

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Prima edizione | Novembre 2021

FIN-GOV

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

Prima edizione | Novembre 2021
a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Novembre 2021

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

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

Sostenitori di FIN-GOV



FINCANTIERI



Sponsor di FIN-GOV



© 2021 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: 978-88-9335-890-3
ISBN edizione digitale: 978-88-9335-891-0

Questa pubblicazione è stata prodotta a stampa e in formato digitale
nel mese di mese di novembre 2021 presso la LITOGRAFIA SOLARI Peschiera Borromeo (MI)

SOMMARIO

Il Centro di ricerche finanziarie dell'Università Cattolica (FIN-GOV)	5
1. Introduzione	7
2. Composizione e funzionamento degli organi	11
2.1 Composizione del CdA	11
2.1.1 Il peso degli amministratori indipendenti	12
2.1.2 Gli amministratori di minoranza	13
2.1.3 Le liste presentate dal CdA uscente	14
2.2 Funzionamento del CdA	15
2.3 Lead Independent Director e riunioni degli indipendenti	17
3. Indipendenza di consiglieri e sindaci	18
3.1 La presenza di indipendenti "a rischio"	18
3.2 Il presidente indipendente	20
3.3 Le spiegazioni offerte circa le situazioni "a rischio"	22
4. I comitati consiliari	23
4.1 Il Comitato Nomine	23
4.2 Il Comitato Sostenibilità	25
4.3 Il Comitato OPC	28
5. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti	30
5.1 La governance del processo	30
5.1.1 Il ruolo del Comitato Remunerazioni	30
5.1.2 La facoltà di derogare alla policy	31
5.2 La politica in materia di remunerazione	32
5.2.1 La remunerazione variabile	33
5.2.1.1 I piani MBO	34
5.2.1.2 I piani LTI	36
5.2.2 Il pay mix	38
5.2.2.1 La disclosure	38
5.2.2.2 La composizione del pacchetto del CEO	39
5.3 I compensi effettivamente corrisposti	42
5.3.1 La disclosure	42
5.3.2 I compensi erogati	44
5.3.3 Variazione delle remunerazioni e pay ratio	45

6. Sostenibilità e Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF)	46
6.1 Forma e struttura della DNF	47
6.2 Impegni di sostenibilità e matrice di materialità	49
6.3 Piano di sostenibilità	51
6.4 I rating ESG	54
7. Conclusioni	58
Bibliografia	61
Appendice 1: Nota Metodologica	62

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

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

- a) L'opportunità di creare un polo strutturato di studi e ricerche, anche applicate, in materia di corporate governance, che si caratterizza per terzietà rispetto agli attori del mercato (emittenti, investitori, autorità di vigilanza, ecc.) e assoluta indipendenza di giudizio;
- b) L'opportunità di portare nel pubblico dibattito dati ed evidenze numeriche, raccolte ed elaborate in modo rigoroso secondo standard scientifici, 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.

FIN-GOV nasce come soggetto indipendente. Importanza cruciale riveste, a tal fine, 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. Chi ci legge potrà giudicare se l'obiettivo sarà stato centrato.

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

FIN-GOV si presenta all'accademia, alla comunità finanziaria e al pubblico con questa prima iniziativa: il Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia, che ha – nelle intenzioni – carattere periodico. Altre ricerche e approfondimenti monografici seguiranno nei prossimi mesi.

Le attività di FIN-GOV, tra cui il presente Rapporto, hanno beneficiato dell'aiuto e dell'incoraggiamento di molte persone, dentro e fuori l'Università Cattolica, che hanno creduto in questo progetto e che sarebbe lungo menzionare. A tutti loro va il ringraziamento mio e del Comitato Direttivo.

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
9 novembre 2021

1. Introduzione

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

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

Questa prima edizione del Rapporto FIN-GOV si concentra su temi selezionati per la loro attualità o importanza:

- a) Composizione e funzionamento degli organi sociali;
- b) Indipendenza di consiglieri e sindaci;
- c) Comitati consiliari, con particolare attenzione al Comitato Nomine e a due Comitati "non da Codice": il Comitato per la Sostenibilità e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (Comitato OPC);
- d) Politiche di Remunerazione e compensi corrisposti;
- e) Informazioni in materia di sostenibilità.

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

La prima è l'approvazione – a gennaio 2020 – del nuovo Codice di autodisciplina. Il Comitato per la Corporate Governance ha effettuato non un semplice aggiornamento ma una vera e propria riscrittura del Codice di autodisciplina, che ha cambiato nome (Codice di Corporate Governance (CG)) e struttura, fondata su una chiara distinzione tra principi (che definiscono gli obiettivi di una buona governance e sono, come tali, inderogabili) e raccomandazioni, formulate su base *comply-or-explain*.

Il Codice CG contiene numerose novità. La principale è l'approccio flessibile, che prevede raccomandazioni differenziate a seconda delle dimensioni dell'emittente (grandi/piccole) e del suo assetto proprietario (concentrato/non concentrato).

Gli emittenti sono oggi nella fase di adeguamento alle nuove raccomandazioni. Alle società che adottano il Codice è richiesto infatti di applicarlo dall'esercizio iniziato nel 2021, informando il mercato nella Relazione sul governo societario pubblicata nel 2022.

¹ Un sentito ringraziamento va a Lorenzo Caprio e Alfonso Del Giudice per preziosi commenti su una versione preliminare del lavoro, nonché ad Alice Carlà e Alessandra Ciapetti per l'aiuto nella costruzione del database su cui il Rapporto si basa. Ogni responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è a carico degli autori.

L'analisi tiene conto dell'attuale fase di transizione tra vecchio e nuovo Codice, cui la grande maggioranza (83%) degli emittenti ha già comunicato di aderire². Pertanto il Rapporto adotta già le categorie del nuovo Codice (conservando quelle del vecchio solo per confronti con gli anni precedenti). Siccome c'è ancora tempo (fino alla pubblicazione della prossima Relazione CG o addirittura più in là) per applicare le raccomandazioni del nuovo Codice, i risultati non possono ancora essere interpretati come una misurazione della *compliance* con esso³.

In materia di sostenibilità il Rapporto analizza non solo le raccomandazioni del Codice CG ma altresì l'applicazione da parte degli emittenti del d.l. 254/2016, che ha introdotto l'obbligo di redigere la Dichiarazione di carattere Non Finanziario (DNF). La DNF è, di fatto, il luogo naturale in cui fornire informazioni in materia di sostenibilità anche ai fini del Codice

La seconda novità è il recepimento in Italia della Direttiva Europea 2017/828, c.d. *Shareholder Rights II* (SHRDII) che contiene – tra gli altri – interventi in materia di politica delle remunerazioni e *Say on Pay*, di approvazione delle OPC e di *engagement* tra investitori istituzionali, gestori di attivi ed emittenti. Nel Rapporto si analizza come le società hanno dato applicazione: a) al nuovo art. 123-ter TUF, in materia di politica di remunerazione e compensi corrisposti e, soprattutto, b) alla regolamentazione applicativa (art. 84-quater Regolamento Emittenti Consob e relativo Allegato 3A, Schema 7-bis) pubblicata a dicembre 2020. Come si vedrà, la nuova normativa ha avuto un forte impatto su quantità e qualità delle informazioni disponibili, consentendo analisi prima molto difficili o addirittura impossibili sulla base delle sole informazioni pubbliche.

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

- a) le Relazioni sul Governo societario (RCG), pubblicate ai sensi dell'art. 123-bis TUF;
- b) le Relazioni sulla politica in materia di remunerazioni e sui compensi corrisposti (RR), pubblicate ai sensi dell'art. 123-ter TUF;
- c) Le Dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF), pubblicate ai sensi del D.lgs. 254/2016.

Tali documenti sono talvolta scarni, talvolta molto ricchi⁴. Tale variabilità indica l'opportunità di una riflessione sul contenuto più opportuno delle relazioni. Il punto è approfondito in seguito. La loro lettura è stata integrata con altre informazioni pubbliche di fonte societaria e Consob.

² Tra le restanti società, 28 aderiscono a edizioni precedenti (una comunica ancora l'adesione all'edizione 2014). 10 emittenti hanno scelto di non aderire al Codice.

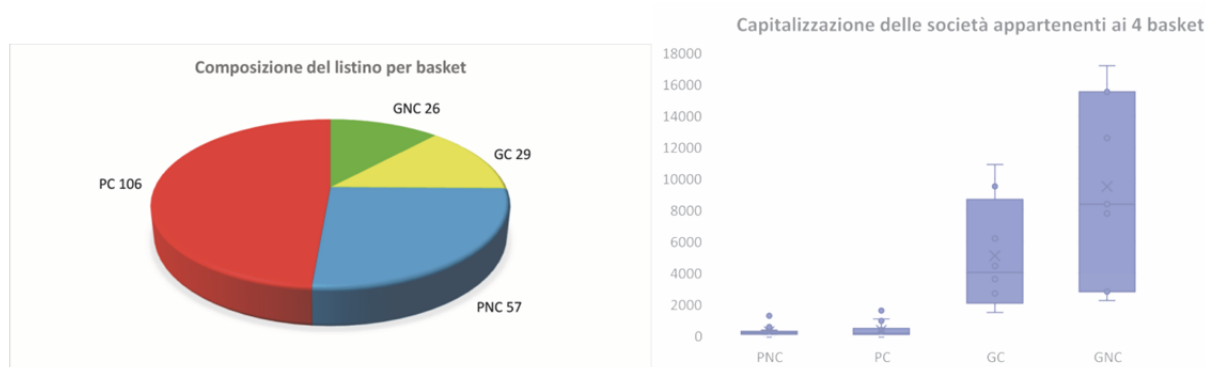
³ A ciò osterebbe, comunque, il fatto che: a) un simile giudizio richiede la valutazione di elementi qualitativi, per loro natura opinabili; b) l'apparente non *compliance* può essere giustificata (*explain*) da situazioni che rendono più appropriata (e coerente con i principi del Codice) l'adozione di assetti di governance diversi da quelli raccomandati.

⁴ La Relazione CG media è composta di 71 pagine (variabile tra 18 e 178); la RR media è 43 pagine (variabile tra 5 e 163); escludendo le Relazioni integrate, la DNF media è addirittura 118 pagine (variabile tra 25 e 430).

Il Rapporto analizza le 218 società italiane, quotate al 31 dicembre 2020, le cui Relazioni erano disponibili al 31 agosto 2021: la copertura del listino è sostanzialmente integrale⁵. Oltre ai risultati per l'intero listino, sono riportate statistiche relative, anzitutto, alle classificazioni del Codice CG:

- Dimensione: società grandi vs. piccole ai sensi del Codice (a seconda che la capitalizzazione di Borsa sia superiore/inferiore a 1 miliardo di € alle date di riferimento)⁶;
- Concentrazione dell'azionariato: società concentrate vs. non concentrate ai sensi del Codice (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)⁷;
- 4 *Baskets*: classificazione ottenuta incrociando dimensione dell'emittente e concentrazione dell'azionariato. La Figura 1 mostra che, tra le società grandi, le non concentrate (GNC) hanno dimensioni mediamente maggiori rispetto alle concentrate (GC)⁸. Tale differenza non si riscontra, invece, tra le società piccole (rispettivamente PNC e PC).

Figura 1



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

- Indici di Borsa Italiana: FTSE-Mib, Mid Cap, Altre (di fatto quasi solo Small Cap); è di fatto una diversa classificazione per dimensione;
- Settori: società finanziarie vs. non finanziarie.

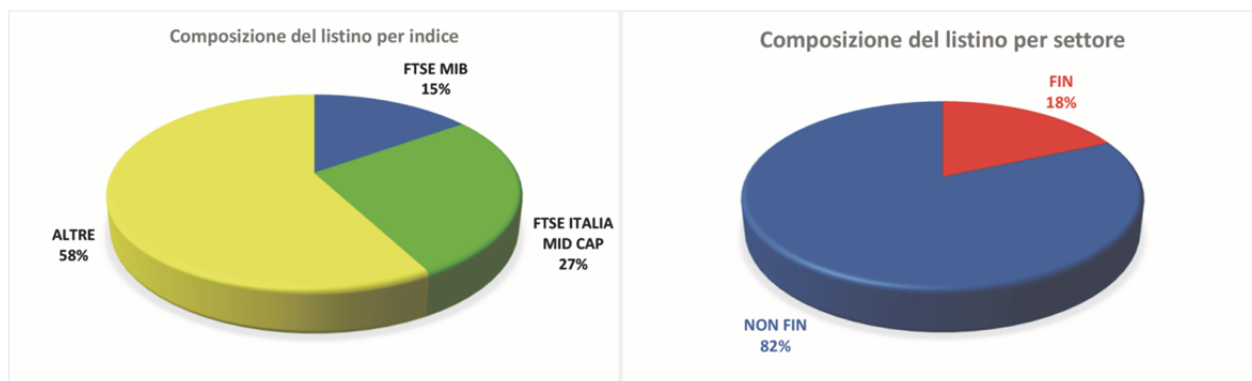
⁵ Le 8 Relazioni mancanti a tale data sono in genere collegate a casi di *delisting*, fusioni e procedure concorsuali. Sono escluse dall'indagine le società di diritto estero e le società quotate sul mercato AIM Italia, non soggette all'obbligo regolamentare di fornire informazioni sull'applicazione del Codice.

⁶ Nel Codice CG la distinzione tra società grandi e piccole 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).

⁷ La distinzione tra società concentrate e non concentrate 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).

⁸ Le prime 10 società per capitalizzazione sono tutte non concentrate ai sensi del Codice.

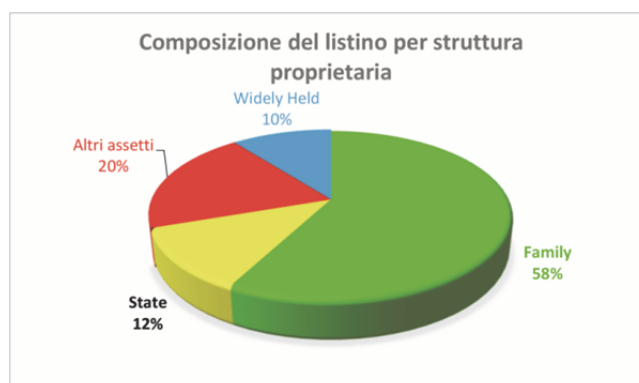
Figura 2



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

- Struttura proprietaria: classificazione riferita all'esistenza (e all'identità) di uno o più azionisti tra loro legati che detengano almeno il 20% dei diritti di voto. Sono state individuate le seguenti 4 categorie: *Family*, *State*, *Altri assetti*, *Widely Held*⁹.

Figura 3



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

⁹ Alcune classificazioni utilizzate nel testo (concentrate/non concentrate e identità del socio di riferimento con soglia al 20%) sono simili a quelle in Consob (2020a), ma non perfettamente coincidenti con esse. La prima classificazione Consob è fondata su una distinzione tra società *controlled* e *non-controlled* (a sua volta articolata in 6 sottocategorie) 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) a sua volta suddivisa in 5 sottocategorie (*families*, *State and local authorities*, *financial institutions*, *mixed* e *no UCA*). Per ulteriori dettagli si rinvia all'Appendice e alle note in calce alle tabelle 1.2 e 1.4 in Consob (2020a).

2. Composizione e funzionamento degli organi

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

- a) La numerosità minima raccomandata degli amministratori indipendenti è stata innalzata per quasi tutte le (55) società grandi (Racc. 5). Il Codice segue un approccio flessibile e raccomanda che: nelle (26) società a proprietà non concentrata gli indipendenti costituiscano almeno metà del CdA; nelle (29) società concentrate, gli indipendenti siano almeno 1/3 del CdA¹⁰. Il precedente riferimento era pari a 1/3 per le (33) società del FTSE Mib, senza distinzione di struttura proprietaria;
- b) Le riunioni periodiche degli amministratori indipendenti sono raccomandate solo nelle società grandi (Racc. 5);
- c) L'espressione di un orientamento del CdA in merito al numero massimo di incarichi compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore è raccomandata nelle sole società grandi (Racc. 15);
- d) Le società piccole e le grandi concentrate hanno maggiore flessibilità nell'attribuzione al CdA di compiti tipici di comitati (in particolare in materia di nomine per le 135 società concentrate e di controllo e rischi per le 163 società piccole) (Racc. 16).

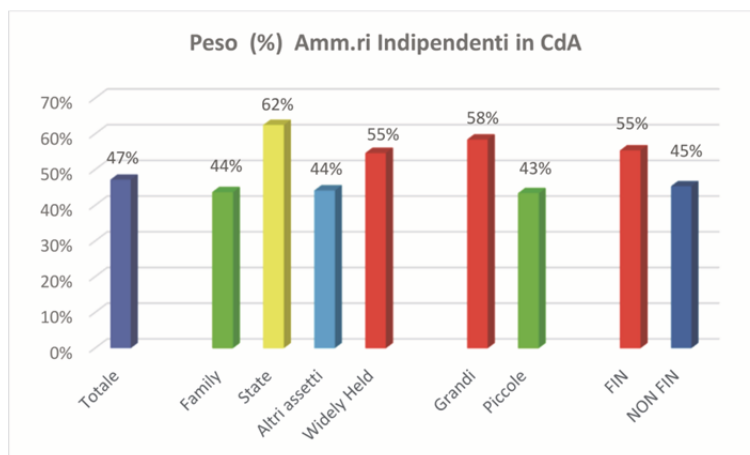
2.1 Composizione del CdA

La composizione del CdA, con particolare riguardo all'articolazione tra esecutivi, non esecutivi e indipendenti, è stabile nel tempo (26% esecutivi, 74% non esecutivi). Solo il peso degli indipendenti è in lieve, quasi impercettibile ascesa anno dopo anno¹¹ (nel 2021 il peso degli indipendenti si muove appena, dal 46 al 47% del CdA). Il peso degli indipendenti varia molto in relazione alla dimensione societaria (più alto nelle grandi: 58%), al settore di appartenenza (più alto nelle società finanziarie: 55%) e soprattutto alla struttura proprietaria (più alto nelle società pubbliche (62%) e *widely held* (55%) e minore nelle società familiari (44%)).

¹⁰ 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.

¹¹ Cfr. Assonime (2021), p. 29.

