente ai livelli *target* e *cap*. Per mantenere il calcolo a livelli di complessità trattabili, si è scelto di non considerare eventuali meccanismi di forfettizzazione. Inoltre si è scelto di ignorare gli ulteriori vincoli eventualmente previsti dalla politica (es. per politiche che legano l’importo dell’indennità a fisso + MBO, ulteriori limiti in valore – es. “e comunque non superiore a... €” – o riferiti ad altri parametri – ad es. “comunque non superiore a 4 anni di fisso” o “comunque non superiore a 2 anni di retribuzione complessiva”).

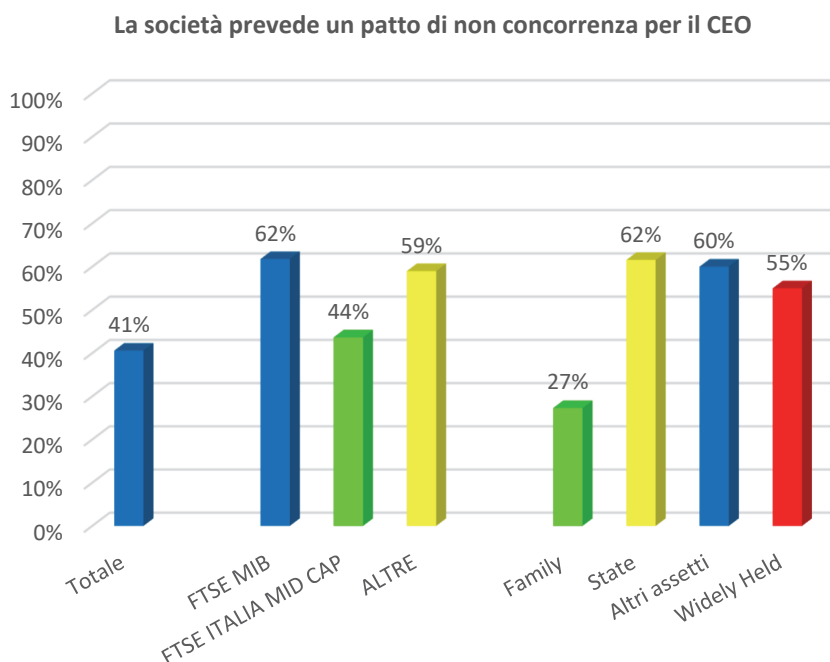
Anche la struttura proprietaria esercita una certa influenza sulle cifre in gioco: gli importi medi più bassi si registrano tra le società pubbliche (3,3 milioni di € a *target* e 4 milioni a *cap*); le *family firms* prevedono importi più elevati (4,1 milioni di € a *target* e 4,9 milioni a *cap*); i valori medi più elevati si trovano tra le *widely held* (4,9 milioni di € a *target* e 5,8 milioni a *cap*).

Ovviamente, a livello di singolo emittente, la variabilità è molto pronunciata. 5 società *Small Cap* prevedono indennità inferiori a 500mila € (paramtrate ai compensi fissi); altre 6 (3 FTSE Mib e altrettante Mid Cap) prevedono buonuscite superiori a 10 milioni di € (sia a *target* che a *cap*)⁶³.

7.3.2 I patti di non concorrenza

Il pacchetto di *severance* può comprendere, sovente in aggiunta all'indennità, un patto di non concorrenza. Informazioni sull'esistenza di tali patti sono state fornite da 84 società, pari al 41% del totale. Tra esse, 56 forniscono informazioni sulle relative regole di calcolo. La stipula di simili patti è più frequente nelle società maggiori (62% nelle FTSE Mib, 33% nelle *Small Cap*) e nel settore finanziario (65% contro 38% nelle non finanziarie). È riscontrabile un forte legame tra esistenza del patto e struttura proprietaria: la frequenza di utilizzo è elevata nelle società pubbliche (62%) e nelle *widely held* (55%) ed è molto più bassa (27%) nelle *family firms*.

Figura 43



Si potrebbe pensare che nelle *family firms* lo scarso ricorso a patti di non concorrenza dipenda dal fatto che il CEO è sovente un membro della famiglia di controllo. Tale

⁶³ I livelli massimi sono riscontrabili a *target* in una Mid Cap familiare (20 milioni di €; valore a *cap* 23 milioni); a *cap* in una FTSE Mib (26,4 milioni di €; valore a *target* 14,2 milioni).

ipotesi è però smentita dai dati: i patti di non concorrenza si trovano con frequenza pressoché identica nelle società con un *family* CEO (27%) e in quelle dove il CEO è un manager professionista (28%).

La durata media del patto (calcolabile in 46 casi) è pari a 18 mesi ed è remunerata con l'erogazione di una somma pari a 12,5 mesi di remunerazione. C'è però una notevole variabilità nel parametro di remunerazione identificato dai singoli emittenti: nel 70% dei casi si tratta del solo compenso fisso, nell'11% è la somma di fisso e MBO; nel restante 19% dei casi include anche l'LTI.

Sommando il valore dei patti di non concorrenza (ove presenti) a quello dell'indennità "standard" calcolato nelle 83 società per cui sono disponibili informazioni, l'importo medio complessivo dell'indennità di buonuscita sale, a *target*, da 4 a 4,7 milioni di € e, a *cap*, da 5 a 5,9 milioni di €.

Il Codice considera i patti di non concorrenza una componente del pacchetto di *severance*, di cui è raccomandata la *disclosure* (alla Racc. 31, lett.b)). Anche per i patti valgono quindi le regole generali di cui alla Racc. 27, lett.f) (collegamento "a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione"). Le regole di calcolo comunicate dagli emittenti sono sostanzialmente allineate con le raccomandazioni del Codice CG. La *disclosure* sulle regole dei patti lascia peraltro a desiderare. Pare opportuno che il Comitato inviti gli emittenti a migliorare la trasparenza a tale proposito.

Si è analizzato un ulteriore tema riguardante l'allineamento delle *policy* in materia di *severance* con le linee-guida definite dai principali *proxy advisors* (ISS e Glass Lewis), nonché da molti investitori istituzionali. Tali *guidelines* non sono da intendere in maniera rigida, nel senso che una *policy* ad esse non allineata non porta automaticamente a un voto contrario in assemblea, anche perché le situazioni concrete variano da una società all'altra e uno stesso pacchetto può trovare giustificazione in un caso e non in altri⁶⁴.

Nella pratica si riscontra, inoltre, una certa variabilità tra le linee-guida adottate da vari soggetti: mentre esiste un generale consenso sul fatto che la *severance pay* non dovrebbe eccedere due annualità di remunerazione (inclusive di indennità di preavviso e patti di non concorrenza)⁶⁵, la definizione dei compensi cui essa dovrebbe essere parametrata è assai variabile. Glass Lewis usa i compensi fissi, mentre ISS pare fare riferimento alla somma di fisso e variabile di breve termine. Altri soggetti citano espressamente la nozione di "total pay".

⁶⁴ Ad esempio, *proxy advisors* e investitori sono sovente più tolleranti nei confronti di pacchetti elevati se il beneficiario è anche dirigente della società, poiché il CCNL prevede limiti più elevati (fino a 3 anni di remunerazione "di fatto", inclusiva di fisso, MBO e LTI). Altro fattore influente sulle decisioni di voto è l'ampiezza delle fattispecie in cui l'indennità di fine rapporto è corrisposta, poiché nella prassi internazionale non è contemplato, generalmente, il caso del semplice mancato rinnovo del mandato di amministratore.

⁶⁵ In linea con la Raccomandazione della Commissione UE 2009/385/EC, Sezione III, Art. 3.5., secondo cui "the definition of severance payments includes payments related to notice periods and non-competition clauses".

Tra le 83 società che pubblicano informazioni su indennità di buonuscita e patti, 41 (49% del totale) prevedono indennità inferiori a due annualità di remunerazione complessiva, in 26 (31% del totale) l'indennità non supera due anni di fisso + MBO; solo in 10 casi (pari al 12% del totale) l'indennità prevista rispetta la raccomandazione della Commissione UE (max 2 anni di compenso fisso).

BOX 7

Le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF) sono documenti sovente poco leggibili: sono spesso dispersive e contengono paragrafi molto tecnici (ad es. in materia di consumi energetici o di emissioni di gas-serra) e non di agevole lettura. Il problema è verosimilmente destinato ad aumentare con l'entrata in vigore della CSRD, che rischia anzi di ridurre la leggibilità di altri documenti di corporate governance (soprattutto le Relazioni CG).

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 sia di "ammissibilità" delle attività svolte, sia di allineamento alla qualifica di ecosostenibilità. La sostenibilità degli investimenti (*capex*) è più elevata (ammissibilità 32%, allineamento 14%) rispetto ai KPI relativi all'attività corrente (fatturato – 28% e 11% – e *opex* – 31% e 13%).

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 22%, un valore inferiore a quello (27% per il fatturato, 32% per le *capex*) dichiarato dalle società non finanziarie. Ciò pare implicare che le società non quotate finanziate dalle banche 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 37% del totale. La presenza femminile quasi si dimezza (20%) a livello dirigenziale. Il 62% 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'88% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'85% tra i dirigenti. Quasi tutte le società riportano informazioni in materia di consumi energetici e ricorso a fonti rinnovabili, pari al 27% in media. L'intensità energetica dell'attività dipende dal settore di attività: una società energetica (una *utility*) ha consumi medi per dipendente pari a 41 volte (12 volte) quelli degli altri settori non-finanziari e 306 volte (87 volte) quelli di una finanziaria. La trasparenza sulle emissioni di gas serra è in aumento e le emissioni stesse paiono in lieve diminuzione (almeno per i profili *Scope 1* e *Scope 2*).

La trasparenza in materia di rating ESG è stabile: oltre metà (55%) degli emittenti comunica informazioni sui rating ESG ricevuti. Il rating medio degli emittenti è lievemente migliorato; ciò testimonia, verosimilmente, gli sforzi delle società in materia di sostenibilità. Peraltro, la distribuzione dei rating mostra differenze meno marcate tra un emittente e l'altro. Se i rating ESG sono, come dichiarato dai *providers*, rating relativi, questo loro appiattimento ne riduce l'utilità per gli investitori.

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

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* rientrano 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). La trasparenza su tale punto sta per essere rivoluzionata dall'entrata in vigore della Direttiva UE 2022/2464 (CSRD), che porterà novità a partire dall'anno prossimo. La Direttiva non solo modificherà il contenuto della Dichiarazione Non Finanziaria (DNF) ma comporterà obblighi di informativa (*Disclosure Requirements* previsti soprattutto dallo *European Sustainability Reporting Standard* ESRS 2) ramificati, che andranno a toccare la *disclosure* del ruolo degli organi di amministrazione, direzione e controllo e il sistema dei controlli interni e di gestione del rischio riguardante il *reporting* di sostenibilità. Esiste il rischio che molte di tali informazioni siano fornite dagli emittenti nella Relazione CG anziché nella DNF, appesantendo e rendendo poco leggibile il documento; il tema sarà analizzato il prossimo anno.

Le principali novità dell'anno sono ancora 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 ecosostenibile. 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.

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). Si sono analizzate le DNF reperibili entro fine agosto 2024: 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.

8.1 Forma e struttura della DNF

Si sono individuate 160 DNF (77% delle società del campione). La DNF è disponibile sempre nelle società appartenenti al FTSE Mib, quasi sempre (93%) nelle *Mid Cap* e con frequenza inferiore (64%) nelle *Small Cap*⁶⁶. In 146 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. 254/2016. Talvolta 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.

Le DNF assumono, in larga prevalenza (71%), la forma di un documento autonomo. Più rara è la loro inclusione nella Relazione sulla Gestione, di cui costituiscono una sezione (14%) e, ancor più (9%), la predisposizione di una Relazione “integrata”, dove le informazioni in materia di sostenibilità sono distribuite lungo tutta la Relazione sulla Gestione. 9 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 151 pagine), in linea con l’anno passato (153 pagine). La “taglia” dipende dalla forma scelta: essa è pari a 121 pagine per le sezioni della Relazione sulla Gestione ma arriva a 160 pagine per i documenti autonomi e 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 27 e 324 pagine; le DNF autonome tra 54 e 499 pagine.

Le DNF continuano ad essere sovente poco leggibili. Da un lato sono documenti dispersivi: una maggior sintesi e/o la predisposizione di un *executive summary* che ricapitoli 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.

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. Esiste il rischio che una parte significativa di tali informazioni sia fornita dagli emittenti nella Relazione CG anziché nella DNF, appesantendo e rendendo poco leggibile anche questo documento.

8.2 La matrice di materialità

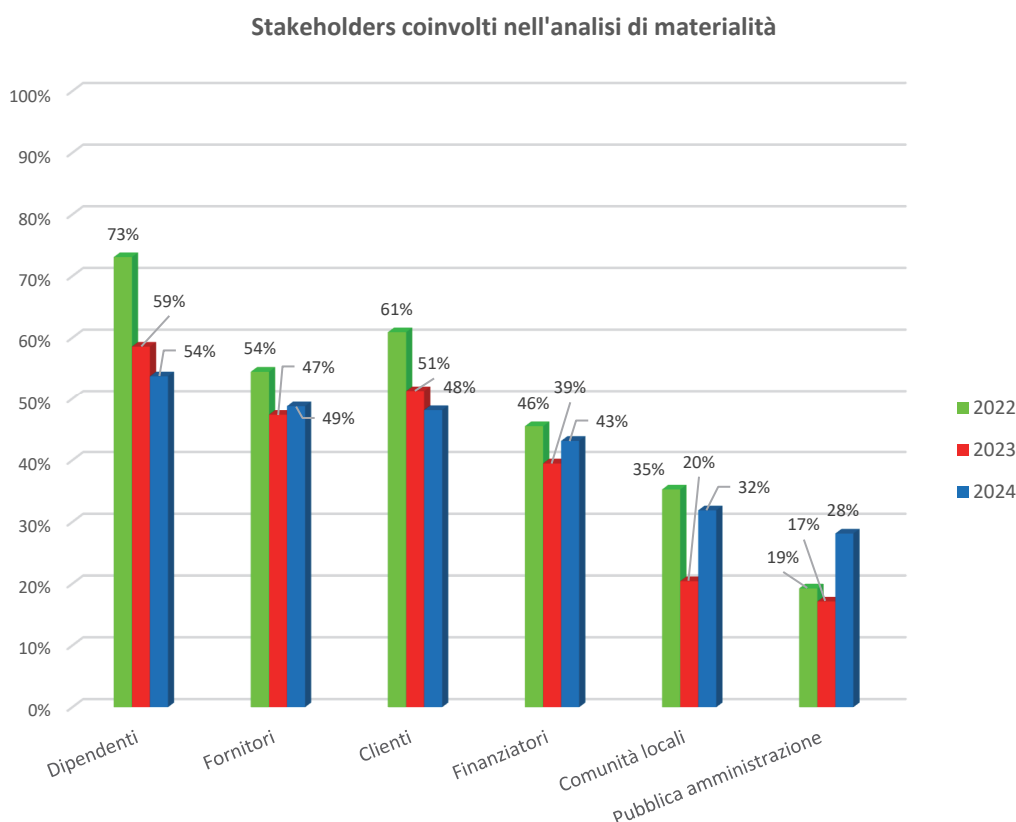
Le società tenute a pubblicare la DNF sono chiamate a svolgere preventivamente un’analisi di materialità, che individua i temi di sostenibilità ritenuti più o meno rilevanti. Dall’anno scorso, le DNF devono essere *compliant* con i *GRI Standards 2021*,