Figura 4



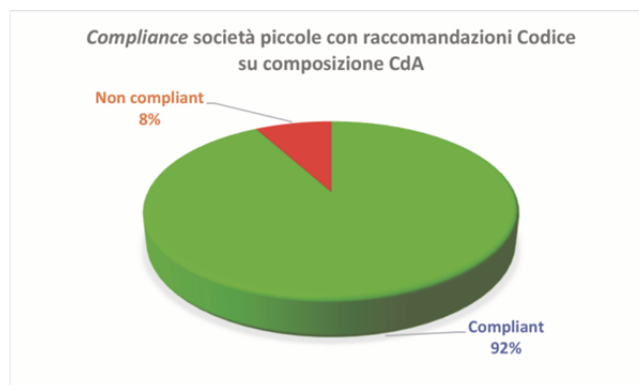
2.1.1 Il peso degli amministratori indipendenti

La raccomandazione sul peso minimo degli indipendenti nelle società grandi trova applicazione a partire dal primo rinnovo successivo al 31/12/2020. Siamo dunque in pieno periodo di adeguamento. Il nuovo Codice ha non solo alzato l'asticella per le società maggiori (dal 33 al 50% del *Board*) ma anche esteso il numero delle società cui si applica il regime rafforzato (in aggiunta al limite minimo, applicabile a tutti, di due indipendenti, escluso il presidente): da 33 emittenti del FTSE Mib soggetti a un *floor* di 1/3 si è passati a 55 società grandi, 26 delle quali sono non concentrate e quindi soggette in realtà al più elevato *floor* pari al 50% del *Board*.

Le società grandi sono già allineate quasi sempre alle nuove raccomandazioni: il peso medio degli indipendenti è pari al 63% nelle grandi non concentrate (soglia minima = 50%) e al 54% nelle grandi concentrate (soglia minima = 1/3). A livello di singoli emittenti, tra le grandi non concentrate, il CdA è già allineato al nuovo Codice nell'85% dei casi (22 su 26); le grandi concentrate sono addirittura già tutte allineate al nuovo standard. Anzi, esse sono in maggioranza (62%) allineate allo standard più elevato (50% di indipendenti).

Figura 5





Il quadro è simile tra le società piccole: il numero degli indipendenti in CdA è sotto la soglia (pari a 2) solo in 13 emittenti (pari all'8% del totale); peraltro si tratta sovente (9 casi) di società che hanno scelto di non aderire al Codice. Insomma, la *compliance* col nuovo Codice in materia di composizione del CdA è pressoché totale. Anzi, le società piccole sono quasi sempre già allineate al modello proposto alle grandi concentrate: il 91% di esse ha indipendenti pari almeno a 1/3 (il 38% ha addirittura una maggioranza di indipendenti), sicché un eventuale ulteriore innalzamento dello standard non avrebbe causato (e non causerebbe) sconvolgimenti.

Se, da un lato, ci si può rallegrare che gli emittenti siano già *compliant* con le nuove raccomandazioni, dall'altro, tale fatto suscita una riflessione sulla filosofia del Codice che, col suo approccio flessibile, pare essersi limitato in questo caso a fotografare la prassi attuale, rinunciando a proporre standard più elevati soprattutto alle società minori. In effetti, come si vedrà, il Codice alterna standard alti e bassi, coraggiosi e conservativi, a seconda della materia.

L'osservazione dei numeri tocca un punto cruciale: qual è il livello più opportuno a cui il Codice dovrebbe porre l'asticella? Vari fattori entrano in gioco. Da un lato, infatti, in coerenza con il principio *comply-or-explain*, avrebbe senso proporre una “*truly best*” *practice*; dall'altro, un approccio prudente (e quasi difensivo) è comprensibile perché alcuni attori rilevanti (segnatamente i *proxy advisors*, che esercitano un'influenza rilevante sulle decisioni di voto di molti investitori) tendono sovente a leggere automaticamente in chiave negativa eventuali deviazioni dalle raccomandazioni del Codice, a prescindere dall'esistenza – e dalla bontà – di eventuali *explain*.

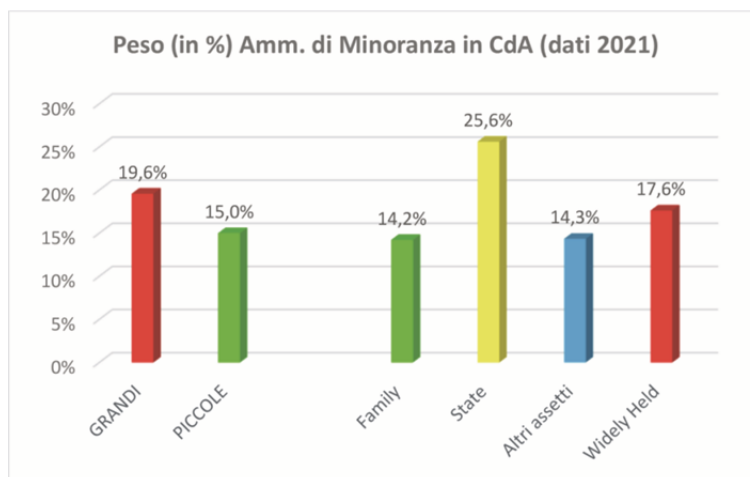
La questione dell'approccio preferibile per il Codice (asticella alta = *best practice* vs. asticella bassa = fotografia della prassi prevalente) resta aperta: dalla scelta dell'approccio più opportuno dipendono il successo e la stessa vitalità del modello *comply-or-explain*.

2.1.2 Gli amministratori di minoranza

La presenza di rappresentanti delle minoranze negli organi sociali è divenuta prassi prevalente: le società con amministratori (sindaci) di minoranza sono salite dal 50 al 56% (dal 56 al 59%) del totale. La rappresentanza delle minoranze è fortemente correlata alla dimensione societaria: amministratori di minoranza sono presenti

nell'89% delle società grandi, cioè con frequenza doppia rispetto alle piccole (44%). La struttura proprietaria ha pure un influsso notevole: amministratori di minoranza sono presenti nell'88% delle società a controllo pubblico, nel 70% delle società *widely held* e solo nel 48% delle società familiari¹².

Figura 6



Anche il peso dei consiglieri di minoranza all'interno del CdA (nelle società dove sono presenti) cambia a seconda della dimensione e dell'assetto proprietario. Tale peso, pari al 15% nelle società piccole, aumenta fino al 22% nelle grandi non concentrate. Il peso dei consiglieri di minoranza è più basso (14%) nelle società familiari e sale fino al 26% nelle società pubbliche.

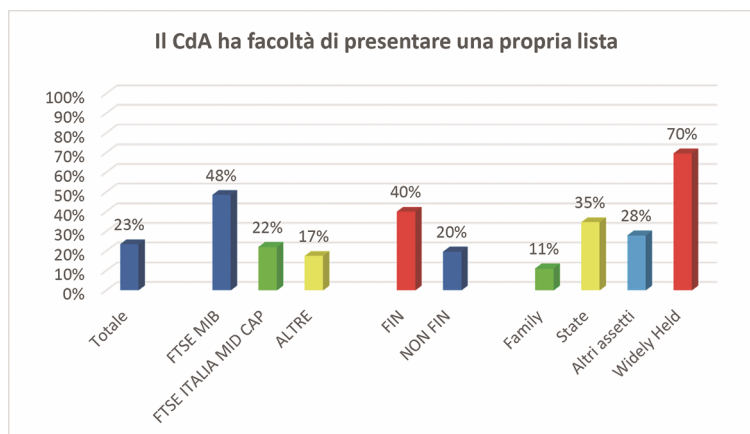
Circa il 69% (75%) degli amministratori (sindaci) di minoranza è tratto da liste presentate da investitori istituzionali, riuniti sotto l'egida di Assogestioni. Tra gli amministratori di minoranza, quelli eletti da "liste Assogestioni" sono l'89% tra le società grandi (ma solo il 47% tra le piccole).

2.1.3 Le liste presentate dal CdA uscente

La "lista del CdA" è una prassi recente, ancora poco diffusa ma di crescente popolarità. La facoltà di presentare una propria lista è attribuita al CdA attraverso specifiche disposizioni statutarie, rinvenibili presso 51 emittenti: si tratta quindi di una prassi minoritaria ma presente in un numero significativo (23%) di casi. Essi si concentrano tra le società maggiori (FTSE Mib), dove la frequenza più che raddoppia (48%, contro 22% tra le Mid e 17% tra le altre). Numeri analoghi si riscontrano presso le società finanziarie (40% tra banche, assicurazioni e servizi finanziari), in confronto con le non finanziarie (20%).

¹² L'andamento è analogo, ma con differenze meno marcate, per il Collegio Sindacale.

Figura 7



L'elemento determinante dietro la scelta di consentire la presentazione di una "lista del CdA" è però la struttura dell'azionariato. La lista del CdA è prevista nella maggioranza (70%) delle società *widely held*. La frequenza scende al 35% tra le società pubbliche e addirittura all'11% tra le *family firms*.

La facoltà di presentare una lista del CdA non implica che essa sia effettivamente presentata. In effetti, dalle ultime relazioni CG solo 9 società risultano avere in carica consiglieri tratti da una lista del CdA. Si osserva – anche qui – una relazione evidente tra presentazione della lista del CdA, dimensione della società, settore e soprattutto struttura dell'azionariato. 5 società appartengono all'indice FTSE Mib, così come 5 appartengono al settore finanziario. Ma soprattutto 7 società su 9 sono *widely held* e le ultime 2 sono società in cui la quota del primo azionista è appena sopra la soglia del 20% dei diritti di voto.

2.2 Funzionamento del CdA

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

Le società pubblicano quasi sempre (97%) informazioni sufficienti a ricavare non solo il numero di riunioni consiliari (11,7 in media), ma anche l'effettivo *time commitment* richiesto agli amministratori (= N.riunioni CdA x Durata media = 30 ore in media)¹³. L'informazione è quasi altrettanto diffusa per i collegi sindacali e per i comitati "da

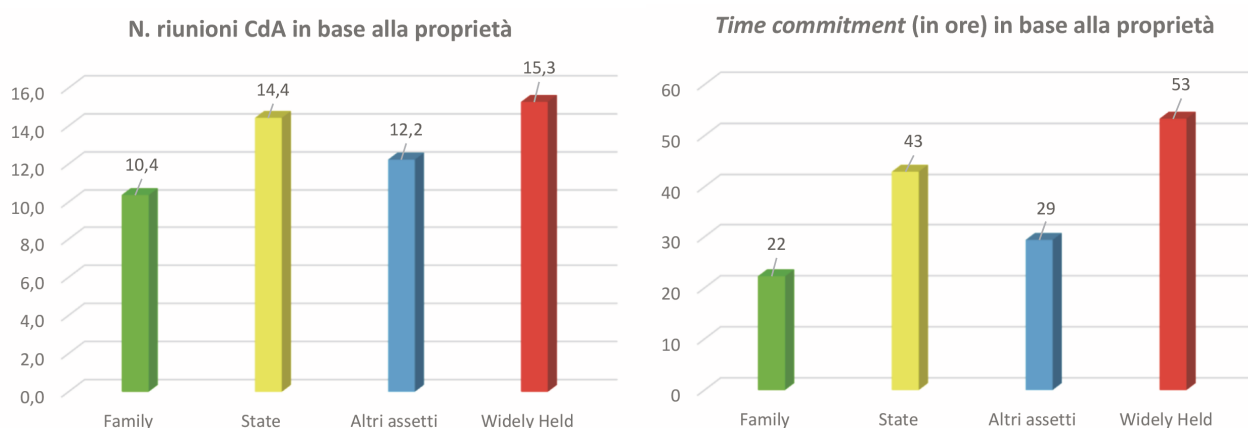
¹³ Si tratta, ovviamente, di una *proxy* largamente per difetto dell'effettivo *time commitment* richiesto agli amministratori, che include – oltre al tempo per le riunioni – almeno quello per la lettura del materiale preparatorio e per eventuali interazioni preliminari con altri consiglieri. I numeri riportati nel testo sono riferiti al *time commitment* richiesto per le sole riunioni consiliari. Il *time commitment* complessivo richiede di considerare anche il tempo per la partecipazione alle riunioni dei Comitati di cui il consigliere è membro (CE = 27 ore in media; CN e CR = 8 ore; CCR = 21,5 ore; C.sostenibilità = 11,5 ore; COPC = 7 ore). Il *time commitment* per le riunioni del Collegio Sindacale è pari in media a 36 ore.

Codice” (tra l’80 e il 90% dei casi). La *disclosure* è invece più rara per gli altri comitati (ad es. comitati sostenibilità, comitati OPC).

Ottima è la *disclosure* sulle presenze degli amministratori alle riunioni consiliari, fornita quasi sempre (96% dei casi). La partecipazione è in genere molto elevata (95% delle riunioni); l’85% dei consiglieri ha partecipato ad almeno il 90% delle riunioni; solo l’1% (4%) di essi ha presenze inferiori al 50% (75%). Numeri simili sono riscontrabili per il collegio sindacale¹⁴.

Numero di riunioni e, ancor più, *time commitment* variano molto in relazione alla dimensione societaria e all’assetto proprietario. Il numero medio di riunioni varia, ad esempio, tra 10 nelle *family firms* e 15 nelle società *widely held* (+50%). Il *time commitment* per le riunioni consiliari varia addirittura tra 22 ore nelle società familiari e 53 ore/anno tra le *widely held* (+140%). A livello di singolo emittente, il numero annuo di riunioni consiliari varia tra il minimo legale di 4 (in sei società concentrate) e un massimo di 34 (in un emittente che ha avuto di recente seri problemi); il *time commitment* complessivo annuo varia moltissimo, tra 2 ore e 40 minuti (in una piccola società familiare) e 181 ore (in una banca)¹⁵.

Figura 8



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 e, almeno nei casi estremi, a fenomeni che meriterebbero attenta considerazione da parte sia dei CdA, sia degli investitori. Ad esempio, quando l’impegno è molto basso (9 società hanno impegnato il CdA per 6 ore o meno, 29 società tra 6 e 10 ore in un anno) è legittimo domandarsi se il CdA non stia svolgendo un ruolo troppo “*light*” nella governance della società. All’opposto, quando l’impegno è molto elevato, è opportuno chiedersi se la gestione del CdA non abbia spazi di miglioramento (ad esempio perché viene

¹⁴ I numeri sono simili anche per i Comitati “da Codice”. L’informazione sulle presenze è meno diffusa per i Comitati Sostenibilità (90%) e, soprattutto, per i Comitati OPC (67%).

¹⁵ A livello di singoli consiglieri, il *time commitment* complessivo (comprensivo dei comitati) varia da un minimo di 3 ore (per 11 consiglieri, in 3 società piccole), fino a un massimo di 376 ore/anno (per due consiglieri impegnati in più comitati, in due diverse banche).

dedicato troppo tempo ad aspetti di mera *compliance* o perché la ripartizione del lavoro tra comitati e CdA non è efficiente).

Il *time commitment* degli amministratori è un elemento fondamentale ai fini dell'orientamento del CdA sul numero di incarichi, la cui comunicazione è però raccomandata nelle sole società grandi. Informazioni in merito al numero di incarichi consentiti sono fornite in Relazione CG dal 69% di tali società, mentre la *disclosure* (su base volontaria) è meno frequente (37%) nelle società piccole. Non è semplice riportare statistiche sul numero di altri incarichi ammessi, poiché esso si fonda, non di rado, su algoritmi che tengono conto di molti parametri (dimensione delle società, quotazione, tipo di incarichi, ecc...). Nelle (25) società grandi dove l'orientamento fa riferimento agli incarichi da amministratore non esecutivo, il numero massimo ammesso è in media 4,7¹⁶.

2.3 Lead Independent Director e riunioni degli indipendenti

Le riunioni periodiche degli amministratori indipendenti si sono svolte quasi sempre (93%) presso le società grandi¹⁷ (dove sono raccomandate) e comunque abbastanza spesso (65%) anche presso le piccole. La raccomandazione del Codice è stata seguita quasi sempre e, anzi, l'istituzione pare apprezzata anche dove non è esplicitamente raccomandata.

Le riunioni degli indipendenti dovrebbero essere coordinate dal *Lead Independent Director* (LID) (Racc. 14). Peraltro, il Codice CG raccomanda la nomina di tale figura solo in alcune situazioni¹⁸. Ne consegue che in molte società la figura di coordinamento non è identificata, con possibili conseguenti problemi organizzativi. Pare, questo, un difetto di coordinamento del Codice, che potrebbe meritare un'ulteriore riflessione da parte del Comitato per la Corporate Governance.

Il problema assume rilievo proprio tra le società grandi, dove la nomina del LID è raccomandata – di fatto – solo nel 13% dei casi (in tali casi il LID è stato sempre nominato): le società grandi hanno identificato il LID nel 38% dei casi, quindi anche dove esso non è raccomandato dal Codice. Ciò lascia però il restante 62% senza la figura di coordinamento degli indipendenti. Riunioni degli indipendenti si sono peraltro tenute nel 93% delle società grandi, che sono quindi riuscite ad ovviare al difetto di coordinamento del Codice, in parte attraverso la nomina del LID su base volontaria, in parte attraverso modalità informali di “autogestione”¹⁹. Non vi è modo di dire, in base a questi soli numeri, se le soluzioni adottate siano altrettanto efficaci quanto la presenza di una figura espressamente dedicata al coordinamento degli indipendenti.

¹⁶ Il numero massimo ammesso varia molto (tra 2 e 10 altri incarichi) da un emittente all'altro. Tra le società piccole il numero massimo di incarichi ammessi è lievemente più alto (5,7) che nelle grandi.

¹⁷ Si fa qui riferimento alle sole società dove sono presenti almeno 2 indipendenti.

¹⁸ 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).

¹⁹ Tra le società piccole il LID è raccomandato nel 49% ed è stato nominato nel 51% dei casi. Ciò lascia il restante 49% delle società senza il soggetto di coordinamento degli indipendenti. Essi si sono comunque riuniti nel 65% delle società.

3. Indipendenza di consiglieri e sindaci

La definizione di indipendenza è un punto su cui il nuovo Codice ha portato alcune significative innovazioni, soprattutto in materia di circostanze che appaiono comprometterla (Racc. 7):

- a) Il riferimento alla figura degli “*esponenti di rilievo*” (presidente del CdA, amministratori esecutivi e dirigenti con responsabilità strategiche) è stato sostituito da quello ai soli “*amministratori esecutivi*”; ciò consente di considerare indipendenti i presidenti, beninteso “ove non ricorra alcuna delle circostanze” indicate nella Racc. 7.
- b) 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*”.

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 (in precedenza era richiesto agli emittenti solo di “illustrare” (anche solo ex post) “i criteri quantitativi e/o qualitativi *eventualmente* utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione”).

La fornitura di informazioni riguardo a tali criteri è raccomandata solo dalle prossime Relazioni CG. La *disclosure* è ancora lontana, oggi, dal modello proposto dal Codice: informazione è stata già fornita, quanto alle remunerazioni aggiuntive, solo dal 18% degli emittenti²⁰. Come prevedibile, la *disclosure* è migliore tra le società grandi non concentrate (35%) rispetto alle società piccole (13%) e tra le società pubbliche (31%) rispetto alle *family firms* (14%). È difficile riportare statistiche aggregate riguardo ai parametri definiti dai CdA: gli algoritmi sono sovente complessi e fondati su parametri differenti da un emittente all’altro. Per tali ragioni, l’indagine sull’indipendenza degli amministratori fa riferimento a parametri convenzionali, che intendono offrire un quadro generale senza pretendere di “valutare” la *compliance* con il Codice.

3.1 La presenza di indipendenti “a rischio”

È noto che non tutti gli amministratori qualificati come indipendenti dagli emittenti appaiono in linea con le raccomandazioni del Codice. Ogni misurazione in questo campo comporta peraltro margini di opinabilità. Assonime (2021), utilizzando una

²⁰ Numeri simili (22%) si riscontrano per la *disclosure* dei parametri riguardanti le altre relazioni “commerciali, finanziarie o professionali”.

serie di convenzioni caratterizzate da ampio grado di tolleranza²¹, aveva identificato 88 consiglieri indipendenti “a rischio” (pari al 10% del totale).

Le ragioni del mancato allineamento ai parametri del Codice (che possono essere multiple, per il singolo consigliere) erano principalmente tre: a) durata in carica oltre i 9 anni (55 casi); b) percezione di compensi aggiuntivi “elevati” (31 casi) e, in misura molto minore, c) assunzione di cariche che li qualificavano come “esponenti di rilievo” (9 casi). La numerosità di tali situazioni si è più che dimezzata negli ultimi anni (dal 22% degli indipendenti nel 2012 al 10% nel 2020). Ciò indica un progressivo avvicinamento alla *best practice*.

Si sono analizzati gli effetti del cambiamento di paradigma portato dal nuovo Codice su tale dinamica. Purtroppo, i parametri adottati dagli emittenti per valutare l'esistenza di “significativi” compensi aggiuntivi sono stati resi pubblici solo in pochi casi. Si sono allora individuate le situazioni “a rischio” in due modi alternativi:

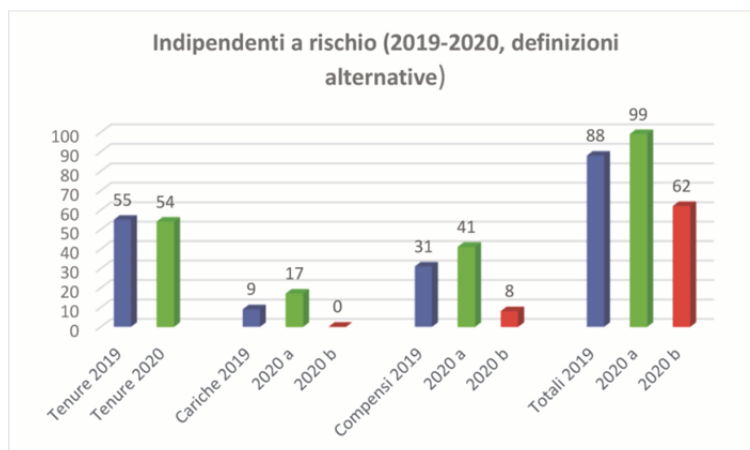
- a) utilizzando gli stessi parametri di Assonime (2021) e
- b) seguendo i parametri del nuovo Codice, e adottando convenzionalmente una soglia minima di rilevanza dei compensi aggiuntivi pari a 50 mila €.

Seguendo la prima via (parametri Assonime in linea con il vecchio Codice), gli indipendenti “a rischio” sono 99, un numero superiore dell'11% rispetto a quello dell'anno passato: i casi di *tenure* > 9 anni sono quasi gli stessi (54) ma si riscontra un aumento considerevole di compensi aggiuntivi elevati (41 casi contro 31) e di “cariche” (17 casi contro 9). Tale dinamica è dovuta all'aumento dei presidenti qualificati come indipendenti.

Seguendo invece la seconda via (parametri in linea con il nuovo Codice, remunerazioni aggiuntive > 50 mila € rispetto al “compenso-base per la carica”), gli indipendenti “a rischio” crollano a 62 (-30%). Il calo è quindi dovuto interamente al cambiamento di *benchmark*.

²¹ Assonime (2021), p. 45-46, identifica come “a rischio” per compensi elevati i consiglieri *indipendenti* che “percepiscono una remunerazione complessiva: i) almeno doppia rispetto a quella degli altri consiglieri *non esecutivi*; ii) non ricollegabile alla partecipazione a comitati consiliari raccomandati dal Codice di autodisciplina”. La tolleranza di tale parametro può esser colta osservando che nel 2019 la remunerazione media degli indipendenti (al netto dei compensi per comitati) è stata pari a 42 mila €, mentre il compenso fisso medio dei non esecutivi *tout court* (che comprende indipendenti, non esecutivi “semplici” presidenti e vicepresidenti non esecutivi) è stato 51 mila €. Seguendo tale metodologia, se le cifre menzionate fossero riferite a un'unica società, un indipendente sarebbe qualificato come “a rischio” se percepisce più del doppio del compenso fisso dei non esecutivi, cioè almeno 102 mila € (pari a *due volte e mezza* la remunerazione base media dei non esecutivi).

Figura 9



Il numero di amministratori “stagionati” (*tenure* > 9 anni) è stabile (54 casi). Come prevedibile, essi sono più frequenti nelle società piccole e nelle non finanziarie (6,2%). L’effetto più forte è collegato alla struttura dell’azionariato: gli indipendenti “stagionati” sono praticamente assenti nelle società pubbliche, mentre raggiungono l’8,2% del totale nelle *family firms*.

Un ultimo cenno meritano i sindaci. Il nuovo Codice estende a tutti i sindaci la raccomandazione sui requisiti di indipendenza degli amministratori (Racc. 9). È peraltro noto che non tutti i parametri usati per la valutazione dell’indipendenza sono trasferibili ai sindaci. Si sono quindi analizzate le Relazioni CG seguendo lo stesso procedimento applicato agli amministratori.

I sindaci qualificati come indipendenti sono 630 su 662 (95% del totale). Peraltro, 97 di essi (15% del totale) sono “a rischio” perché caratterizzati da *tenure* > 9 anni e/o destinatari di compensi aggiuntivi. Utilizzando i parametri nuovi, i sindaci “a rischio” sono in numero solo lievemente inferiore (82, pari al 12% del totale): la ragione sta nel fatto che ben 72 sindaci “indipendenti” hanno *tenure* > 9 anni. Interessante notare che dei 32 sindaci non qualificati come indipendenti, ben 14 (44% del totale) sono sindaci “stagionati”. Si tratta di numeri più elevati rispetto agli amministratori e ancora importanti, anche se in calo rispetto all’anno passato (17%).

3.2 Il presidente indipendente

L’apertura alla nuova figura del “presidente indipendente” porta con sé problemi applicativi, poiché il presidente non è – e non può essere – un indipendente come tutti gli altri, in considerazione del ruolo di “raccordo tra esecutivi e non esecutivi” e di “gestione del CdA” che la normativa primaria e lo stesso Codice (Racc. 12) gli attribuiscono. Ciò ha comportato l’elaborazione di raccomandazioni fondate su una minuziosa casistica, reperibile in parte nel Codice, in parte nelle Q&A predisposte dal Comitato per la Corporate Governance²².

²² Cfr. Racc. 5 (l’organo di amministrazione comprende almeno due amministratori indipendenti, diversi dal presidente), Racc. 7 (se il presidente indipendente partecipa ai comitati raccomandati dal

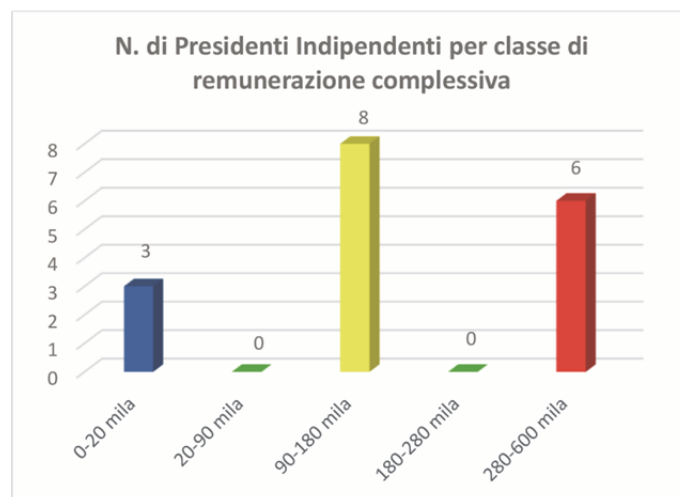
L'opportunità offerta dal nuovo Codice è stata sfruttata, finora, da un piccolo gruppo di (17) società, soprattutto *widely held*. Il numero è verosimilmente destinato ad aumentare con i rinnovi di aprile 2021 (qui non censiti).

L'indipendenza del presidente deve essere valutata secondo parametri significativamente diversi da quelli adottati in passato. Il nuovo Codice ha scelto di sostituire il vecchio parametro comparativo (quanto è pagato il presidente rispetto agli altri non esecutivi?) con uno nuovo riferito al presidente stesso (quanto riceve in più rispetto al compenso fisso per la carica?).

I valori dei due parametri sono molto distanti: l'emolumento fisso di amministratore non esecutivo è in media 53 mila €; il compenso fisso per la carica è invece 187 mila € per i 17 presidenti qualificati come indipendenti, ossia 3 volte e mezza il parametro vecchio. È addirittura 260 mila € (ossia 4,9 volte il parametro vecchio) per i 69 presidenti non esecutivi, potenzialmente valutabili come indipendenti. Con riferimento alla figura del presidente, si è avuto quindi un netto allentamento dei parametri rispetto al vecchio Codice di autodisciplina.

La remunerazione totale dei presidenti indipendenti è mediamente pari a 211 mila €, ma tale cifra nasconde una variabilità molto forte: alcuni soggetti percepiscono compensi quasi simbolici (tra 12 e 16 mila €), altri invece ricevono emolumenti elevati, fino a un massimo di 600 mila €. 6 presidenti (su 17) ricevono una remunerazione complessiva oltre i 280 mila €.

Figura 10



I compensi “aggiuntivi” si muovono di conseguenza. Adottando i parametri di Assonime (2021), la differenza tra remunerazione complessiva dei presidenti indipendenti e compenso-base degli amministratori non esecutivi è pari a 187 mila € (varia tra 0 e 464 mila €), mentre adottando quelli del nuovo Codice (come qui

Codice, la maggioranza dei componenti il comitato è composta da altri indipendenti; il presidente indipendente non presiede il comitato remunerazioni e il comitato controllo e rischi). Cfr. anche la Q Racc. 5 (2) e la dettagliatissima Q Racc. 7 (1) nelle Q&A. Cfr. anche la Q Racc. 12 riguardo al ruolo del presidente nell'organizzazione dei lavori del CdA.

interpretati) la differenza rispetto al compenso-base dei presidenti stessi è solo 22 mila € (varia tra 0 e 200 mila €). Di conseguenza, 13 presidenti indipendenti su 17 sarebbero “a rischio” secondo i vecchi parametri, mentre solo 3 lo sono secondo i nuovi (2 hanno compensi aggiuntivi – in controllate – oltre i 50 mila €, uno è in consiglio da oltre 9 anni).

Avere un presidente indipendente può essere utile sotto vari profili (ad es. tale figura può svolgere un ruolo di rilievo nell’ambito di politiche di *engagement* con gli investitori); peraltro, il Codice afferma con forza il principio della “prevalenza della sostanza sulla forma”, che è inderogabile. È quindi opportuno che gli emittenti valutino l’eventuale indipendenza del presidente con grande attenzione e continuino ad applicare le raccomandazioni del Codice secondo un approccio sostanzialista, evitando formalismi che potrebbero essere controproducenti.

3.3 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 sull’adozione di criteri convenzionali, della qualità dell’informazione sulle valutazioni d’indipendenza.

Si è visto che il numero di indipendenti “a rischio” è pari a 99 (o 62, a seconda dei parametri adottati). Peraltro, solo per 25 di essi si sono individuate spiegazioni della ragione per cui sono stati considerati indipendenti malgrado il mancato allineamento alla raccomandazione del Codice. La situazione è simile per i 97 (o 82, a seconda dei parametri utilizzati) sindaci “a rischio”: solo per 18 di essi è stato possibile individuare una spiegazione esplicita.

Anche ricordando che l’individuazione delle situazioni “a rischio” è fondata su criteri opinabili, la *disclosure* pare suscettibile di ampio miglioramento. Ad esempio, prendendo il fattore di rischio più oggettivo (*tenure* > 9 anni), è stata trovata una spiegazione solo per 24 indipendenti “stagionati” su 54 (e per 18 sindaci su 86). Dove la situazione “a rischio” ha maggiori margini di opinabilità (come per i compensi aggiuntivi), una spiegazione è fornita solo in rarissimi casi.

4. I comitati consiliari

Le novità del Codice CG riguardano soprattutto il Comitato Nomine.

Il nuovo Codice ha formulato raccomandazioni innovative anche in tema di sostenibilità: oltre a ribadire l'importanza del “successo sostenibile” come obiettivo della gestione d'impresa (Principio I), esso ha raccomandato ai CdA di approvare il piano industriale “anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuata con l'eventuale supporto *di un comitato* del quale l'organo di amministrazione determina la composizione e le funzioni” (Racc. 1).

Si è ritenuto opportuno non limitare la prospettiva ai soli comitati “classici” (Nomine, Remunerazione, Controllo e Rischi); si è quindi estesa l'analisi ad altri due comitati, che rivestono un ruolo sempre più importante nella governance degli emittenti: a) i Comitati Sostenibilità e b) i Comitati dedicati all'esame delle operazioni con parti correlate (OPC).

4.1 Il Comitato Nomine

Il vecchio Codice attribuiva al Comitato Nomine funzioni estremamente limitate: in pratica, quasi solo proporre al CdA candidati alla carica di amministratore nei casi di cooptazione, per di più solo dove occorresse sostituire amministratori *indipendenti*²³. Di conseguenza, l'istituzione di tale Comitato era meno frequente (66%, contro il 94% per CR e CCR); inoltre, anche quando costituito, esso era spesso (68% dei casi) accorpato con il CR in un unico Comitato Nomine e Compensi, che dedicava il proprio tempo quasi esclusivamente a tematiche di remunerazione.

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

- a) autovalutazione del CdA e dei suoi comitati (funzione attribuita in via “esclusiva” al Comitato);
- b) definizione della composizione ottimale del CdA e dei comitati (confini della funzione definiti con maggior precisione e ruolo del Comitato rafforzato);
- 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; ma se prevista, il Comitato assume ruolo centrale);
- e) predisposizione, aggiornamento e attuazione dell'eventuale piano per la successione del *Chief Executive Officer* (CEO) e degli altri amministratori esecutivi (altra funzione eventuale; ma se prevista, il Comitato assume ruolo centrale).

²³ Altre funzioni erano formulare pareri al CdA su dimensione e composizione dello stesso e svolgere funzioni istruttorie in materia di (eventuali) piani di successione degli amministratori esecutivi. Peraltro, in tale ultimo ambito, la competenza del Comitato Nomine non era esclusiva, potendo l'emittente attribuirla a un altro Comitato consiliare.

Nelle intenzioni del nuovo Codice, il Comitato Nomine è destinato ad assumere un ruolo centrale nei processi di governance, analogo a quello che esso ha nel settore bancario a seguito delle Disposizioni di Vigilanza (Circolare 285) di Banca d'Italia²⁴.

La trasparenza riguardo alle funzioni del Comitato è raccomandata solo dalle prossime Relazioni CG: le informazioni raccolte non possono quindi ancora essere interpretate come una misura della *compliance* con le nuove raccomandazioni. Pur con questi *caveat*, la distanza dal modello proposto – in questo caso di *best practice* mutuata dal settore bancario – pare ancora notevole.

Anzitutto, il Comitato Nomine è tuttora istituito con frequenza relativamente bassa (69% contro il 94% di CR e CCR) e continua ad essere sovente accorpato con il CR (71%)²⁵. Si tratta di numeri quasi identici a quelli dell'anno passato. Non si osservano quindi ancora mutamenti significativi nelle scelte degli emittenti.

Dimensione e struttura proprietaria influiscono in maniera considerevole su tali scelte: il Comitato è istituito con frequenza assai maggiore nelle società grandi non concentrate (96%, dove è spesso autonomo: 64% dei casi) rispetto alle piccole concentrate (60%, dove è sovente accorpato con il CR: 81% dei casi).

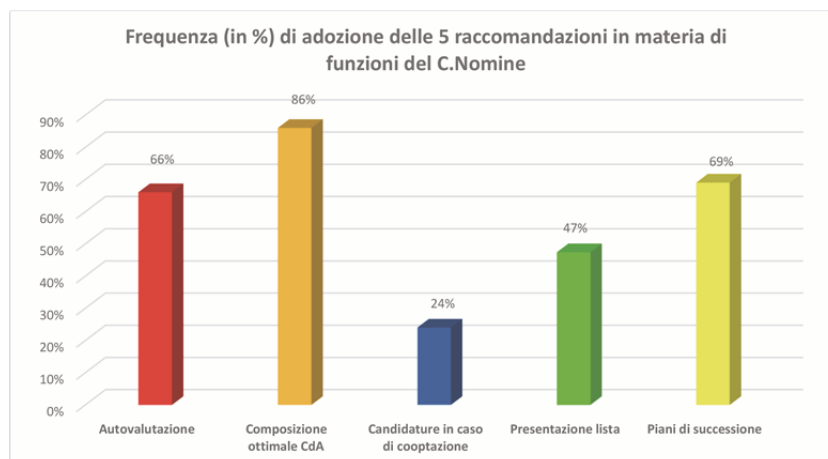
La distanza dal modello del Codice varia da una funzione all'altra: l'attribuzione di compiti in materia di definizione della composizione quali-quantitativa ottimale del CdA è prevista quasi sempre (86% delle società che hanno il Comitato); frequente è anche l'attribuzione di un ruolo istruttorio in materia di *board evaluation* (66%) e di *succession plan* (69%). Il *gap* è invece molto ampio in materia di cooptazione degli amministratori: solo il 24% degli emittenti ha esteso la competenza del Comitato alla sostituzione di *tutti* gli amministratori (non solo degli *indipendenti*, come previsto dal vecchio Codice)²⁶.

²⁴ 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.

²⁵ Vari emittenti hanno scelto di non istituire il Comitato Nomine e ne hanno attribuito le funzioni al *plenum* consiliare. Tra esse figurano 6 società (quasi sempre piccole) che non rispettano i requisiti di composizione del CdA (maggioranza di indipendenti: cfr. Racc. 16) previsti dal Codice come pre-condizione a tal fine. Una società ha un problema analogo per il CCR.