⁶⁶ 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.

che non prevedono più l'inclusione nel documento di una *matrice* di materialità per la società (asse X) e per i suoi principali *stakeholders* (asse Y). Essa è ancora riportata da una minoranza (19%) di emittenti ma è ora talvolta accompagnata o sostituita da una diversa matrice che riporta in forma grafica gli impatti dell'ambiente esterno sull'azienda e sui suoi risultati (*outside in*) e dell'attività della società sui temi della sostenibilità e sugli *stakeholders* (*inside out*), secondo il concetto di doppia materialità. L'indicazione dei temi materiali sotto le varie prospettive è presente quasi sempre (96% dei casi).

La consultazione degli *stakeholders* è una fase preliminare della valutazione di impatto dell'emittente. Le principali categorie coinvolte nel processo sono, nell'ordine: dipendenti (54% dei casi), fornitori (49%), clienti (48%), finanziatori (43%), comunità locali (32%) e pubblica amministrazione (28%).

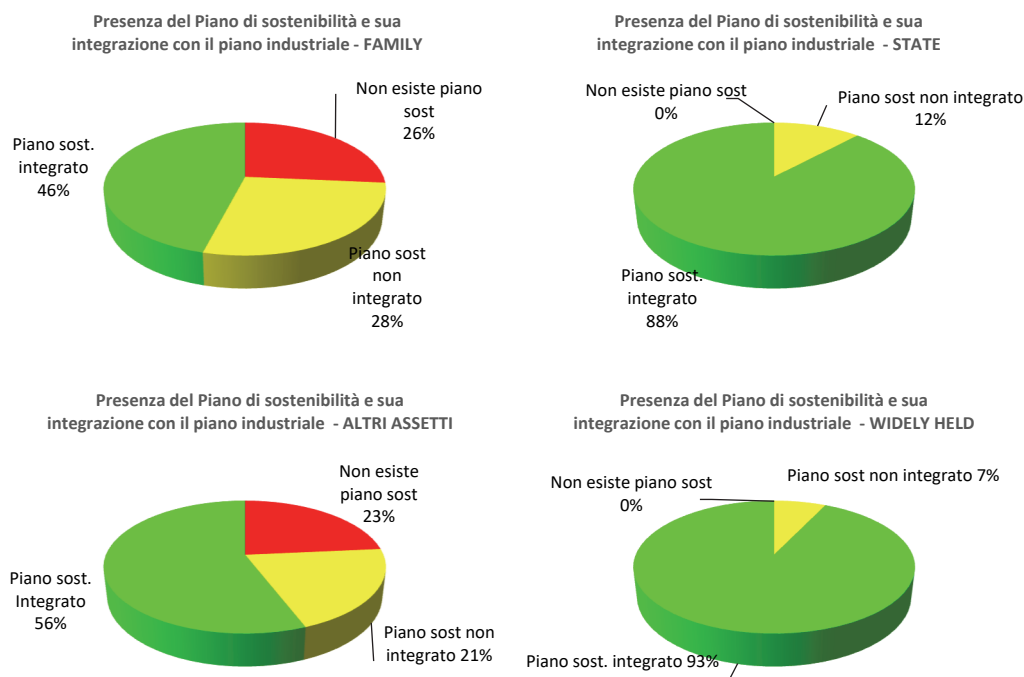
Figura 44



8.3 Il piano di sostenibilità

La grande maggioranza degli emittenti (81%, in aumento dal 68% dell'anno scorso; erano il 61% nel 2022) fornisce indicazioni che consentono di ricavare l'esistenza di un piano di sostenibilità. La frequenza aumenta tra le società più grandi e/o strutturate. Un piano di sostenibilità è stato adottato da tutte le FTSE Mib, dall'82% delle *Mid Cap* e dal 71% delle altre società. Tutte le società pubbliche e *widely held* comunicano l'esistenza di un piano, mentre tra le *family firms* la frequenza scende al 74%.

Figura 45

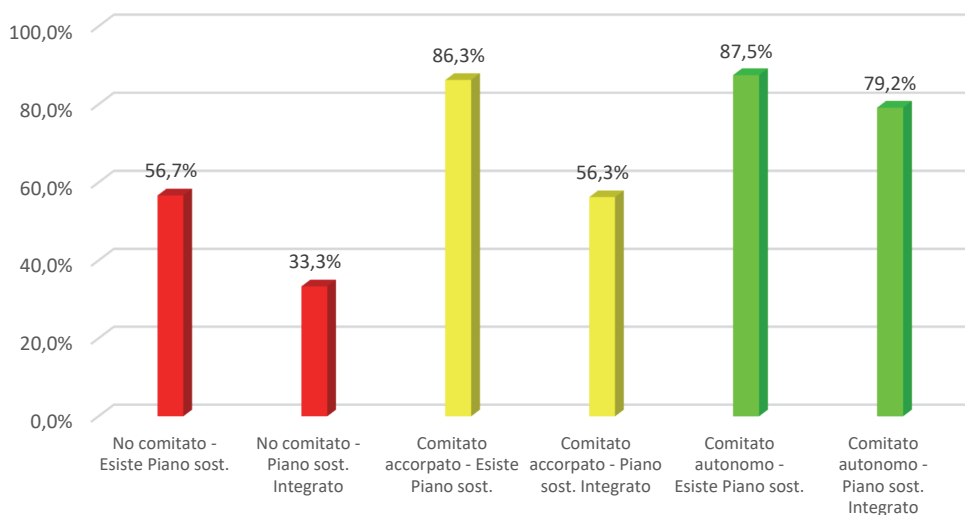


Il piano di sostenibilità è frequentemente (73%) integrato nel piano industriale. Qui si riscontrano forti variazioni in relazione alla struttura dell'azionariato: un piano integrato è individuabile nell'88% delle società pubbliche, nel 93% delle *widely held* e nel 62% delle familiari.

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 57% (in assenza di comitato) all'86% dove è presente un comitato accorpato; analogamente, la probabilità che sia elaborato un piano integrato aumenta dal 33% in assenza di comitato al 56% dove è presente un comitato accorpato (e al 79% dove esiste un comitato autonomo).

Figura 46

Effetti della presenza e tipologia di C Sost. su presenza e tipologia del piano di sostenibilità



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. 254/2016 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 vigente la *disclosure ex ante* dei *target* di sostenibilità relativi a un determinato orizzonte futuro. Informazione è stata comunque fornita, su base volontaria, dal 49% delle società (in aumento rispetto al 37% dell'anno passato). Spiccano per trasparenza le società pubbliche, che hanno comunicato i KPI *ex ante* nell'88% dei casi.

8.4 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:

- contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9⁶⁷;

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

- b) non arreca un danno significativo a nessuno di tali obiettivi;
- c) è svolta nel rispetto di garanzie minime di salvaguardia in materia di diritti umani e condizioni di lavoro (ex art. 18);
- d) è conforme ai “criteri di vaglio tecnico” fissati dalla Commissione UE⁶⁸.