²⁶ Un ruolo istruttorio del Comitato nella predisposizione della "lista del CdA" è comunicato da 18 società, pari al 47% di quelle che prevedono statutariamente la facoltà per il CdA uscente di presentare una lista (il dato in Figura 11 è coerente con questi numeri). Altre 17 società hanno attribuito tale ruolo al Comitato in maniera

Figura 11



Nelle 44 società che hanno costituito un Comitato Nomine autonomo, la sua composizione è quasi sempre (93%) allineata alle raccomandazioni del Codice (maggioranza di indipendenti)²⁷. I Comitati Nomine sono in media abbastanza attivi (6,6 riunioni/anno, per un *time commitment* medio di poco più di 8 ore, numeri paragonabili a quelli del CR). Peraltro, le situazioni concrete variano secondo il settore (tra le finanziarie la frequenza delle riunioni è più che doppia (8,5) rispetto alle non finanziarie (3,7)) e l'assetto proprietario (8,7 riunioni tra le *widely held*, 8,1 tra le imprese pubbliche, ma solo 4,1 tra le familiari)²⁸. A livello di singolo emittente, le differenze sono molto forti: in alcune società il Comitato non si è mai riunito, mentre in una grande banca esso si è riunito 22 volte in un anno (per un impegno complessivo di quasi 26 ore).

In sintesi, il nuovo Codice ha fissato un *benchmark* alto per il Comitato Nomine; il quadro in termini di *compliance* offerto dagli emittenti è assai variegato e in evoluzione (il termine per la comunicazione delle scelte scade nel 2022). Dove non esiste un azionista di riferimento il Comitato è naturalmente chiamato a un ruolo proattivo che esso fatica ad assumere dove esiste invece un socio di controllo.

4.2 Il Comitato Sostenibilità

Il nuovo Codice (Racc. 1) si limita a chiedere 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", di cui il Codice non definisce composizione e funzioni. Non è, oggi, individuata una *best practice*. Trattandosi di

"eventuale" (i.e. in assenza della previsione statutaria): il numero totale è quindi 35, ma solo in 18 casi la previsione è già attiva.

²⁷ Anche la composizione di CR e CCR è allineata alle raccomandazioni del Codice (solo non esecutivi, maggioranza di indipendenti, presidente indipendente) nel 95% dei casi.

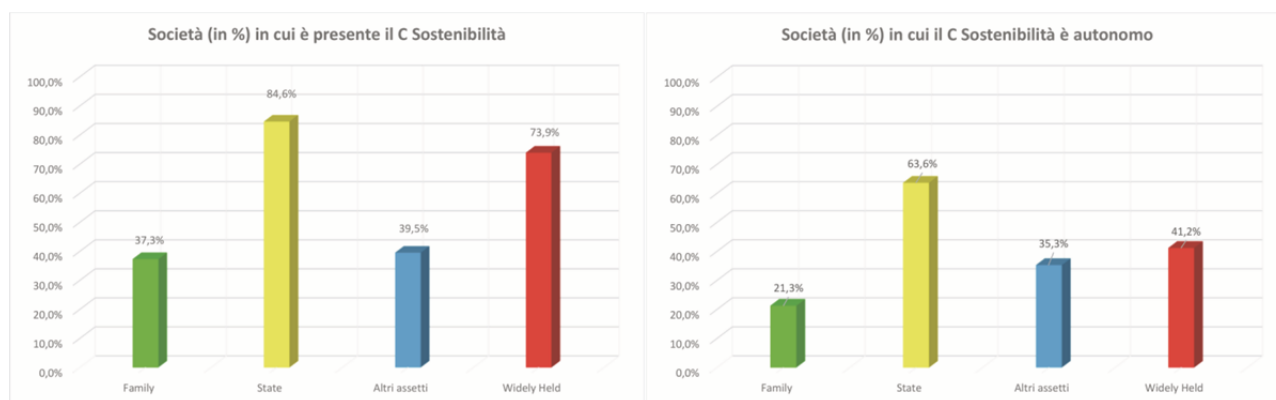
²⁸ Le statistiche per il CR simili a quelle del C.Nomine: 5,6 riunioni/anno (variabili tra 0 e 23) per un *time commitment* di 8,3 ore (variabile tra 0 e 38 ore). Decisamente più elevate, invece, quelle per il CCR: 9 riunioni/anno (variabili tra 0 e 48) per un *time commitment* di 21,7 ore (variabile tra 0 e 216 ore).

raccomandazione nuova, gli emittenti sono chiamati a dare informazione solo nelle Relazioni CG 2022. È quindi da attendersi una *compliance* ancora parziale.

Si sono indagati istituzione e composizione del Comitato, frequenza di riunioni e *time commitment* richiesto²⁹.

Il Comitato Sostenibilità è stato istituito da meno di metà (47%) degli emittenti. Esiste una forte variabilità legata a dimensione e assetto proprietario: il Comitato è stato costituito solo dal 35% delle società piccole; la frequenza sale al 79% tra le grandi concentrate e addirittura all'88% tra le grandi non concentrate. Anche l'identità dell'azionista di riferimento esercita una forte influenza: il Comitato è stato istituito solo dal 37% delle *family firms*, mentre esso si trova con grande frequenza (74% e 85% rispettivamente) presso le *widely held* e le società a controllo pubblico.

Figura 12



In 66 casi (64% del totale) il Comitato è accorpato con altri, quasi sempre (89%) con il CCR. Dimensione e struttura proprietaria influiscono anche su tale scelta: la costituzione di un Comitato autonomo è rara (19%) tra le società piccole concentrate e maggioritaria (57%) tra le grandi non concentrate. L'istituzione di un Comitato autonomo è rara tra le *family firms* (21%), più frequente tra le *widely held* (41%) e maggioritaria tra le società pubbliche (64%) che – come si vedrà anche in seguito – manifestano un'attenzione particolare ai temi di sostenibilità.

Il Comitato Sostenibilità è costituito mediamente da 3,5 componenti, quasi sempre non esecutivi (che in media rappresentano il 96% del totale); nella stragrande maggioranza (81%) si tratta di amministratori indipendenti. Solo 10 società hanno uno o più esecutivi nel Comitato. 44 società hanno inserito uno o più amministratori di minoranza nel Comitato. La composizione prevalente (quasi solo non esecutivi, in grande maggioranza indipendenti) sembra coerente con un ruolo di controllo e interlocuzione riguardo ai temi “rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine” individuati dal management, più che di coinvolgimento diretto nella definizione dei temi e nell'elaborazione di strategie di sostenibilità.

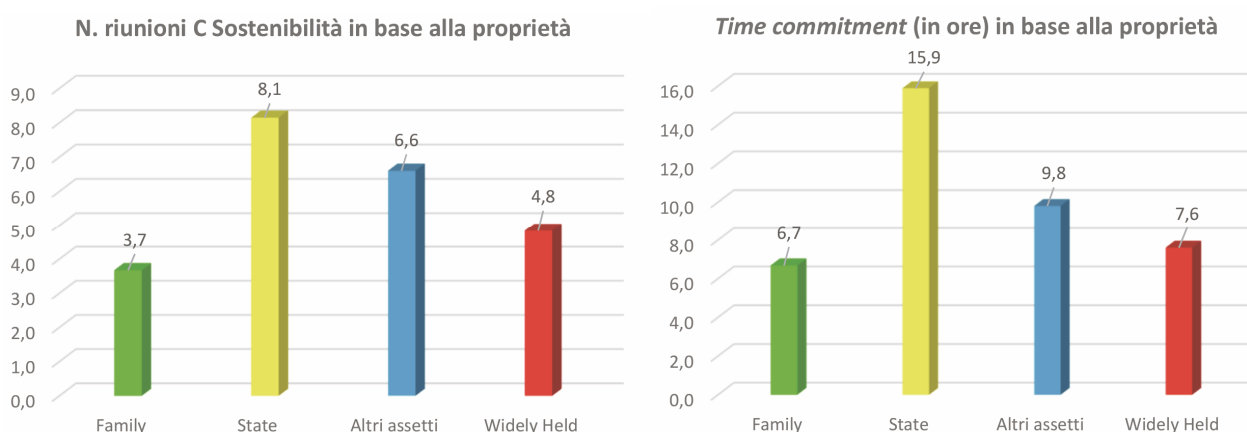
²⁹ L'informazione dovrebbe essere fornita sempre, perché l'art. 123-bis, co.1, lett.d) TUF dispone che nelle Relazioni CG siano riportate, tra l'altro, le informazioni riguardanti “la composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione e controllo e dei loro comitati” (da Codice e non da Codice).

La *disclosure* su frequenza delle riunioni e *time commitment* è diffusa (rispettivamente 84% e 78%) tra le società che hanno istituito un Comitato autonomo, mentre è praticamente assente dove il Comitato è accorpato con altri. Tale situazione è riscontrabile, in realtà, per tutti i comitati accorpati (quindi anche per Comitato Nomine e 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 di uno o più comitati, che è una soluzione di grande praticità nelle società piccole, il cui CdA non supporta facilmente la creazione di molteplici comitati con composizione differente. Tale scelta comporta però 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”³⁰. In caso di comitati accorpati sono fornite spesso informazioni sui compiti attribuiti, ma non su quelli effettivamente svolti nei vari ambiti; inoltre, informazioni disaggregate sul numero di riunioni e sul tempo effettivamente dedicato a ciascuna funzione sono del tutto occasionali. La trasparenza in tale ambito è quindi ampiamente migliorabile.

Nelle 37 società dotate di un Comitato Sostenibilità autonomo, si osserva un numero medio di riunioni annue pari a 6,4, per un impegno complessivo pari mediamente a 11 ore e mezza. Le medie nascondono numeri molto variabili a livello di singolo emittente: il numero di riunioni varia tra 1 e 18, per un impegno complessivo variabile tra 1 e 38 ore. Anche a livello di *time commitment* si percepisce una diversa attenzione prestata ai temi di sostenibilità: l'impegno medio è intorno a 6 ore nelle società piccole e sale a 15 ore e mezza nelle grandi non concentrate (+154%); analogamente, l'impegno medio è pari a 6 ore e 40 minuti tra le società familiari, ma sale a quasi 16 ore (+137%) nelle pubbliche.

Figura 13



È presto per trarre conclusioni riguardo al Comitato Sostenibilità. Il punto non è ancora maturo e il Codice ha scelto, prudentemente, di non formulare specifiche raccomandazioni, aspettando l'emergere delle prassi prima di indicare la *best practice*. Il risultato è un'estrema varietà di situazioni: il modello del Comitato autonomo è stato

³⁰ Tale raccomandazione si estende, ragionevolmente, anche dove a un Comitato “da Codice” (ad es. CR o CCR) sono attribuite funzioni ulteriori, anche non da Codice (ad es. in materia di sostenibilità o di OPC).

seguito da poche società, tendenzialmente più strutturate; più frequente è l'attribuzione di funzioni in ambito sostenibilità a comitati già esistenti (di solito il CCR); circa metà degli emittenti, per ora, non ha costituito il comitato.

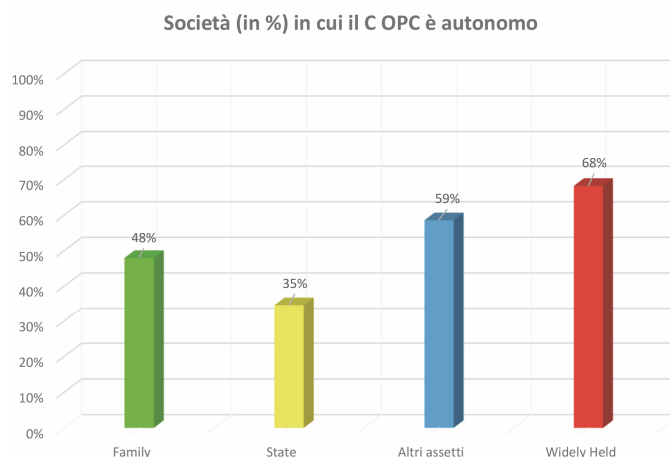
4.3 Il Comitato OPC

Il Codice CG non formula raccomandazioni riguardo al Comitato parti correlate. Il Regolamento Consob in materia di OPC³¹ fissa però norme dettagliate. In questa prima indagine si sono ricercate le stesse informazioni di base analizzate per i Comitati Sostenibilità. Siccome molte Relazioni rinviavano per ulteriori dettagli alle procedure OPC pubblicate sul sito web dell'emittente, la raccolta di informazioni è stata estesa a tali fonti. Il Comitato OPC è stato istituito quasi sempre (da 210 emittenti, pari al 96% del totale). Le restanti 8 società (quasi sempre 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 con altri, quasi sempre (89%) con il CCR, cui è talvolta attribuita competenza anche in materia di sostenibilità. 5 emittenti attribuiscono la competenza in materia di OPC, alternativamente, al CR (per le deliberazioni in materia di remunerazione) o al CCR (per le altre materie).

Dimensione e struttura proprietaria influiscono anche sulla costituzione di un Comitato OPC autonomo, più frequente tra le società grandi non concentrate (69%). L'istituzione di un Comitato autonomo è relativamente rara tra le società a controllo pubblico (35%), più frequente tra le *family firms* (48%) e maggioritaria tra le *widely held* (68%).

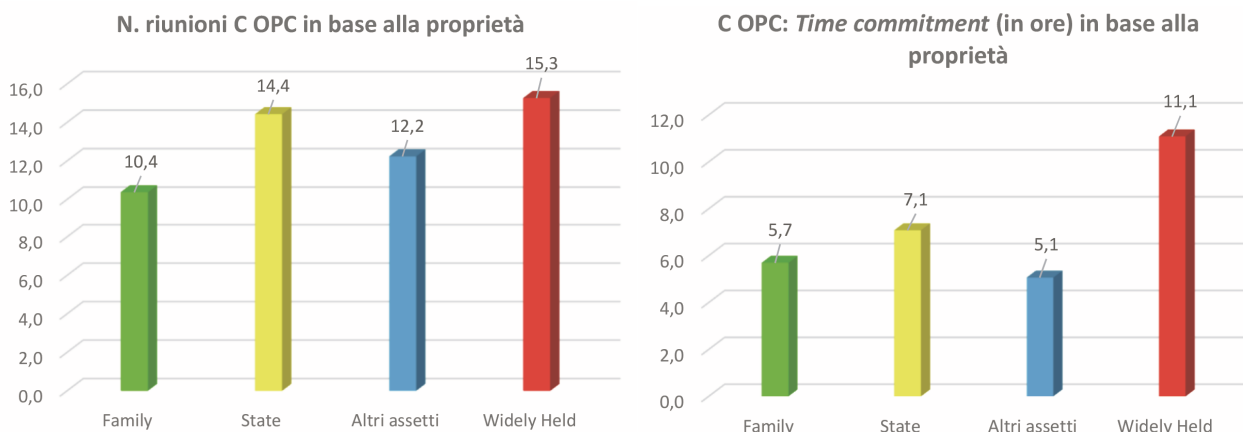
Figura 14



Il Comitato è costituito mediamente da 3,1 componenti; si tratta sempre di non esecutivi e comunque, quasi sempre, di indipendenti (91%). 81 società hanno inserito nel Comitato anche uno o più amministratori di minoranza.

³¹ Le Relazioni esaminate sono riferite all'esercizio 2020. Pertanto si fa qui riferimento alla versione del Regolamento ante recepimento della Direttiva *SHRDII*. Gli emittenti erano tenuti ad adeguare le procedure OPC alle novità normative entro il 30 giugno 2021.

Figura 15



La *disclosure* sulla frequenza delle riunioni è diffusa (75%) dove il Comitato è autonomo; peraltro, al contrario di quanto accade per il C.Sostenibilità, la fornitura di informazioni sul *time commitment* richiesto ai componenti del Comitato OPC è poco frequente (40%). Come già osservato, dove i comitati sono accorpati, la *disclosure* è ancora inferiore: per quanto riguarda il Comitato OPC, informazioni su numero di riunioni (10%) e tempo dedicato a ciascuna funzione (2 sole società) sono del tutto occasionali. La trasparenza in tale ambito è ampiamente migliorabile.

Nelle (79) società che offrono informazioni in materia, il Comitato OPC si è riunito mediamente 5,4 volte in un anno; l'impegno medio nelle (42) società che lo comunicano, è pari a 7 ore. Anche qui le medie nascondono numeri molto variabili a livello di singolo emittente: il numero di riunioni annue varia tra 1 e 32, per un impegno complessivo variabile tra un minimo di 30 minuti e un massimo di 34 ore. È evidente che l'attività effettiva del Comitato OPC varia a seconda del numero e della complessità di operazioni da esaminare e del grado di strutturazione della governance. Un significativo numero di emittenti (18 su 42, pari al 43% del totale) comunicano un *time commitment* pari a 3 ore o meno; solo 7 emittenti (5 sono banche) comunicano un impegno superiore a 10 ore. A livello di *time commitment* si riscontrano sensibili differenze secondo la struttura proprietaria: l'impegno medio è pari a 5 ore e 40 minuti tra le società familiari e quasi raddoppia (oltre 11 ore) nelle *widely held*.

In sintesi, la trasparenza riguardo al funzionamento del Comitato OPC mostra ampi margini di miglioramento. Dove è fornita informazione, le situazioni sono piuttosto variegate. In un numero di casi significativo, il Comitato pare avere dedicato un tempo piuttosto basso allo svolgimento dei suoi compiti. Sulla base di questi numeri è però difficile capirne la ragione (poche OPC o diversa strutturazione della governance?); una descrizione più ampia dei compiti effettivamente svolti (ad esempio, numero e durata delle riunioni, numero di operazioni esaminate, importi, ecc.), anche nei numerosi casi in cui il Comitato è accorpato con altri, potrebbe aiutare il mercato a comprenderne il ruolo effettivo.

5. Politiche di remunerazione e compensi corrisposti

Il Codice di Corporate Governance si è sostanzialmente limitato a riordinare le previsioni riguardanti la remunerazione degli amministratori e del *top management*, anche perché la materia è stata rivoluzionata dal recepimento della Direttiva *SHRDII*, avvenuto in due fasi: a maggio 2019 il D.Lgs. n. 49/2019 ha modificato l'art. 123-ter del TUF, e ha – tra l'altro – reso vincolante il voto assembleare sulla politica di remunerazione e istituito un voto consultivo sui compensi effettivamente corrisposti; a dicembre 2020, Consob ha poi modificato l'art. 84-quater del Regolamento Emittenti e apportato modifiche sostanziali all'Allegato 3A – Schema 7-bis al Regolamento, che definisce contenuti e forme della Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti (RR).

Le novità post *SHRDII* sono numerose. Tra le più importanti vi sono:

- a) La vincolatività della *policy* approvata in assemblea, che non può essere modificata (salvo un nuovo passaggio assembleare) ma solo eseguita nel periodo di riferimento (normalmente un anno; solo nel 17% dei casi è prevista una politica triennale). L'implementazione della *policy* richiede il ricorso alle procedure OPC ogniqualvolta essa 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 – soprattutto nella parte di *policy* – riguardo alla struttura della remunerazione: esso riguarda – di fatto – soprattutto gli amministratori esecutivi, sovente destinatari di un “pacchetto” comprensivo di componenti variabili legate ad algoritmi complessi. Gli emittenti devono specificare la misura della componente variabile in funzione del livello di conseguimento degli obiettivi, finanziari e non finanziari: pare quindi 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.

5.1 La governance del processo

5.1.1 Il ruolo del Comitato Remunerazioni

Il Codice CG raccomanda la costituzione di un Comitato Remunerazioni incaricato di “coadiuvare” il CdA nell'elaborazione della politica per la remunerazione, presentare proposte o esprimere pareri sulla remunerazione degli esecutivi e degli altri amministratori con cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance cui è collegata la

remunerazione variabile. Il Comitato ha altresì un ruolo di monitoraggio e valutazione dell'adeguatezza della politica.

Il Codice utilizza una formula ampia ("coadiuvare"), coerente sia con un ruolo propulsivo ("presentare proposte"), sia con un ruolo di filtro del CR rispetto a proposte che nascono altrove ("esprimere pareri"). Sono possibili anche modelli ibridi in cui il Comitato può assumere ora un ruolo, ora l'altro, a seconda degli argomenti o delle circostanze. Si pone il tema se sia preferibile (e fattibile, visto l'assetto proprietario prevalente in Italia) attribuire al Comitato Remunerazioni un ruolo propulsivo rispetto a un mero ruolo di filtro.

Non esiste un unico modello di *best practice* in proposito: ad es. il Codice di Corporate Governance britannico raccomanda che il Comitato Remunerazioni abbia "*delegated responsibility*" in materia di remunerazione degli amministratori esecutivi, del presidente e del *top management*. Il Regolamento Consob in materia di OPC si accontenta invece del mero "coinvolgimento" di un comitato nella definizione della *policy*; anche in caso di deroga, esso si limita a chiedere un "motivato parere" a un comitato.

Quasi tutte (97%) le società che hanno istituito il Comitato attribuiscono al CR un ruolo propulsivo; peraltro, un'ampia maggioranza (71%) affianca a tale ruolo anche quello di rilascio di pareri. È dunque prevalente il modello sopra identificato come ibrido. Sta ai singoli emittenti spiegare come il ruolo del Comitato sia declinato in pratica. A tal fine sarebbe opportuna una *disclosure* di maggior dettaglio sul ruolo del comitato e, in particolare, sulle sue interrelazioni con il "consulente indipendente" (previsto dalla Racc. 25) e con le strutture ("funzioni") dell'emittente. Sarebbe utile, ad es. conoscere chi (CdA, AD, Comitato?) ha nominato il consulente e se esso svolge (o ha svolto di recente) altre funzioni che possono comprometterne l'indipendenza di giudizio. Il criterio 6.C.7. del vecchio Codice di autodisciplina affidava al Comitato Remunerazioni una verifica preventiva riguardo a tale ultimo aspetto; purtroppo, il punto non è stato ripreso dal Codice CG, né dalle Q&A. La questione pare meritevole dell'attenzione di emittenti e investitori ed, eventualmente, del Comitato per la Corporate Governance.

5.1.2 La facoltà di derogare alla policy

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

La facoltà di derogare alla *policy* approvata dall'assemblea è prevista nella stragrande maggioranza dei casi (82%). Essa copre principalmente i piani d'incentivazione a breve termine (MBO) o il peso relativo di componente fissa/variabile (63%); con minore frequenza anche (o solo) i piani a lungo termine (LTI: 50%) e/o l'emolumento fisso (36%). È abbastanza frequente l'indicazione di casistiche che giustificano l'utilizzo della deroga,

come la facoltà di erogare bonus straordinari per attrarre o trattenere manager di talento (47% dei casi) o di modificare le remunerazioni per tener conto di eccezionali circostanze esterne (40%) o di sensibili variazioni del perimetro del gruppo (31%). Più rara è la facoltà di erogare bonus per premiare performance eccezionali (25%).

Figura 16



Gli emittenti hanno comunicato raramente (14%) di avere effettuato deroghe alla *policy* approvata in assemblea: ciò corrisponde al 17% dei casi in cui la deroga è prevista.

In sintesi, la facoltà di derogare alla *policy* è prevista spesso ma sfruttata di rado, perfino in un anno particolare come quello della pandemia (2020). Parte della spiegazione sta però nella possibilità di usufruire della discrezionalità *embedded* nella *policy*, che consente di modificare i parametri dei piani di incentivazione senza sfruttare – formalmente – la facoltà di deroga; tale prassi è stata soggetta finora a minori obblighi di *disclosure* e quindi mancano statistiche precise in merito. Sarà interessante osservarne l'evoluzione dopo la modifica delle procedure OPC imposta dalla Direttiva *SHRDII*.

5.2 La politica in materia di remunerazione

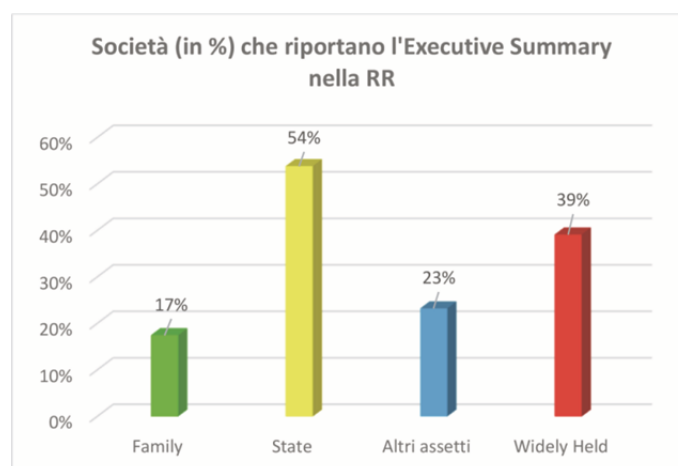
La politica in materia di remunerazione è descritta nella Sezione I della RR, che è stata oggetto di un penetrante intervento regolamentare. Lo Schema 7-*bis* allegato al Regolamento Emittenti richiede, tra l'altro, con riferimento alle componenti variabili, “una descrizione degli obiettivi di performance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

Il miglioramento della trasparenza nell'ultimo anno è stato significativo. Il grado di dettaglio della RR è tuttavia molto variabile da una società all'altra. Alcuni emittenti, solitamente di piccole dimensioni e/o aventi azionariato concentrato, forniscono informazioni molto sintetiche sulla struttura del pacchetto e sul processo che ha portato all'elaborazione della *policy*, tanto che le informazioni richieste dalla regolamentazione non sono sempre tutte reperibili: ad esempio, lo Schema 7-*bis* chiede, ove siano state utilizzate come riferimento le politiche di altre società, non solo l'indicazione dei criteri utilizzati per la scelta ma altresì “l'indicazione di tali società”. Peraltro, su 92 società che

indicano esplicitamente l'utilizzo di *peers*, solo 54 (59%) li individuano nominativamente.

Si rileva però anche la diffusione di *best practices*: un nutrito gruppo di (55) emittenti, tendenzialmente grandi (dove sono il 60% del totale), hanno inserito nella Sezione I della RR un *executive summary* che ricapitola gli aspetti salienti della governance del processo e del pacchetto attribuito al CEO e ad altri soggetti: remunerazione fissa, MBO, LTI, benefit, *severance*. Tale prassi è piuttosto diffusa (54%) tra le società pubbliche, molto meno (17%) tra le *family firms*.

Figura 17



La presenza di un *executive summary* in forma tabellare consente agli investitori di trovare facilmente, quasi a colpo d'occhio, le informazioni fondamentali per valutare la *policy*, e che altrimenti sarebbero sparse lungo tutta la Relazione. Tale prassi merita di essere attentamente valutata dagli emittenti ed, eventualmente, anche dal Comitato per la Corporate Governance ai fini di una eventuale segnalazione nel Codice o nelle Q&A funzionali alla sua applicazione.

La lunghezza della relazione è mediamente pari a 43 pagine. Essa è funzione della dimensione dell'emittente (maggiore nelle grandi (+75%) rispetto alle piccole), del settore (maggiore nelle finanziarie (+89%)) e dell'assetto proprietario (maggiore nelle *widely held* (+88%) rispetto alle *family firms*). La lunghezza non è, però, di per sé, sintomo di qualità della Relazione (RR): esistono relazioni lunghissime che si disperdono in una quantità di dettagli di scarsa utilità, così come relazioni di buona qualità che forniscono molte informazioni (e anche un *executive summary*) in un numero contenuto di pagine.

5.2.1 La remunerazione variabile

Il Codice CG raccomanda che la politica di remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management* definisca un bilanciamento tra componente fissa e variabile calibrato rispetto agli obiettivi strategici e alle caratteristiche della società, prevedendo comunque che la remunerazione variabile: a) rappresenti una parte

significativa della remunerazione complessiva e b) sia legata in parte significativa a un orizzonte di medio-lungo periodo (Racc. 27).

Una componente variabile per il CEO è presente molto spesso (85% dei casi, sempre nelle società grandi non concentrate). Facendo riferimento all'identità del socio di riferimento, il variabile è presente quasi ovunque (sopra il 90% dei casi) tranne che nelle società familiari dove – nel 23% dei casi – il CEO riceve esclusivamente una remunerazione fissa: tale situazione si riscontra più spesso (29%) dove il CEO è un membro della famiglia di controllo; dove invece il CEO è un manager professionista, compensi solo fissi sono più rari (16%). Tra i 33 emittenti *non compliant* con il Codice perché non è presente una parte variabile, è fornita spiegazione in meno di metà dei casi (48%).

La remunerazione variabile può essere di breve (*Management By Objectives* o MBO) o di medio-lungo termine (*Long Term Incentive* o LTI). Un piano MBO è previsto quasi sempre (97%); un LTI è individuato con frequenza minore (75%). Nei (46) emittenti in cui è presente un MBO ma non un LTI, è raramente (28%) fornita spiegazione (essa sarebbe tuttavia richiesta ai sensi del Codice). In ambedue i casi l'applicazione del principio *comply-or-explain* è chiaramente migliorabile.

Si è ritenuto utile, anzitutto, riportare statistiche di sintesi riguardo alla tipologia di piani (MBO e LTI) adottati dagli emittenti.

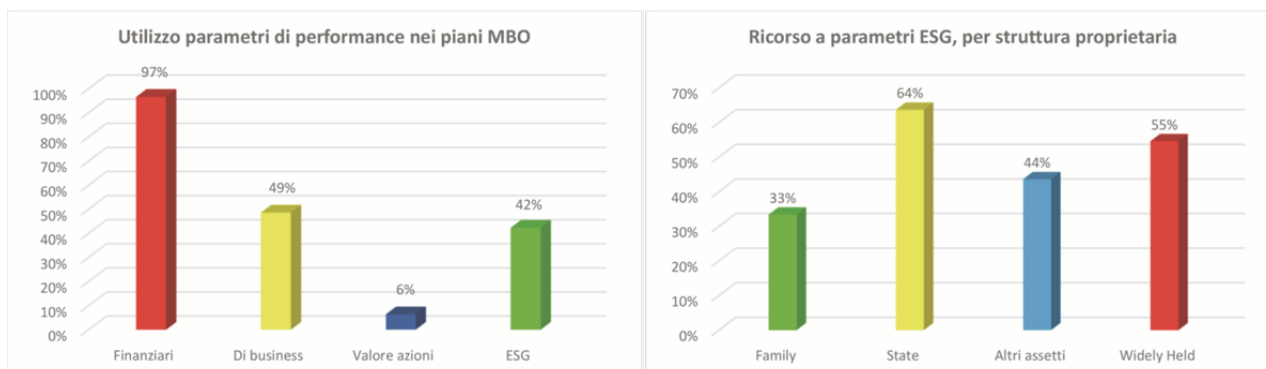
5.2.1.1 I piani MBO

I piani MBO sono quasi sempre (99%) piani monetari, che legano l'erogazione dei compensi al raggiungimento di obiettivi legati al budget. Una piccola pattuglia (9%) di emittenti, sovente società grandi non concentrate (38%), prevede altresì un'erogazione in azioni o altri strumenti finanziari, di solito differita nel tempo. L'erogazione dei bonus dei piani MBO è quasi sempre (97%) condizionata al raggiungimento di condizioni minime di performance (*entry gates*).

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

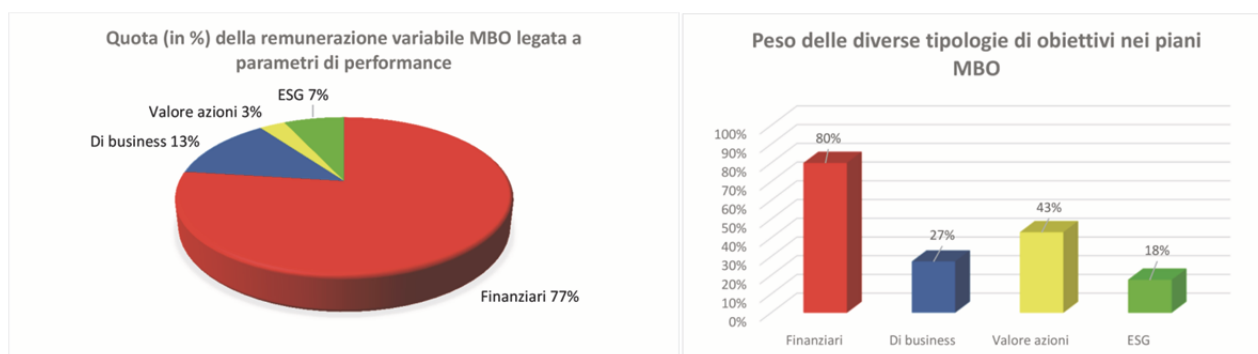
Buona è la trasparenza riguardo alla tipologia degli obiettivi del piano MBO e al peso assunto da ciascuna categoria (84% dei casi). Parametri economico-finanziari sono utilizzati quasi sempre (97%); frequente è anche il ricorso a obiettivi di business (49%) o a parametri ESG (42%). Raro è il legame diretto con obiettivi azionari (6%), utilizzati invece nei piani LTI. L'utilizzo di parametri diversi da quelli economico-finanziari dipende soprattutto dall'identità dell'azionista di riferimento: parametri di business sono usati più spesso dalle società pubbliche (73%) e meno da quelle familiari (41%); lo stesso accade per i parametri ESG (64% nelle pubbliche, 33% nelle familiari).

Figura 18



La remunerazione variabile attribuita dai piani MBO è legata in misura preponderante (77%) a parametri economico-finanziari; le altre componenti assumono, a livello di sistema, pesi molto bassi (obiettivi di business 13%; ESG 7%; azionari 3%). Tali dati scontano però le diverse scelte fatte dai singoli emittenti, che possono utilizzare ciascuno un diverso “cocktail” di obiettivi. Le società piccole concentrate fanno uso quasi solo (87%) di obiettivi economico-finanziari, mentre le grandi non concentrate li utilizzano in misura inferiore (66%) per lasciare spazio ad altri parametri di performance (obiettivi di business e ESG).

Figura 19



È interessante osservare il peso assunto dalle singole categorie di obiettivi nei soli emittenti che hanno deciso di utilizzarle³². Il peso degli obiettivi economico-finanziari resta molto elevato (80%) però – nelle società che hanno deciso di utilizzare (anche) altri parametri – questi possono assumere pesi significativi: 43% per gli obiettivi azionari nelle (pochissime) società che ne fanno uso; 27% per gli obiettivi di business; 18% per gli obiettivi ESG.

³² Per comprendere la relazione tra questi dati e quelli riportati in precedenza può essere utile un esempio: gli obiettivi ESG sono utilizzati solo dal 42% delle società, dove hanno però un peso rilevante, pari al 18%. Il prodotto di tali percentuali genera l'8% osservabile a livello di sistema. I pesi a livello di sistema sommano 100%, quelli nelle sole società che utilizzano una certa categoria di obiettivi invece no, perché i campioni di riferimento cambiano per ogni categoria.

5.2.1.2 I piani LTI

I piani LTI possono essere monetari e/o a base azionaria. Nel primo caso sono simili agli MBO, ma articolati su un orizzonte pluriennale. Nel secondo caso, è prevista l'attribuzione di azioni o altri 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 predeterminati (*entry gates*)³³.

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). Pertanto, è sovente impossibile individuare il peso di una determinata categoria di obiettivi all'interno del piano LTI; di conseguenza, ci si è limitati a individuare la frequenza delle varie tipologie di piano e la mera esistenza di obiettivi o *gates* di accesso riferiti a una delle macro-categorie già utilizzate per gli MBO.