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 funzionamento dei mercati finanziari, rendendo più semplice identificare (e finanziare) le attività effettivamente ecosostenibili.

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 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 gli obblighi di *disclosure* per le società non finanziarie riguardano il contributo a tutti e sei gli obiettivi ambientali di cui all’art.9 del Regolamento Tassonomia, come 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.

I KPI devono essere comunicati in relazione sia alle attività considerate “ammissibili” (“*eligible*”)⁶⁹, 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 sono invece tenute a pubblicare – in modo differenziato secondo il settore di appartenenza – KPI interpretabili come una sorta di “*green asset ratio*”⁷⁰,

basse emissioni e quelle c.d. “abilitanti”, che consentono direttamente ad altre attività di apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi.

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

⁶⁹ 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*”.

⁷⁰ Per la precisione, 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.

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.

8.4.1 I KPI nel settore non finanziario

Si è analizzata l’informativa resa da 126 emittenti non finanziari soggetti all’obbligo di pubblicare la DNF⁷¹. Per semplicità di lettura si è adottata qui la classificazione società finanziarie/non finanziarie⁷² 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 28% per il fatturato, al 32% per le *capex* e al 31% per le *opex*. Sono valori in netta crescita rispetto all’anno passato. Guardando al secondo profilo (allineamento), i KPI medi sono nettamente inferiori: 11% per il fatturato, 14% per le *capex* e 13% 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*; limitata tra fatturato 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.

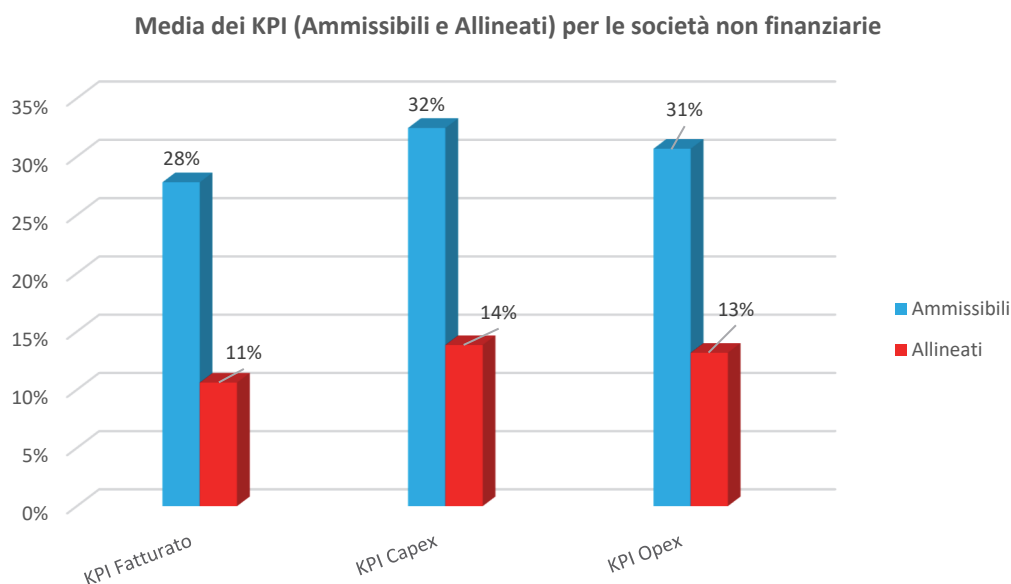
Da quest’anno sono disponibili per la prima volta informazioni sugli altri quattro profili previsti dal regolamento. L’informazione fornita sconta peraltro prevedibili problemi di adattamento a una normativa innovativa di cui probabilmente, in molti casi, si fatica a comprendere tutte le implicazioni. Solo in casi sporadici sono stati riportati KPI > 0 riguardo ai profili c) uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine e d) la transizione verso un’economia circolare; in un solo caso riguardo al profilo e) prevenzione e riduzione dell’inquinamento; nessun emittente ha riportato dati riguardo al profilo f) protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Nelle specifiche modalità con cui è stato concepito dal Regolamento UE 2021/2178, l’obbligo di *disclosure* del *green asset ratio* è entrato in vigore a partire da quest’anno.

⁷¹ Il campione è ottenuto sottraendo al numero totale di società che hanno pubblicato la DNF (160) le 14 che l’hanno pubblicata in via volontaria, le altre 18 soggette all’obbligo ma appartenenti al settore finanziario e 2 società che non hanno reso disponibili informazioni sul punto (160-14-18-2=126).

⁷² 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.

Figura 47



Poco meno di un quarto delle società non finanziarie (21, pari al 17% 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 fortemente ridotto rispetto al 45% di due anni fa. È probabile che il calo sia effetto, in parte, di una maggiore familiarità degli emittenti con il Regolamento, in parte del controllo di coerenza effettuato dai revisori.

Se si trascurano gli emittenti “triplo zero”, il valore medio dei KPI (profilo ammissibilità) nelle restanti 105 società sale di circa 6 punti percentuali, al 33% per il fatturato, al 39% per le *capex* e al 37% per le *opex*. Tali società mostrano anche un allineamento maggiore (+ 4 punti percentuali) ai requisiti del Regolamento: i KPI sono pari al 13% per il fatturato, al 17% per le *capex* e al 16% per le *opex*.

I dati sull’allineamento (nelle 105 società sotto esame) sono frutto di due diversi fenomeni: oltre metà delle società in esame (60 su 105, guardando al KPI sul fatturato), comunica un allineamento pari a zero; le altre 45 indicano una % di allineamento positiva, pari al 30% per il fatturato, al 34% per le *capex* e al 38% 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.

8.4.2 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 (18) appartenenti al settore finanziario⁷³ 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*⁷⁴. 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*.

I *covered assets* rappresentano in media il 65% dell'attivo delle società finanziarie quotate (come prevedibile, il dato – collegato al modello di business del singolo emittente – è stabile nel tempo). Il *Green Asset Ratio* (stock)⁷⁵ va calcolato in rapporto a tale grandezza. Il resto delle attività (escluse dal calcolo: 35%) è rappresentato prevalentemente da attività vantate nei confronti di entità sovrane. La percentuale di *covered assets* varia molto da una società all'altra (da un minimo del 19% a un massimo dell'88% 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 22% dei *covered assets*, sia che si faccia riferimento al fatturato, sia che si utilizzino le *capex*. Si tratta di valori inferiori rispetto a quelli (33% per il fatturato, 39% per le *capex*) dichiarati dalle società non finanziarie⁷⁶. 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.

A partire da quest'anno, le società finanziarie sono tenute a pubblicare anche il valore del *Green Asset Ratio* stock calcolato rapportando ai *covered assets* le sole attività allineate ai requisiti del Regolamento Tassonomia. Il valore è, ovviamente, molto più basso (2% in media, con riferimento sia al fatturato che alle *capex*) dell'analogo KPI calcolato sulle attività ammissibili (22%).

La variabilità tra una società e l'altra è molto forte: l'investimento in attività ammissibili varia tra valori molto bassi (1/3%) e valori superiori al 50% dei *covered assets*. Al contrario, il GAR stock calcolato rispetto alle attività allineate non supera mai il 5%.

Il valore del GAR stock 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 beneficiarie degli investimenti o dei prestiti. Le esposizioni verso società non tenute alla pubblicazione della DNF sono infatti considerate per

⁷³ Anche qui si è adottata la classificazione del Regolamento tassonomia.

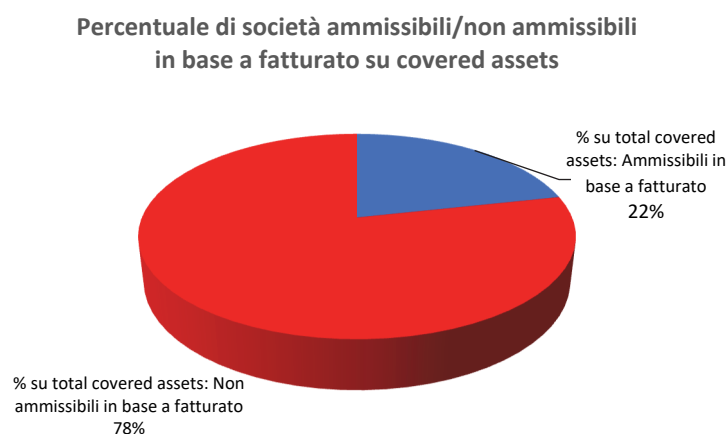
⁷⁴ Espressi al netto delle attività “escluse” ai sensi del Regolamento UE 2021/2178: a) attività detenute nei confronti di entità sovrane – amministrazioni centrali, banche centrali ed emittenti sovranazionali e b) portafoglio di negoziazione (*trading book*); c) prestiti interbancari *on demand*.

⁷⁵ A partire da quest'anno è disponibile anche una misura di GAR flusso, che misura la percentuale di nuovi impieghi in attività qualificabili come ecosostenibili. Vedi *infra*.

⁷⁶ 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*”.

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 48



A partire da quest'anno le società finanziarie sono tenute a pubblicare anche una diversa misura di *Green Asset Ratio*, detta GAR flusso, che misura la percentuale di nuovi impieghi qualificabili come ecosostenibili, sul totale dei *covered assets*. Il valore comunicato è peraltro molto basso e talvolta pari a zero. È probabile che anche in questo campo il dato riportato sconti qualche problema relativo alla prima applicazione della nuova norma.

8.5 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 su *Gender equality*, 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.

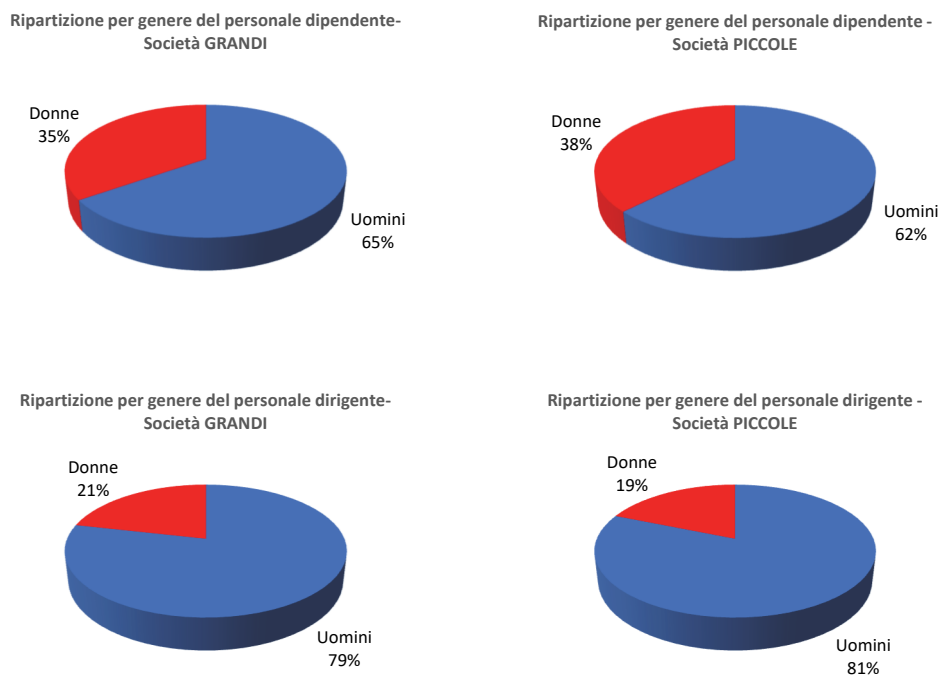
8.5.1. Informazioni in materia di gender equality

8.5.1.1 La presenza femminile

Tutte le DNF riportano dati sulla ripartizione del personale tra uomini e donne, quasi tutte (94%) riportano il dato anche riguardo ai dirigenti. Le dipendenti sono il 37% del totale, senza grandi variazioni tra un gruppo e l'altro; spiccano verso l'alto il settore

finanziario – dove le donne sono il 43% del totale – e verso il basso le società pubbliche – dove sono il 26% del totale⁷⁷. In 41 società il personale è in maggioranza femminile. Il dato è influenzato in modo determinante dal settore cui appartiene l'emittente: più di metà delle società con personale a maggioranza femminile (25 su 41) appartiene ai settori finanziario (10), *health care* (3) e prodotti di consumo (che include tra gli altri anche il tessile/abbigliamento/moda (14)). La presenza femminile in azienda raggiunge il livello minimo – 7% – in una società che si occupa di costruzioni e manutenzioni; quello massimo – 83% – è osservabile in una società del settore tessile.

Figura 49



La presenza femminile è molto più bassa (20%) a livello dirigenziale. 7 società sono prive di dirigenti donne; nessuna ha solo dirigenti donne. Le società con maggioranza di dirigenti donne sono solo 3: una operante nel settore *health care* (che ha il record di dirigenti donne, pari al 63%) e due nella moda.

8.5.1.2 Il gender pay gap

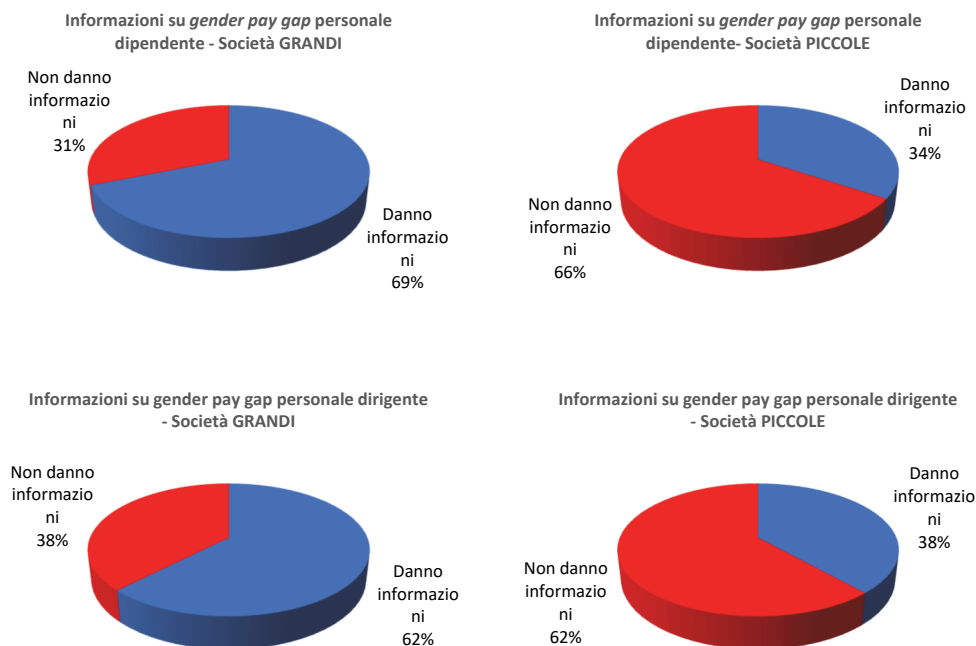
La *disclosure* delle differenze di remunerazione tra uomini e donne non è soddisfacente. Il 62% delle società fornisce informazioni sulle remunerazioni dei dipendenti distinte secondo il genere ma solo il 47% rende nota la differenza di remunerazione tra uomini e donne (*gender pay gap*) o fornisce dati disaggregati in modo tale da renderlo ricostruibile (qui si osserva un aumento significativo della trasparenza: l'anno scorso il dato era ricostruibile solo per il 31% degli emittenti).