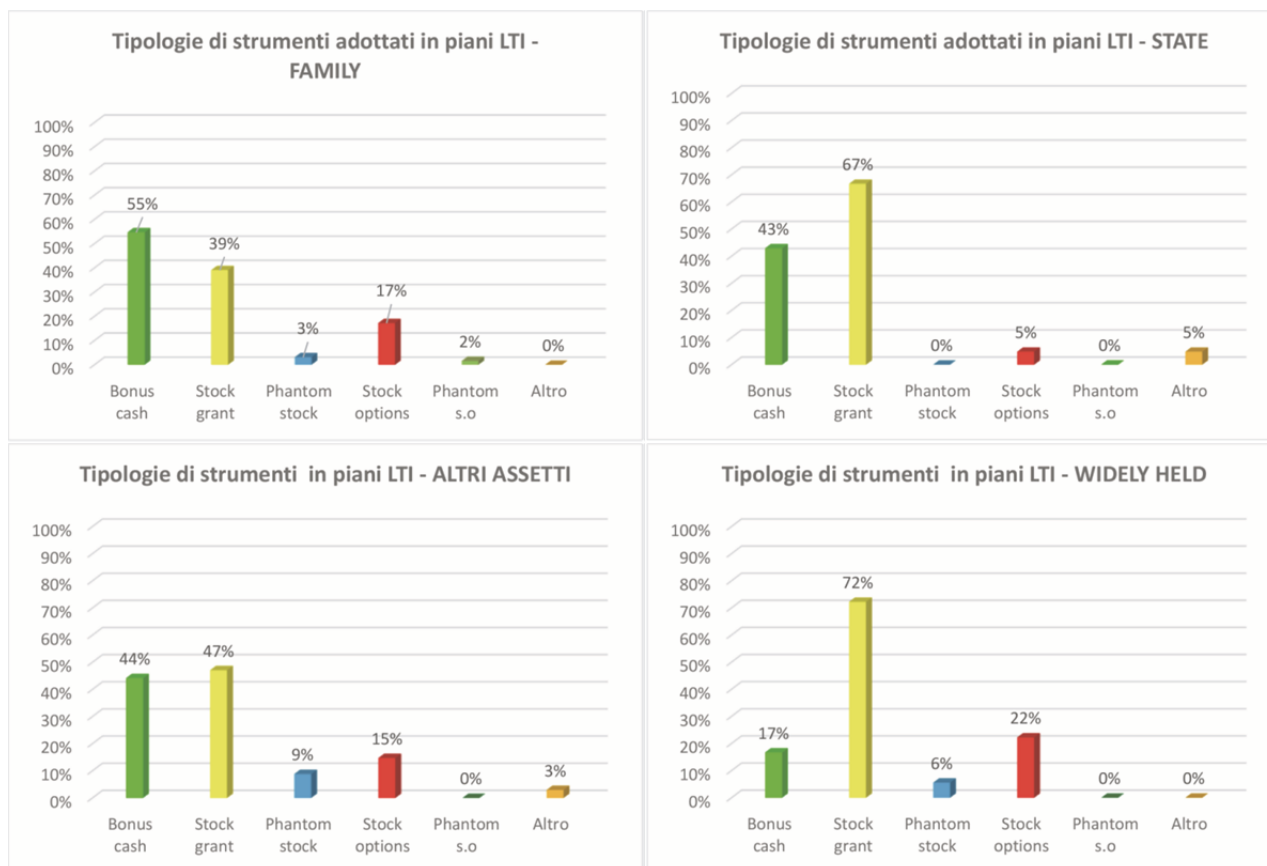
Sotto il primo profilo, gli LTI comprendono piani monetari (*cash-based*) nel 45% degli emittenti; nel 50% dei casi è previsto un piano di *stock grant/performance shares*; nel 15% un piano di *stock options*; nel 5% uno o più piani *phantom*³⁴. Le opzioni, un tempo prevalenti, sono diventate molto meno popolari delle *stock grant*. I piani LTI possono essere ad assegnazione unica (60% dei casi) o *rolling* (40%), cioè con assegnazioni ripetute ogni anno nel periodo di riferimento.

La scelta della 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* (88%) e raramente piani monetari (13%); le piccole concentrate preferiscono i piani monetari (62%) alle *stock grant* (40%); i piani di *stock options* sono poco frequenti (circa 10%) in ambedue i gruppi. Differenze rilevanti si riscontrano anche tra *family firms* (il 55% adotta piani monetari, il 39% *stock grant*) e *widely held* (il 17% adotta piani monetari, il 72% *stock grant*). Anche le società a controllo pubblico preferiscono le *stock grant* (67%, contro il 43% che adotta piani monetari).

³³ 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*.

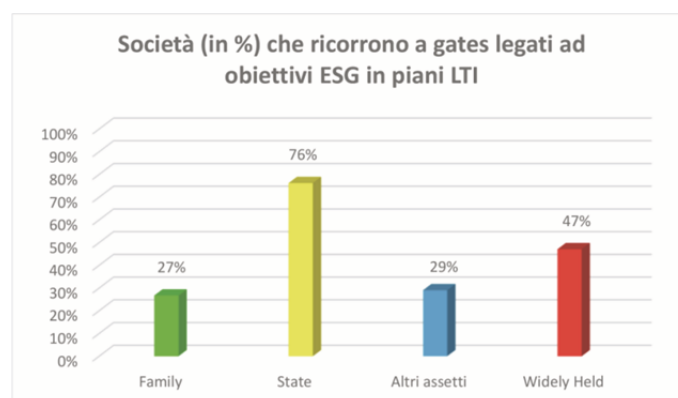
³⁴ Le percentuali non sommano 100% perché possono essere previsti contemporaneamente due o più piani di tipo diverso.

Figura 20



Sotto il secondo profilo, quasi tutti (94%) i piani LTI prevedono la presenza di uno o più *entry gates*: quasi sempre (90%) si tratta di soglie collegate al raggiungimento di obiettivi economico-finanziari; con una discreta frequenza sono previsti anche *gates* legati alla performance azionaria (37%) e/o a parametri ESG (38%). Il ricorso a parametri ESG è poco frequente tra le società familiari (27%) e nettamente più elevato tra le *widely held* (47%) e soprattutto tra le società a controllo pubblico (76%). Anche qui si conferma la maggiore sensibilità delle società pubbliche per le tematiche di sostenibilità.

Figura 21



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

5.2.2 Il pay mix

5.2.2.1 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 di tale formulazione porta a ritenere opportuna la fornitura di informazioni sul c.d. *pay mix* relativo al CEO e agli altri amministratori. Lo Schema 7-*bis* non è esplicito riguardo al dettaglio minimo in materia di *pay mix*; d'altronde, i piani di incentivazione hanno una struttura piuttosto differenziata³⁵, sicché un intervento regolamentare vincolistico pare inopportuno.

La descrizione del *pay mix* richiede informazioni relative agli importi variabili che possono essere corrisposti (la c.d. *pay opportunity*) in funzione di diversi gradi di raggiungimento degli obiettivi: soglia di ingresso (*floor*), *target* e importo massimo (*cap*). 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 (77%) dei casi. Nel restante 23% dei casi, le società non hanno fornito informazioni sufficienti a identificare gli importi (e quindi il peso relativo) della remunerazione variabile, né a *target*, né a *cap* oppure hanno adottato piani che legano la remunerazione linearmente a uno più parametri, senza indicare

³⁵ L'indicazione dei tre livelli (*floor*, *target* e *cap*) 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. Esistono peraltro piani basati su uno o più obiettivi "binari" (on/off) il cui raggiungimento sblocca ciascuno una parte del variabile (qui il *floor* è pari a 0, il *cap* è pari a 100% e il *target* non è chiaro se esista, a meno di ritenere che coincida con il *cap*). E anche piani che legano linearmente il variabile a parametri come l'Ebitda o l'utile ante imposte (senza individuazione esplicita di *floor*, *target* e *cap*).

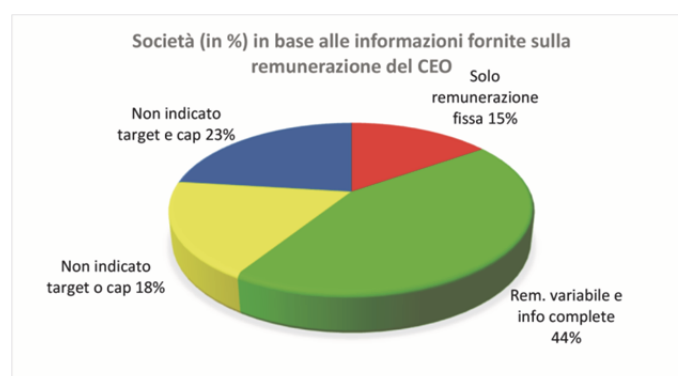
cap e *floor*. Varie società hanno fornito informazioni sufficienti a individuare la remunerazione variabile (MBO + eventuale LTI) a *target* ma non a *cap* (13%) o, viceversa, a *cap* ma non a *target* (5%). Di conseguenza, informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* a *target* e a *cap* sono ricavabili dalle Relazioni di 128 società (59% del totale).

L'informazione è significativamente migliorata dopo il recepimento della Direttiva *SHRDII*: ciò vale soprattutto per l'informazione sulla politica in materia di remunerazioni, che consente ora di condurre un'analisi ex ante sul pacchetto dei CEO. Questo è un importante passo avanti, perché l'analisi ex post non coglie appieno le differenze tra un pacchetto e l'altro: due piani identici possono generare remunerazioni molto diverse a seconda dei risultati aziendali ottenuti in concreto.

5.2.2.2 La composizione del pacchetto del CEO

Si sono esaminate le 128 società (59% del totale) che forniscono – nelle Relazioni sulle Remunerazioni³⁶ – informazioni “complete” (sia a *target* che a *cap*) riguardo alla dinamica del pacchetto del CEO. 33 tra esse hanno però attribuito – per il 2021 – a tale figura esclusivamente una remunerazione fissa. Gli altri 95 emittenti (44% del totale) hanno previsto una remunerazione del CEO sia fissa che variabile e forniscono informazioni sufficienti a ricavare il *pay mix* sia a valori *target* che a valori *cap*.

Figura 22



Limitatamente a tale campione è possibile analizzare la *pay opportunity* offerta al CEO:

- in ipotesi gestionali standardizzate; è così possibile confrontare pacchetti di società differenti;
- sulla base di informazioni attendibili, in quanto la stima delle componenti variabili – in singoli scenari – è effettuata dalla società stessa³⁷.

³⁶ L'analisi è fondata sulle informazioni fornite nelle RR. È possibile che informazioni ulteriori siano reperibili in altri documenti, cui le RR non di rado rinviano (tra cui i regolamenti di piani di incentivazione e la documentazione fornita – ai sensi dell'art. 114-bis TUF – per l'approvazione dei piani a base azionaria). L'indagine non valuta quindi la completezza dell'informazione *tout court*, ma la sua semplicità di reperimento (tutte le informazioni rilevanti sono disponibili nel documento proposto all'assemblea per l'approvazione della *policy*?).

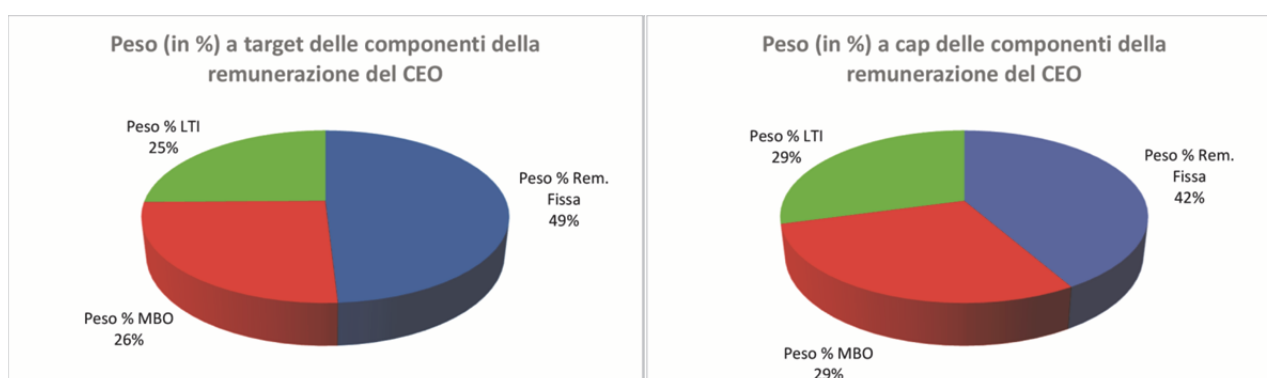
³⁷ Ciò presenta due vantaggi di capitale importanza rispetto alle quantificazioni ex post reperibili nella Tabella 1 ex Schema 7-bis: a) è possibile considerare le componenti LTI attribuite al CEO (in ipotesi

La *disclosure* sul *pay mix* è migliore nelle società grandi (60%, contro 38% nelle piccole) e nelle società pubbliche (54%, contro 41% nelle *family* e 35% nelle *widely held*). Sorprende il dato settoriale: informazioni sufficienti a calcolare il *pay mix* completo per il CEO sono state fornite dal 46% delle società non finanziarie e solo dal 33% delle finanziarie.

La spiegazione principale emerge chiaramente dalla lettura delle Relazioni: le società finanziarie (soprattutto le banche) forniscono informazioni di dettaglio riferite al complesso del c.d. “personale più rilevante” (i *material risk takers* (MRT) previsti dalla Direttiva CRD IV) e sul rispetto dei limiti al rapporto tra variabile e fisso (1:1 o 2:1 secondo i casi). Le informazioni fornite sugli MRT non consentono, però, di estrapolare sempre il valore del pacchetto spettante al solo CEO, sia a *target* che a *cap*.

Nelle società che forniscono informazione completa sul *pay mix*, il pacchetto medio del CEO prevede un compenso fisso pari a 785 mila €; ad esso si aggiungono un MBO e un LTI che valgono – a *target* – rispettivamente 538 e 624 mila €: la remunerazione totale media a *target* è quindi pari a poco meno di 2 milioni di € (1.946 mila €). La composizione del pacchetto a *target* è quindi 49% fisso e 51% variabile (di cui 26% per MBO e 25% per LTI).

Figura 23

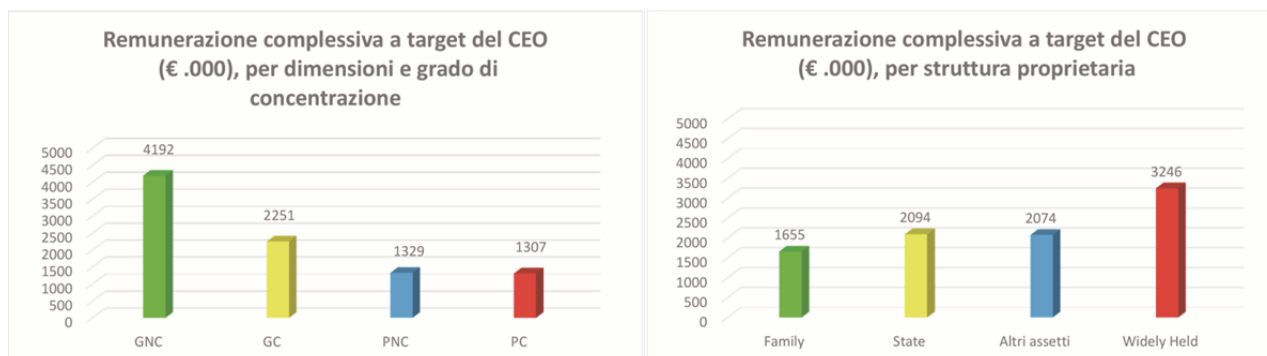


Se la performance arriva al livello *cap*, la remunerazione variabile cambia in misura significativa: la parte MBO raggiunge, in media, 734 mila € (+42%) mentre la parte LTI raggiunge i 959 mila € (+49%). La composizione del pacchetto si modifica di conseguenza: la parte fissa si riduce dal 49 al 42%, mentre il variabile aumenta dal 51 al 58%, per effetto dell'aumento sia del MBO che del LTI (che salgono dal 25/26% al 29%).

Gli importi variano in funzione della dimensione e della struttura proprietaria. L'emolumento fisso è più basso (intorno a 600 mila €) nelle società piccole e sale in misura rilevante nelle società grandi, soprattutto se non concentrate (1.45 milioni di €). Ad analoghe dinamiche è soggetta la parte variabile. Pertanto i compensi complessivi del CEO variano – a *target* – da poco più di 1,3 milioni di € nelle piccole fino a 4,2 milioni nelle grandi non concentrate. I compensi totali a *target* sono pari a circa 1,65 milioni di € nelle società familiari, sfiorano i 2,1 milioni (+27%) nelle società pubbliche e raggiungono i 3,25 milioni (+96%) nelle *widely held*.

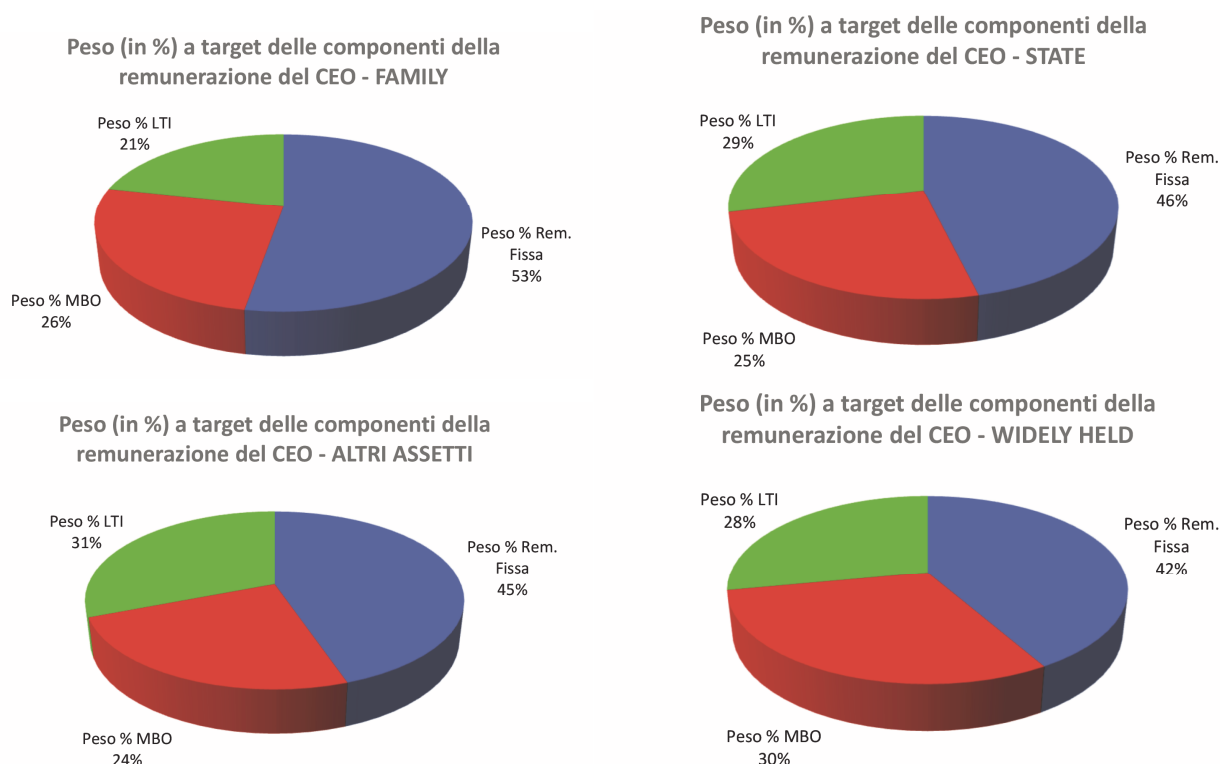
standardizzate); b) è possibile disporre di una stima delle componenti azionarie che prescinde dalle convenzioni contabili che impongono, ad esempio, la spalmatura delle componenti azionarie lungo l'intero periodo pluriennale di *vesting*.

Figura 24



La struttura del pacchetto cambia in modo notevole a seconda della dimensione e della struttura proprietaria. Le società piccole concentrate (e le *family*) fanno minore affidamento sulla parte variabile: la composizione del pacchetto a *target* è 54% fisso e 46% variabile (di cui 24% per MBO e 22% per LTI). Le società grandi non concentrate, invece, attribuiscono al variabile a *target* un peso preponderante (63% contro 37% di fisso). La differenza è riconducibile soprattutto alla componente LTI: nelle grandi non concentrate la parte MBO sale infatti di 4 punti percentuali rispetto alle piccole (28% contro 24%), mentre la componente LTI sale addirittura di 13 punti (35% contro 22%).

Figura 25



Gli importi variano in misura rilevante se l'impresa raggiunge la performance *cap*: nelle società piccole la parte MBO arriva, in media, a 454 mila € (+35% rispetto al *target*) mentre la parte LTI raggiunge i 563 mila € (+67%). Tra le grandi con concentrate i compensi sono molto maggiori: la parte MBO a *cap* sfiora 1,7 milioni di € (+29%) mentre la parte LTI supera i 2,1 milioni di € (+48%).

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

5.3 I compensi effettivamente corrisposti

5.3.1 La disclosure

Lo Schema 7-*bis* richiede che, nella prima parte della Sezione II delle RR, siano fornite informazioni “sulle modalità con cui gli obiettivi di performance della politica delle remunerazioni di riferimento sono stati applicati”. In particolare, per amministratori e direttori generali, “è fornita indicazione degli obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti, salva la facoltà per le società di omettere tali informazioni ove necessario per la tutela della riservatezza delle informazioni commercialmente sensibili o dei dati previsionali non pubblicati, motivandone le ragioni”.

Si è analizzata la *disclosure* fornita in questo ambito dalle 185 società che hanno attribuito una remunerazione variabile al CEO, con particolare riferimento ai piani MBO, per cui è più semplice reperire informazioni³⁸. La situazione si presenta variegata. Anzitutto, solo 59 società hanno comunicato la misura puntuale dei risultati ottenuti in rapporto (%) agli obiettivi adottati nel piano. Altre 37 società hanno comunicato che gli obiettivi “non sono stati assegnati” o non sono stati raggiunti, o che il CEO ha rinunciato a percepire il compenso variabile pur avendo centrato gli obiettivi in tutto o in parte. Nel gruppo che ha dato informazione completa vanno incluse anche 3 società che hanno legato linearmente il compenso variabile a uno o più valori di bilancio (es. fatturato, Ebitda, utile ante imposte)³⁹. Le società che hanno fornito informazione completa ex post sul variabile di breve termine (MBO) sono quindi 99 (54% del totale).

Una quota significativa (16%) di emittenti ha fornito informazione parziale: 22 società hanno comunicato i risultati in forma grafica o tabellare, o comunque senza rendere ricostruibile la misura puntuale di raggiungimento degli obiettivi⁴⁰. In altri 6 casi il sistema

³⁸ Il numero (185) si ottiene sottraendo al totale del campione (218) le 33 società che hanno attribuito al CEO solo una remunerazione fissa. L'analisi è riferita ai piani MBO. L'informazione sull'applicazione dei piani LTI è più difficile da trovare perché, oltre ai problemi evidenziati nel testo, essi sono parametrati su risultati pluriennali, osservabili solo a fine piano (in genere, una volta ogni 3 anni, se il piano è ad assegnazione unica).

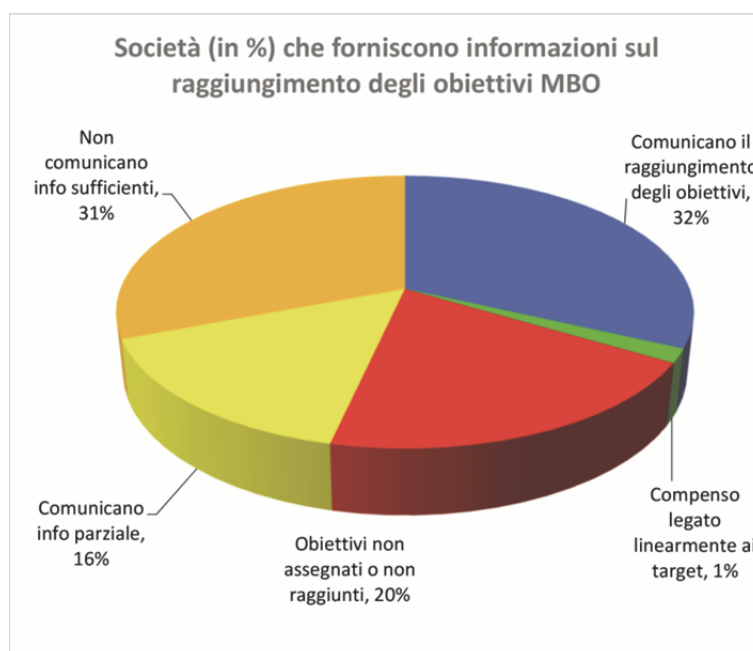
³⁹ Per piani di questo genere non è ricostruibile, a ben vedere, la misura % di raggiungimento degli obiettivi perché un valore *target* non è fissato.

⁴⁰ Ad esempio è stato fornito un grafico da cui è possibile ricavare una misura approssimata del raggiungimento degli obiettivi, oppure è stata fornita una tabella in cui, in rapporto a ciascun obiettivo, si dice se il risultato è sopra o sotto il *target* o se ha raggiunto il *cap*. Altri esempi di informativa parziale sono l'affermazione che è stato raggiunto il *cap*, senza specificare di quanto sia

originariamente previsto è stato sostituito con l'erogazione di un bonus una tantum, sovente senza indicazione dei parametri precisi alla base dell'erogazione. Una società ha attribuito il bonus "in via transattiva" al CEO non riconfermato.

Nei restanti 57 emittenti (31% del totale) non è stato possibile reperire informazioni sufficienti circa il raggiungimento degli obiettivi. Peraltro solo poche (11) società hanno comunicato esplicitamente di voler omettere la comunicazione dei risultati in rapporto agli obiettivi per ragioni di riservatezza.

Figura 26



In sintesi, la *disclosure* riguardante le modalità di applicazione degli obiettivi di performance e del loro grado di raggiungimento è tuttora ampiamente migliorabile.

È molto difficile riportare statistiche affidabili riguardo al grado di raggiungimento medio degli obiettivi: anzitutto, informazione è stata fornita solo dagli emittenti dove sono stati raggiunti gli *entry gates* che consentono l'erogazione dei bonus (quindi risulta tagliata la "coda" sinistra della distribuzione); in secondo luogo, solo una parte degli emittenti dei piani adotta la classica "spezzata" di performance che permette l'erogazione dei bonus tra un *floor* e un *cap* (ciò consente il calcolo in rapporto – sopra o sotto – al *target*); altre società fissano invece uno o più obiettivi "binari" (on/off) il cui raggiungimento "sblocca" una parte del variabile (e quindi il risultato non può mai essere superiore al *target*). In tali condizioni, il valore della performance media rispetto al *target* (104%) va letto con grande cautela, poiché generato da valori eterogenei.

superiore al *target*, o la comunicazione del(la percentuale di) raggiungimento dei singoli obiettivi, senza specificare quale sia il loro peso nel piano.

5.3.2 I compensi erogati

Ci si può limitare a pochi cenni riguardo ai compensi effettivamente erogati. Come noto, il compenso degli amministratori dipende dal ruolo ricoperto all'interno del CdA (AD, Presidente, altri amministratori, esecutivi o non esecutivi) e dalla dimensione dell'emittente.

L'unica classe che registra una dinamica significativa delle remunerazioni è quella degli AD, che registrano un calo sensibile dei compensi monetari (da 1.052 a 946 mila €), collegato a un parallelo calo dei bonus (da 374 a 239 mila €). È la manifestazione tangibile che il 2020 è stato un anno difficile per molti emittenti. Ciò ha portato sovente alla mancata apertura dei *gates* di ingresso o all'erogazione di bonus inferiori, anche se alcune società hanno comunque concesso bonus una tantum o rivisto gli obiettivi verso il basso, in considerazione dell'eccezionalità dello scenario pandemico.

Tutte le altre classi di amministratori (dai presidenti agli "altri" indipendenti⁴¹) hanno ricevuto compensi sostanzialmente immutati. Per quanto riguarda, in particolare, gli indipendenti, i compensi risultano sostanzialmente costanti anche su orizzonti più lunghi. Considerazioni analoghe valgono per i sindaci.

Sarebbe interessante porre a confronto *pay opportunity* e compensi effettivamente corrisposti ai CEO; ciò sarà possibile solo tra un anno. Si può trarre comunque qualche indicazione assumendo, come è ragionevole, che struttura e importi dei piani (ex ante) restino – in media – stabili nel tempo. Sotto tale ipotesi, è possibile confrontare la *pay opportunity* 2021 (intesa come *proxy* del pacchetto 2020) dei 95 CEO per cui è disponibile informazione completa con i compensi loro erogati nel 2020⁴². 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)⁴³.

I compensi 2020 di tali 95 CEO sono stati nettamente al di sotto degli importi attribuiti per il 2021. Ciò vale sia per il compenso fisso (724 mila €, contro 785 mila €

⁴¹ Sono tali gli amministratori indipendenti (ai sensi del Codice CG) che non rivestono cariche (presidente, vice-presidente) all'interno dell'emittente né fanno parte di un eventuale Comitato esecutivo.

⁴² La selezione del campione, verosimilmente, non è casuale (informazione completa è più frequente nelle società grandi e meglio strutturate). Il valore dei pacchetti risultante è, quindi più elevato della media, poiché la dimensione societaria è di gran lunga la principale determinante della remunerazione del management. Va inoltre osservato che la retribuzione del CEO è superiore a quella media degli AD: le due categorie non coincidono perché una quarantina di società identificano AD multipli, normalmente destinatari di retribuzioni inferiori rispetto al CEO. Il compenso fisso medio dei 95 CEO è stato pari a 724 mila € nel 2020, superiore del 35% rispetto a quello medio degli AD (522 mila €).

⁴³ Tale confronto sconta un certo grado di approssimazione perché nei bonus si trovano anche – generalmente pro-quota – i compensi erogati in relazione a eventuali piani LTI monetari (diffusi soprattutto tra le società piccole e le *family firms*). Non è invece possibile confrontare direttamente i compensi *equity-based* erogati (il cui importo è calcolato seguendo convenzioni contabili che impongono la spalmatura del costo sul periodo di *vesting*) con gli importi calcolati ex ante.

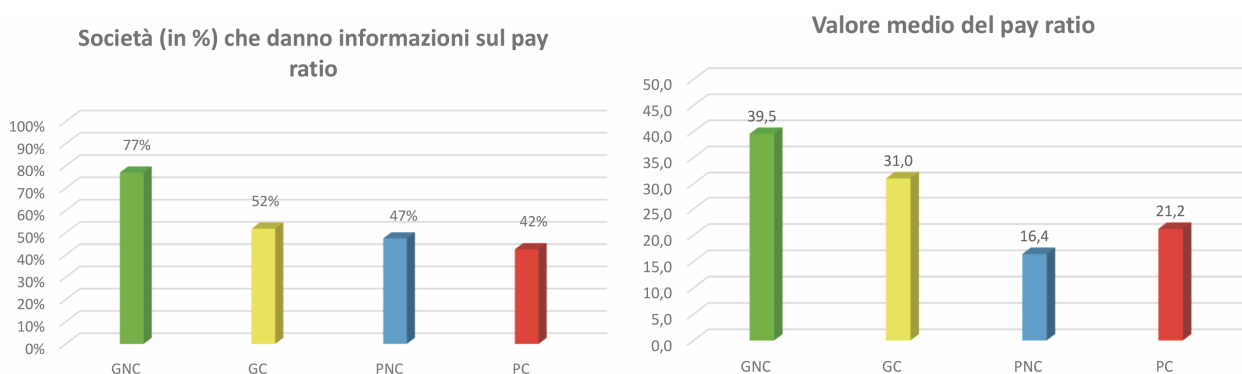
a *target* per il 2021), che per i bonus monetari (386 mila € contro 538 mila € a *target* per il 2021). La minor misura dei compensi fissi è verosimilmente attribuibile alla decurtazione dei compensi che i CEO hanno sovente accettato nel 2020 come contributo alla stabilità della società o al fine di donare il controvalore a favore di iniziative benefiche, soprattutto in ambito sanitario. La sensibile riduzione dei compensi variabili è, con ogni probabilità, riconducibile alle numerose società i cui risultati sono stati sotto il *target* dei piani di incentivazione, quando non sotto il valore soglia (*entry gate*) che ne consentiva l'attivazione.

5.3.3 Variazione delle remunerazioni e pay ratio

Lo Schema 7-*bis* richiede, tra l'altro, 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 sul punto sono state fornite da circa 2/3 degli emittenti (59% nelle piccole concentrate, 81% nelle grandi non concentrate). Valori medi (e mediani) delle variazioni percentuali sono prossimi allo zero; la variabilità tra una società e l'altra è molto forte.

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 circa la metà degli emittenti (49%) ne ha comunicato su base volontaria il valore o comunque ha fornito informazioni sufficienti a calcolarlo. Come al solito, l'informazione più completa è reperibile presso le società maggiori e con struttura azionaria non concentrata (77% nelle grandi non concentrate, 42% nelle piccole concentrate).

Figura 27



La remunerazione del CEO varia molto a seconda della dimensione dell'emittente, del settore e della struttura proprietaria, mentre la remunerazione dei dipendenti è più uniforme; il *pay ratio* varia di conseguenza (in media è 35,8 nelle grandi contro 19,4 nelle piccole; 30,8 nelle finanziarie contro 22,9 nelle non finanziarie; 19,4 nelle familiari⁴⁴ contro 34,5 nelle pubbliche).

⁴⁴ Il *pay ratio* cambia poco a seconda che il CEO sia o no un membro della famiglia di controllo: 18,6 in presenza di un *family CEO*, 20,2 se si tratta di un manager professionale non parte della famiglia.

6. 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". Malgrado la nuova formulazione⁴⁵, l'ottica del Codice resta *shareholder-oriented*. Ciò è coerente con la posizione del legislatore italiano riguardo al ruolo del CdA.

Il nuovo Codice contiene però un'apertura agli interessi degli *stakeholders*, di cui il CdA deve "tenere conto". I confini di tale formulazione non sono precisati, come forse necessario in un'affermazione di carattere generale: spetta ai CdA dei singoli emittenti stabilire, in pratica, che cos'è il "successo sostenibile" per la singola impresa, ed eventualmente precisare se, e in che misura, gli interessi degli *stakeholders* rientrino nella funzione-obiettivo del management.

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

Le informazioni in materia di sostenibilità sono tipicamente reperibili nelle Dichiarazioni di carattere Non Finanziario (DNF), documento introdotto dalla Direttiva 2014/95/UE (recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016)⁴⁶. Le società quotate sono soggette all'obbligo di pubblicazione della DNF, salvo che ricadano in una delle

⁴⁵ Il vecchio Codice di autodisciplina identificava l'obiettivo prioritario della gestione aziendale nella "creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo".

⁴⁶ Secondo l'art. 3 co.1 del decreto, la DNF, nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività d'impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, descrivendo almeno: a) il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa; b) le politiche dell'impresa, i risultati conseguiti e i relativi indicatori fondamentali di carattere non finanziario; c) i principali rischi derivanti dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto.

situazioni di esenzione previste (per dimensione o per appartenenza a un gruppo la cui società madre già pubblica una DNF consolidata)⁴⁷.

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

- a) Forma e struttura della DNF
- b) Analisi di materialità
- c) Esistenza di un piano di sostenibilità e sue caratteristiche
- d) Informazioni in materia di rating ESG.

6.1 Forma e struttura della DNF

Si sono reperite 159 DNF, un numero pari al 73% delle società del campione. Coerentemente coi vincoli di legge, la DNF è disponibile quasi sempre (96%) per le società grandi e con frequenza inferiore (65%) per le piccole⁴⁸. In 147 casi (92% del totale) si tratta di DNF pubblicate su base obbligatoria, i cui contenuti minimi sono regolamentati per legge; i restanti 12 casi corrispondono a documenti pubblicati su base volontaria, anche se talvolta comunque conformi al D.Lgs. 254.

Le DNF assumono, in larga prevalenza (73%), la forma di un documento autonomo. Più rara è la loro inclusione nella Relazione sulla Gestione, di cui costituiscono una sezione (19%) e, ancor più (4%), la predisposizione di una Relazione "integrata", dove le informazioni in materia di sostenibilità sono distribuite lungo tutta la Relazione sulla Gestione. Pochissime (6) società (non tenute alla redazione della DNF) si sono limitate a fornire un c.d. bilancio di sostenibilità, dai contenuti più liberi.

La forma della DNF dipende, anzitutto, dalla dimensione dell'emittente. Il documento autonomo è stato utilizzato con frequenza lievemente maggiore nelle società piccole (75% contro 70% nelle grandi); altrettanto dicasi per la sezione della Relazione sulla Gestione (21% contro 15% nelle grandi); la redazione di una DNF

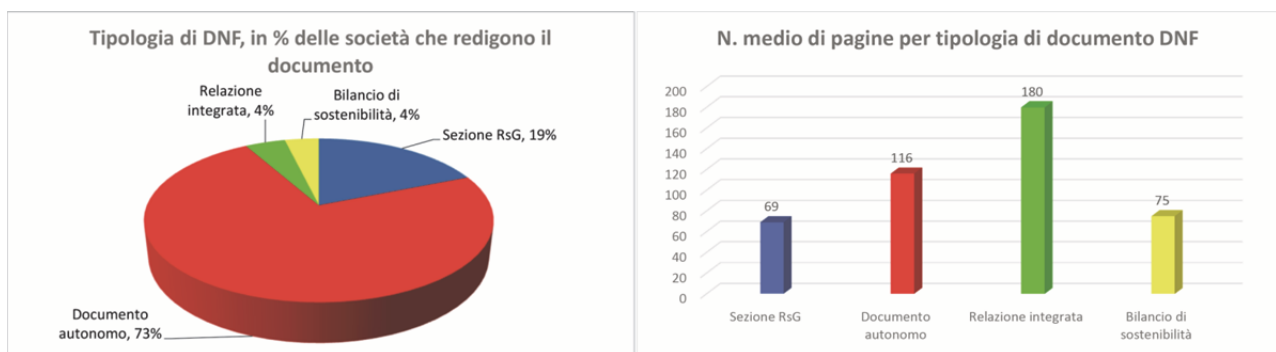
⁴⁷ L'importanza della DNF è destinata a crescere nel prossimo futuro, quando sarà approvata la proposta di Direttiva in materia di comunicazione finanziaria sulla sostenibilità. Tale proposta, presentata dalla Commissione Europea ad aprile 2021, tra l'altro: a) estende la portata degli obblighi di informativa ad altre imprese, comprese tutte le imprese di grandi dimensioni e le imprese quotate (ad eccezione delle microimprese quotate in borsa); b) impone l'obbligo di certificazione delle informazioni sulla sostenibilità; c) specifica in maggior dettaglio le informazioni che le imprese dovrebbero comunicare e impone loro di comunicarle nel rispetto di principi obbligatori dell'UE in materia di informativa sulla sostenibilità; d) prevede che tutte le informazioni siano pubblicate nell'ambito delle relazioni sulla gestione redatte dalle imprese e siano divulgate in un formato digitale leggibile da un dispositivo automatico.