⁷⁷ 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%.

A livello di dirigenti, il 58% degli emittenti (dato stabile) fornisce informazioni disaggregate secondo il genere ma solo il 47% comunica effettivamente il *pay gap* (o lo rende comunque ricostruibile; l'anno scorso era il 35%). Le società accorpano talvolta le statistiche per dirigenti e quadri, oppure danno un'informazione molto granulare, per categorie di dipendenti, o disaggregata su base geografica o settoriale, senza fornire i totali delle singole categorie, di modo che il *pay gap* non è sempre ricostruibile a livello di società o di gruppo.

È riscontrabile un forte effetto dimensionale: informazione sul *gender pay gap* è fornita dal 69% delle società grandi e solo dal 34% delle piccole (rispettivamente 62% e 38% per i dirigenti). La trasparenza è maggiore tra le società *widely held* (79% danno *disclosure* generale, 64% per i dirigenti) e per le pubbliche (64% danno *disclosure* generale, 60% sui dirigenti), e minore tra le *family firms* (38% danno *disclosure* generale, 40% sui dirigenti).

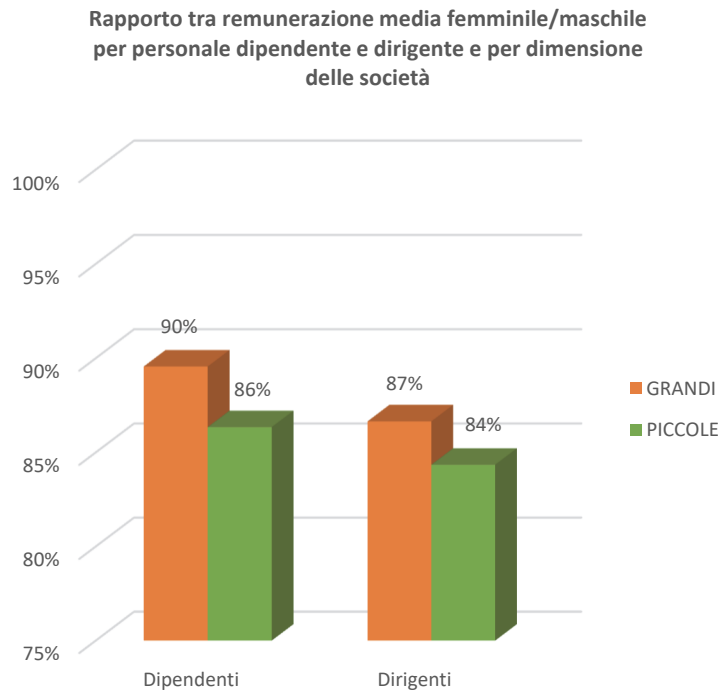
Figura 50



Il *pay gap*, verosimilmente collegato a differenze di ruolo nell'organigramma aziendale, è apprezzabile: le donne percepiscono in media l'88% della remunerazione dei colleghi maschi, a livello generale, e l'85% tra i dirigenti. Il *pay gap* è in lieve diminuzione rispetto all'anno scorso.

La variabilità tra un gruppo e l'altro è contenuta: le differenze maggiori sono collegate alla struttura proprietaria: la differenza è maggiore tra le società familiari (85% contro 96% tra le società pubbliche e 92% tra le *widely held*). Tra i dirigenti il *pay gap* è più contenuto nelle società pubbliche (88%) e nelle *family firms* (87%) e maggiore tra le *widely held* (81%). Sempre tra i dirigenti, è notevole anche la differenza tra settore finanziario (77%) e non finanziario (87%).

Figura 51



A livello dipendenti, il *pay gap* più elevato si riscontra in una società industriale (remunerazione media femminile = 27% di quella maschile; 5% tra i manager); in 7 società di settori vari il rapporto si inverte, ossia la remunerazione media femminile è più alta (fino a un massimo dell'11,5%) di quella maschile. A livello dirigenziale, il rapporto si inverte presso 11 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 beni e servizi industriali, dove la retribuzione dell'unica dirigente donna è quasi doppia (194%) di quella media dei colleghi maschi.

8.5.1 Informazioni in materia di consumi energetici ed emissioni di gas serra

Quasi tutte le DNF (96%) riportano informazioni in materia di consumi energetici: ciò accade sempre tra FTSE Mib e nel settore pubblico. Gli emittenti comunicano oggi quasi sempre (94%) anche la quota di consumi alimentata da fonti rinnovabili, pari al 27% in media (in aumento rispetto al 23% degli anni scorsi).

Il ricorso a fonti rinnovabili è più elevato tra le società grandi (34% contro 23% tra le piccole) e nel settore finanziario (42% contro 24% negli altri settori)⁷⁸.

⁷⁸ La percentuale di ricorso alle rinnovabili varia tra 0 (in 28 società, quasi tutte non finanziarie) e 100% in una società del settore moda.

Figura 52a

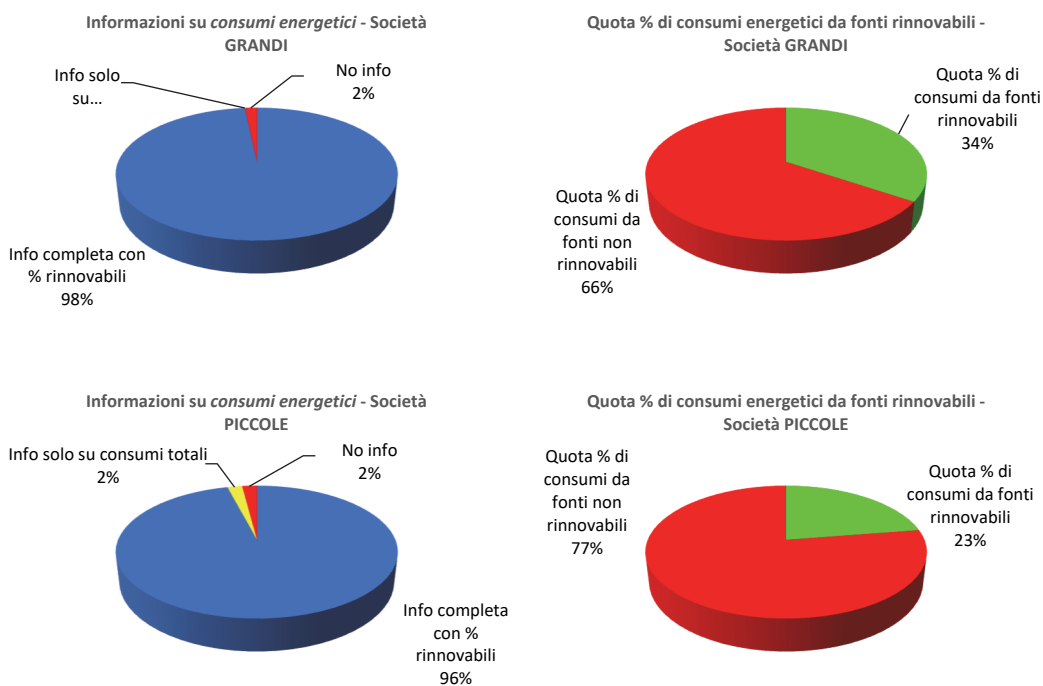
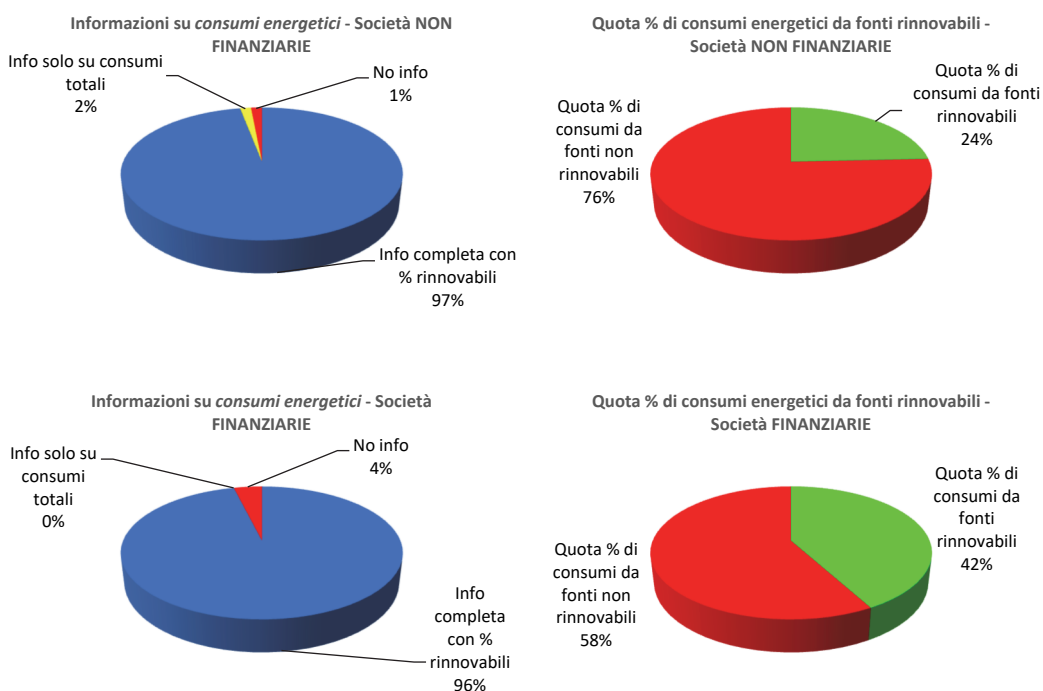


Figura 52b



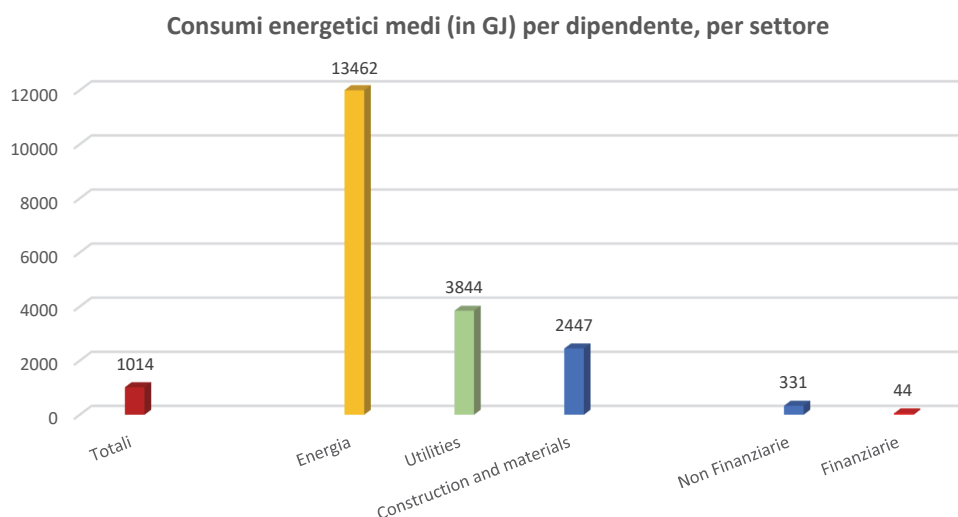
I consumi energetici riflettono, oltre che la dimensione della società, la tipologia di attività svolta dalla società. Per valutarne l'ordine di grandezza, si sono calcolati due indici di intensità⁷⁹ dei consumi rapportando la loro misura (in GJoule)

⁷⁹ 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

rispettivamente al numero di dipendenti e al fatturato (utilizzati come indicatori grezzi della dimensione)⁸⁰ del gruppo facente capo all'emittente. La misura media dei consumi energetici, nelle 156 società per cui sono disponibili le informazioni necessarie, è pari a 1.014 GJ per dipendente (erano 1.317 GJ l'anno passato, quando però il dato era disponibile solo per 88 società).

La distribuzione è asimmetrica, con pochi emittenti caratterizzati da consumi nettamente più elevati. Essa è profondamente influenzata dall'attività industriale svolta dalla società: tre settori – *energy*, *utilities* e *construction and materials* – sono caratterizzati da consumi medi nettamente più elevati (rispettivamente 13.462, 3.844 e 2.447 GJ per dipendente)⁸¹. Le società finanziarie e le non finanziarie appartenenti a settori diversi dai due menzionati hanno consumi energetici per dipendente nettamente più bassi (rispettivamente 44 e 331 GJ). Insomma, la società energetica (la *utility*) media ha consumi per dipendente pari a 41 volte (12 volte) quelli degli altri settori non-finanziari e 306 volte (87 volte) quelli della finanziaria media.

Figura 53



Quasi tutti gli emittenti pubblicano informazioni riguardo alle emissioni di gas-serra (GHG), con particolare attenzione alla CO₂; meno frequente, ma comunque in significativo aumento (90 società, pari al 56% di quelle che hanno pubblicato la DNF; l'anno scorso erano il 42%) 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*),

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)*”.

⁸⁰ Si è scelto di affiancare ai calcoli basati sul numero di dipendenti anche quelli basati sul fatturato (espresso in milioni di €) in modo da poter controllare se i consumi siano legati o meno alla tecnologia di produzione (più o meno *labour intensive*). Nel testo sono riportati i valori per dipendente. I consumi energetici medi sono pari a 958 GJoule per milione di fatturato.

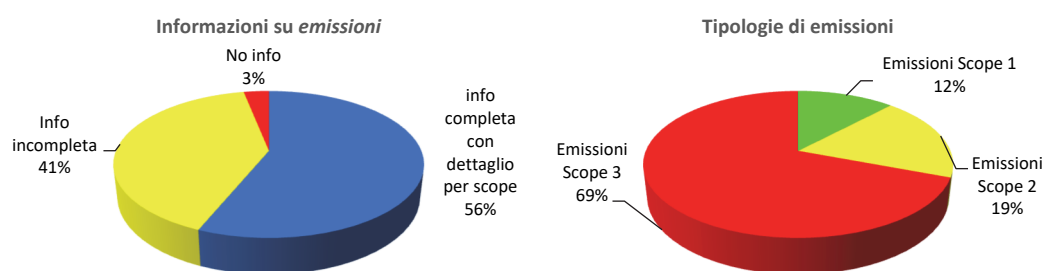
⁸¹ I valori espressi in GJoule per milione di € di fatturato sono pari rispettivamente a 3931, 4182 e 3860.

indirette generate dall'energia (il *GHG Protocol* parla di “*purchased or acquired electricity, steam, heat and cooling*”) consumata dalla società (*Scope 2*)⁸² 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*). L'incremento della trasparenza sui vari profili è riscontrabile ovunque; quest'anno è stato particolarmente forte l'aumento tra le Small Cap, dove l'informazione è stata fornita dal 43% degli emittenti (erano il 18% l'anno passato).

Tali informazioni disaggregate devono essere interpretate con grande cautela. Anzitutto, può non essere semplice evitare eventuali fenomeni di *double counting* tra le emissioni riconducibili ai vari profili⁸³; 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; ancora, si riscontrano vari casi di forte discontinuità nel calcolo delle emissioni nel tempo, soprattutto per quanto riguarda lo *Scope 3*.

Informazione disaggregata per *Scope* è comunicata – come detto - dalla maggioranza (56%) degli emittenti. Dove comunicata, la percentuale di emissioni riconducibile ai tre ambiti è pari, mediamente, al 12% per lo *Scope 1*, 19% per lo *Scope 2 (local based)* e ben il 69% per lo *Scope 3*. La variabilità tra un emittente e l'altro è molto forte.

Figura 54



La quota delle emissioni *Scope 3* è, come prevedibile, molto più elevata nelle società non finanziarie (75%) che nelle finanziarie (56%). Essa è, inoltre, in forte aumento nel tempo (era il 49% l'anno passato, il 42% nel 2022). Tale fenomeno è verosimilmente connesso all'accennata discontinuità dei criteri di calcolo, che ha portato varie società a rivedere al rialzo in misura considerevole la quantificazione delle emissioni *Scope 3*.

⁸² 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.

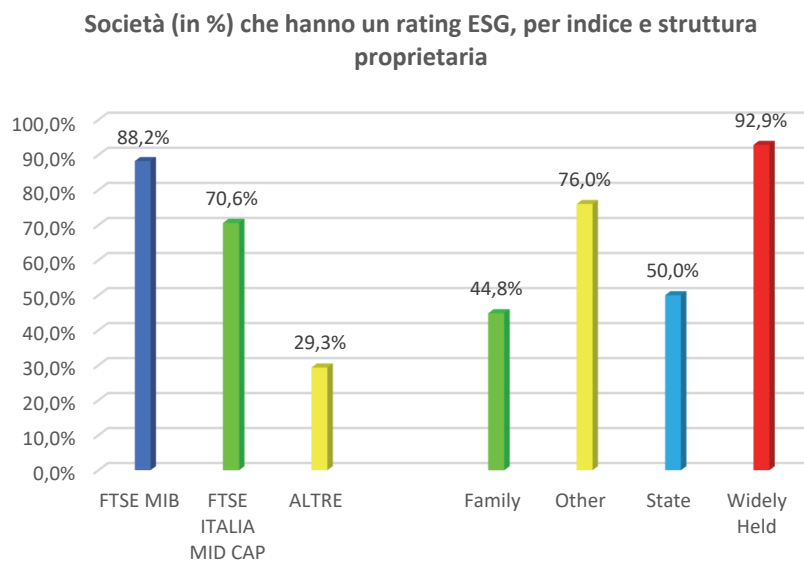
⁸³ Ad esempio, la *Scope 3 Calculation Guidance* ai sensi del *GHG Protocol* precisa che tra le emissioni *Scope 3* devono essere incluse, tra l'altro, quelle legate a: “*Extraction, production, and transportation of fuels and energy purchased or acquired by the reporting company in the reporting year, not already accounted for in scope 1 or scope 2*”. Evitare fenomeni di *double counting* può essere, tuttavia, difficile nella pratica.

8.6 I rating ESG

Informazione in materia di rating ESG è fornita 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 emittenti⁸⁴.

Informazioni in materia di rating ESG sono riportate da 88 emittenti (55% del totale, dato simile a quello dell'anno scorso). La *disclosure* dipende dalla dimensione della società (88% tra le FTSE Mib, 71% tra le Mid Cap, solo 29% tra le altre) e dall'identità dell'azionista di riferimento (93% tra le *widely held*, 76% tra le pubbliche, 45% tra le familiari).

Figura 55



Le 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 5 rating ESG (contro 3 nelle Mid Cap e 2 nelle altre società). A livello di singolo emittente, il numero di giudizi citati varia tra 1 e 9. Due sole società riportano rating da parte di tutti i *big 5*.

I *providers* di rating ESG adottano metodologie differenziate, che portano a giudizi non perfettamente allineati⁸⁵. 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 chiaro che non tutti sono ugualmente buoni. La *disclosure* dei singoli punteggi è diventata più frequente.

⁸⁴ 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 i 5 *providers* i cui rating sono riportati più spesso nelle DNF: MSCI (48 società), Morningstar-Sustainalytics (41), S&P ESG (23), ISS-ESG (22) e Moody's-Vigeo-Eiris (11).

⁸⁵ 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. Cfr. anche Del Giudice *et al.* (2024).

Come in passato, si sono confrontati i punteggi attribuiti dai due *providers* di gran lunga più citati nelle DNF: MSCI (48) e Sustainalytics (41 citazioni), 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 BBB)⁸⁶. 41 emittenti (erano 34 l'anno scorso) hanno un punteggio uguale o superiore ad A⁸⁷, corrispondente a “voti” da sufficiente a ottimo (sei emittenti hanno rating AAA; erano 3 l'anno passato), mentre 7 (come l'anno scorso) hanno conseguito rating (BBB) 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. Cinque società (erano 2 l'anno passato) si trovano nella fascia a rischio trascurabile, nessuna in quelle a rischio elevato o severo. La scarsa confrontabilità tra i rating risulta evidente dall'esame dei 31 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 ($\rho=0,145$, addirittura inferiore al già basso livello dell'anno passato, quando era 0,165). Il rating medio è lievemente migliorato (+8% per MSCI e +4% per Sustainalytics); ciò testimonia, verosimilmente, gli sforzi delle società in materia di sostenibilità. Va però osservato che la distribuzione dei rating si è appiattita, con differenze molto meno marcate tra un emittente e l'altro. Se i rating ESG sono, come dichiarato dai *providers*, rating relativi, questo loro appiattimento li rende meno utili per gli investitori.

Come già evidenziato in passato, 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.

⁸⁶ L'anno scorso si erano riscontrati anche rating BB. 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 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.

⁸⁷ 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).

Bibliografia

- Assonime (2021) *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.
- Belcredi M. (2022) *Risposta al Documento di Consultazione MEF “La competitività dei mercati finanziari italiani a favore della crescita”*, <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov-pubblicazioni#content>.
- Belcredi, M. e S. Bozzi (2024) *Lista del CdA e legge capitali: un’analisi quantitativa*, <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov-pubblicazioni#content>, in corso di pubblicazione su *Rivista delle Società*.
- Belcredi, M., Faverezani, L. e A. Signori (2023) *Così non fan tutte. An Analysis of Italian Companies Moving abroad*, <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov-pubblicazioni#content>.
- Berg, F., Koelbel, J.F. e R. Rigobon (2022) *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, *Review of Finance*, p.1315-1344.
- Consob (2023) *Report on corporate governance of Italian listed companies*.
- Del Giudice, A. (2019) *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Giappichelli, Torino.
- Del Giudice, A., Gallucci, C. e R. Santulli (2024) *I rating di sostenibilità: un confronto internazionale*, <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov-pubblicazioni#content>.
- 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: 31/12/2023)*

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 (production); librario.dsu@educatt.it (distribution)
web: www.educatt.it/libri
ISBN edizione cartacea: 979-12-5535-345-4
ISBN edizione digitale: 979-12-5535-346-1