⁴⁸ 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.

integrata, invece, è riscontrabile solo nelle società grandi (13%). Anche la struttura dell'azionariato esercita un'influenza non trascurabile: la DNF integrata è adottata dal 20% delle grandi non concentrate e solo dal 7% delle grandi concentrate.

Il D.Lgs. 254 stabilisce un contenuto minimo delle DNF ("contiene almeno informazioni riguardanti..."); le informazioni (anche di raffronto con gli anni precedenti) devono essere riportate secondo gli standard di rendicontazione adottati dalla società (tipicamente i *GRI standards*). Tali standard lasciano spazio per calibrare le modalità di *disclosure* della singola impresa: anzitutto, solo una parte delle previsioni contenute negli standard costituiscono obblighi; in secondo luogo, l'applicazione degli standard subisce il filtro preventivo dell'identificazione da parte del management di quali temi sono effettivamente rilevanti per la società e per gli *stakeholders* (analisi di materialità).

Figura 28



Le DNF sono documenti molto corposi, la lunghezza media è 118 pagine (+66% rispetto alle Relazioni CG e + 174% rispetto alle RR). La "taglia" della DNF dipende dalla forma scelta: essa è pari a 69 pagine per le sezioni della Relazione sulla Gestione ma quasi raddoppia (116 pagine) per i documenti autonomi e quasi triplica (180) per le Relazioni integrate. I dati medi nascondono una variabilità fortissima tra un emittente e l'altro: le sezioni di Relazione sulla Gestione hanno una lunghezza variabile tra 25 e 141 pagine; le DNF autonome tra 39 e 430 pagine, le Relazioni integrate tra 40 e 400 pagine.

Le DNF sono ricche di illustrazioni, grafici e tabelle che fanno lievitare considerevolmente il numero di pagine. Si tratta di documenti, anzi, talmente "ricchi" da risultare talvolta dispersivi, tanto da far ritenere opportuno un esercizio di maggior sintesi e/o un *executive summary* che ricapitoli le informazioni effettivamente importanti per i lettori.

Ciò suscita una riflessione riguardo agli effettivi destinatari del documento. Il considerando (4) della Direttiva 2014/95/UE afferma che "i bilanci d'esercizio perseguono vari obiettivi e non forniscono esclusivamente informazioni agli investitori nei mercati di capitali". La lunghezza della DNF deriva dal fatto che essa offre informazioni a una moltitudine di *stakeholders*, con interessi assai differenziati.

Le DNF sono oggi sovente costruite secondo un'ottica strettamente di *Corporate Social Responsibility* (CSR): esse sono dirette a mostrare agli *stakeholders* che la società è cosciente degli impatti che essa ha su vari aspetti della comunità in cui è attiva, tra

cui anche quelli relativi ai fattori sociali e ambientali, e che essa opera, di conseguenza, come un “buon cittadino”. È l’impresa che definisce la matrice di materialità dei temi rilevanti e sceglie – muovendosi entro i gradi di libertà concessi dal D.Lgs. 254 – i profili su cui dare maggiore o minore *disclosure*.

Simile a questa, ma non coincidente con essa, è l’ottica adottata dagli investitori “socialmente responsabili”, che selezionano i propri investimenti sulla base di criteri standardizzati relativi a tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG). Tali criteri possono essere elaborati internamente (dagli investitori istituzionali più grandi e/o strutturati) o essere mutuati da quelli predisposti dalle agenzie di rating specializzate in materia ESG. Il punto fondamentale è che i criteri ESG sono elaborati non dagli emittenti ma dagli investitori o da *providers* (le agenzie di rating) che forniscono servizi a questi ultimi.

Nel primo caso (CSR) si ha un modello “stellare” in cui l’impresa è al centro e definisce propri criteri di responsabilità sociale, interagendo con tutti gli *stakeholders* e definendo le proprie priorità; nel secondo (ESG) i criteri sono definiti dagli investitori, seguendo priorità che possono non coincidere (o coincidere solo in parte) con quelle degli altri *stakeholders*. L’ottica CSR lascia libera l’impresa di scegliere i parametri di performance più opportuni, l’ottica ESG propone parametri definiti altrove.

Nella definizione dei contenuti della DNF si pone, in astratto, una scelta tra: a) un modello di *disclosure* fondato su un’impostazione CSR e b) un modello ESG in cui viene data maggiore enfasi ai contenuti richiesti dagli *investitori* socialmente responsabili. La scelta influenza in modo diretto il processo di formazione della DNF (analisi di materialità) e quindi anche i contenuti di tale documento. Gli emittenti sono liberi di scegliere l’ottica più opportuna ma, se intendono attirare l’attenzione degli investitori *ESG-oriented*, dovranno prestare particolare attenzione alle *loro* esigenze informative. Il punto pare meritevole di essere analizzato non solo nell’analisi di materialità ma anche in quella dei *temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine* raccomandata dal Codice.

6.2 Impegni di sostenibilità e matrice di materialità

Gli emittenti definiscono normalmente in via preliminare gli impegni di sostenibilità che essi assumono di fronte agli investitori e agli *stakeholders*. Ciò avviene attraverso il riferimento a uno o più standard o *frameworks* internazionali che definiscono i fattori ESG potenzialmente rilevanti. Non esiste accordo sulla definizione di tali fattori: ciò ha portato a una proliferazione di standard internazionali solo parzialmente sovrapponibili. In un recente Report riferito al settore finanziario, l’EBA (2021) ne conta ben 20, di cui 11 riguardano il complesso dei fattori ESG, 6 i soli fattori ambientali e 3 quelli sociali. In una situazione simile diventa difficile per gli emittenti orientarsi e scegliere il quadro di riferimento per la DNF e, in particolare, per l’analisi di materialità.

Le società quotate fanno riferimento, prevalentemente (63% dei casi), ai c.d. *Sustainable Development Goals* (SDG) definiti nel 2015 dalle Nazioni Unite. Tale riferimento è molto comune tra le società più grandi e strutturate (società grandi

89%; finanziarie 86%; società pubbliche 88%; *widely held*: 95%), lo è meno tra le società piccole (50%), non finanziarie (58%) e familiari (54%). Il numero di SDG richiamati è piuttosto elevato (9,5 su 18, in media), senza grandi differenze per settore, dimensione o assetto proprietario. La variabilità tra una società e l'altra è però molto forte (da un minimo di 4 fino a un massimo di 17 SDG citati, in una società del settore *oil*).

L'analisi di materialità individua i temi ritenuti di maggiore o minore rilevanza dall'emittente e dagli *stakeholders* e li sintetizza in forma di matrice. Si tratta di un passaggio che riveste un'importanza fondamentale, poiché dagli esiti dell'analisi dipendono – di fatto – i contenuti della DNF. La *disclosure* della matrice di materialità, nonché di informazioni riguardo alla metodologia della sua costruzione, è cruciale per comprendere l'ottica in cui la DNF è stata elaborata, e anche la sua affidabilità. Informazioni sulle tematiche ritenute “materiali” dall'impresa e dai suoi *stakeholders* sono fornite sostanzialmente sempre. La matrice vera e propria è riportata nelle DNF con frequenza elevata (86%)⁴⁹.

Gli emittenti riportano sovente informazioni sulle modalità di coinvolgimento degli *stakeholders* nell'analisi di materialità. Esse sono riconducibili a due tipologie: a) svolgimento di una *survey* (cartacea oppure *on line*) presso selezionati rappresentanti delle principali categorie di *stakeholders*, e/o b) effettuazione di veri e propri *workshop* con tali soggetti. La prima modalità è nettamente più frequente (66% dei casi, contro 32% per la seconda).

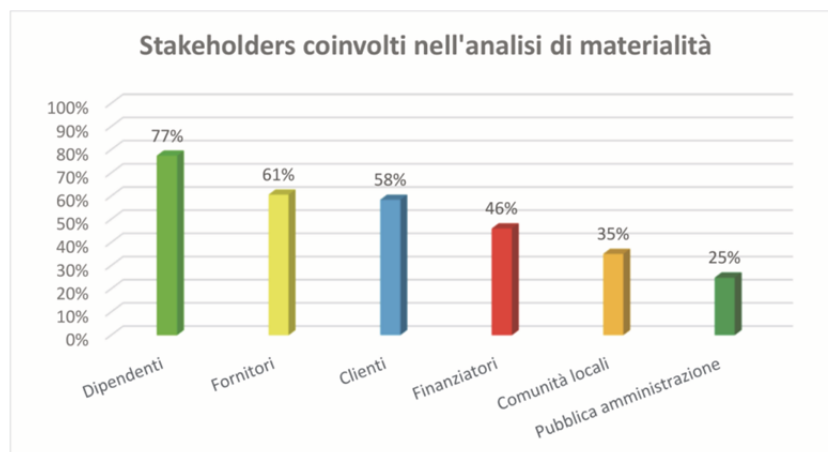
Alcune società ben strutturate hanno allestito un processo formalizzato svolto con cadenza regolare anche se è raramente (18% dei casi; ma tra le società pubbliche è il 36%) comunicata la frequenza – ogni anno? Ogni due anni? Solo in caso di significative novità? – con cui gli *stakeholders* sono coinvolti nel processo. Dove è comunicata, la cadenza è frequente (1,3 anni in media).

Accanto a tali situazioni di *best practice* si osservano però processi “artigianali”, in cui le opinioni degli *stakeholders* non sono raccolte direttamente ma sono individuate da “esperti” esterni (società di consulenza, università, ecc...) o addirittura dallo stesso management, che quindi forma la matrice sulla base: a) di ciò che lui ritiene importante e b) di ciò che *lui stesso* pensa che i vari *stakeholders* ritengano importante. I rischi di autoreferenzialità in un simile processo sono evidenti: è dunque bene che i CdA da un lato, e gli *stakeholders* (o gli investitori sensibili ai temi ESG) dall'altro, prestino grande attenzione alla struttura dell'analisi di materialità e alla *disclosure* in materia.

Le principali categorie di *stakeholders* coinvolte nel processo sono, nell'ordine: dipendenti (77% dei casi), fornitori (61%), clienti (58%), finanziatori (46%), comunità locali (35%) e pubblica amministrazione (25%). Tra le società grandi non concentrate è più frequente il coinvolgimento di finanziatori (58%), comunità locali (42%) e pubblica amministrazione (33%). Le variazioni tra un sottocampione e l'altro non sono particolarmente pronunciate.

⁴⁹ Il dato è in crescita rispetto agli anni passati (Consob 2020b, p. 27).

Figura 29



La frequenza relativamente bassa con cui sono coinvolti i finanziatori (per di più definiti qui in modo ampio, includendo cioè non solo gli investitori istituzionali ma anche le banche) mostra che la divergenza tra approccio CSR e approccio ESG è una questione reale e che gli emittenti, tra le due vie, hanno privilegiato nettamente la prima. Inoltre, la tipologia di soggetti coinvolti (le prime tre categorie sono dipendenti, clienti e fornitori) pare indicativa di un interesse concentrato soprattutto su temi *social* (più che ambientali o di governance).

6.3 Piano di sostenibilità

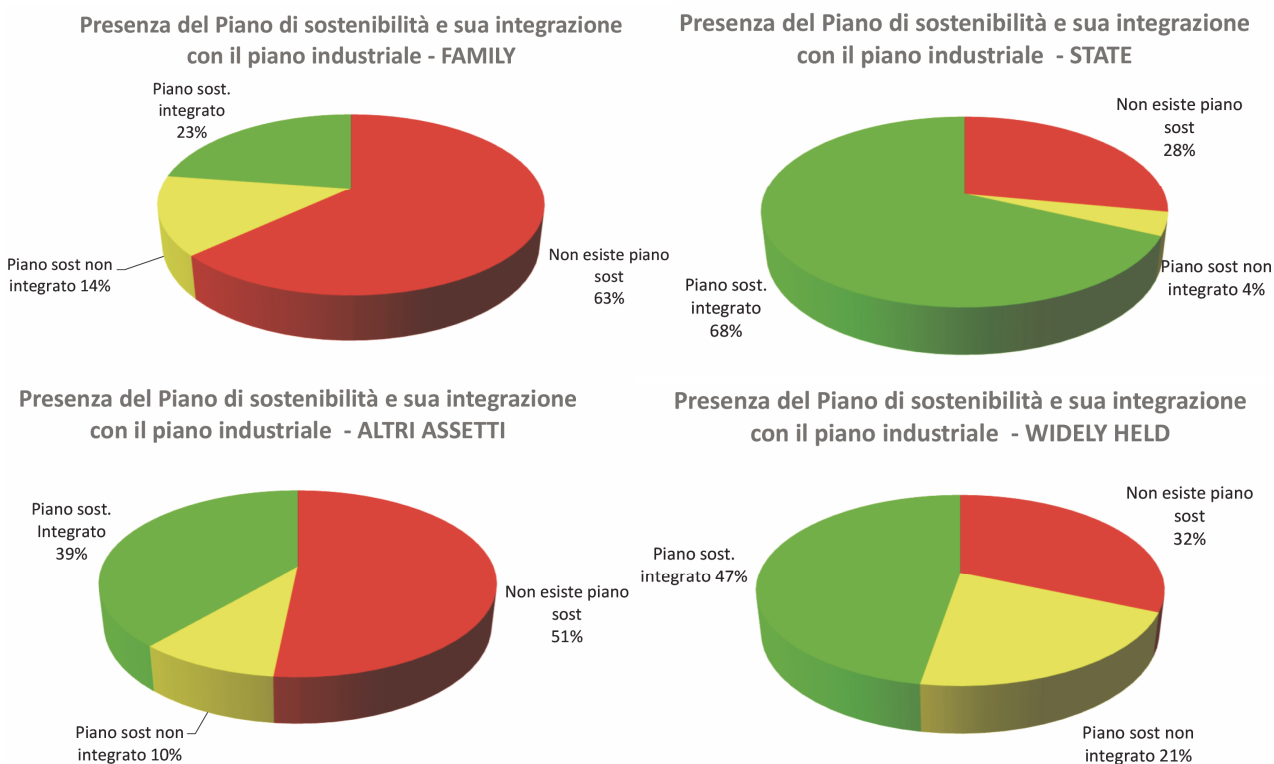
L'impresa può offrire diversi gradi di *commitment* al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Al livello più basso gli obiettivi possono rimanere a livello di principi ("la società presta attenzione a..."). A un livello intermedio si osserva la definizione di progetti specifici (ad es. in materia di riduzione delle emissioni, pari opportunità, antinfortunistica, ecc...), in cui gli obiettivi sono attribuiti a specifici *owner* di progetto e viene definito un cronoprogramma con *milestones* e scadenze. Il passo successivo è l'elaborazione di un vero e proprio piano di sostenibilità. In questi casi, al raggiungimento degli obiettivi sono legate significative componenti di remunerazione variabile del management. Ciò non significa che vengano necessariamente fissati bonus specifici: frequentemente, il rispetto degli obiettivi di sostenibilità prende la forma di un *entry gate*, che attiva il piano di incentivazione vero e proprio (legato a obiettivi economico-finanziari e/o azionari), oppure di un moltiplicatore del variabile legato agli obiettivi economici.

L'ultimo passo è l'integrazione del piano di sostenibilità con il piano industriale vero e proprio: in tal caso gli obiettivi di sostenibilità diventano obiettivi "di business" a tutti gli effetti, sono soggetti a tutti i controlli (ad es. di compatibilità tra i vari obiettivi) intrinseci nel processo di budget e, in genere, il peso degli obiettivi di sostenibilità all'interno del pacchetto di remunerazione aumenta.

Poco meno di metà degli emittenti (48%) fornisce informazioni sufficienti a ricavare l'esistenza di un vero e proprio piano di sostenibilità. Come prevedibile, la frequenza aumenta in modo molto netto tra le società più grandi e/o strutturate. Un piano di

sostenibilità è stato adottato dall'85% delle FTSE Mib, dal 56% delle Mid Cap e solo dal 25% delle altre società. La frequenza tra società pubbliche (72%) e *widely held* (68%) è quasi doppia rispetto alle *family firms* (37%).

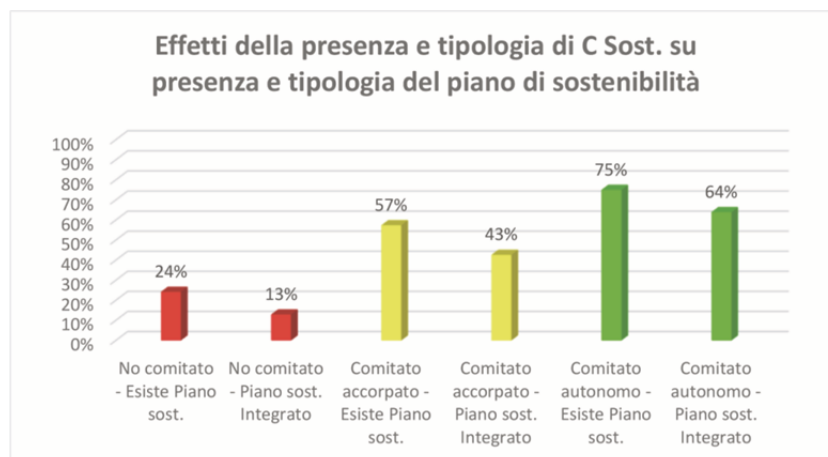
Figura 30



Dove esiste un piano di sostenibilità esso è frequentemente (74%) integrato nel piano industriale. Anche qui, si riscontrano forti variazioni in relazione alla struttura dell'azionariato: il piano di sostenibilità è integrato nel piano industriale nel 68% delle società pubbliche (contro il 47% delle *widely held* e il 39% delle familiari). In rapporto al totale degli emittenti che pubblicano la DNF, la presenza di un piano integrato è riscontrabile nel 68% delle società pubbliche, nel 47% delle *widely held*, e solo nel 23% delle familiari.

La costituzione di un comitato sostenibilità (autonomo o accorpato) crea uno stimolo molto forte alla strutturazione dell'intero ambito sostenibilità negli emittenti. Ad esempio, la probabilità che sia elaborato un piano di sostenibilità aumenta dal 24% (in assenza di comitato) al 57% dove è presente un comitato accorpato ad altri (e al 75% dove il comitato è autonomo); analogamente, la probabilità che sia elaborato un piano di sostenibilità integrato nel piano industriale aumenta dal 13% al 43% dove è presente un comitato accorpato (e al 64% dove esiste un comitato autonomo).

Figura 31

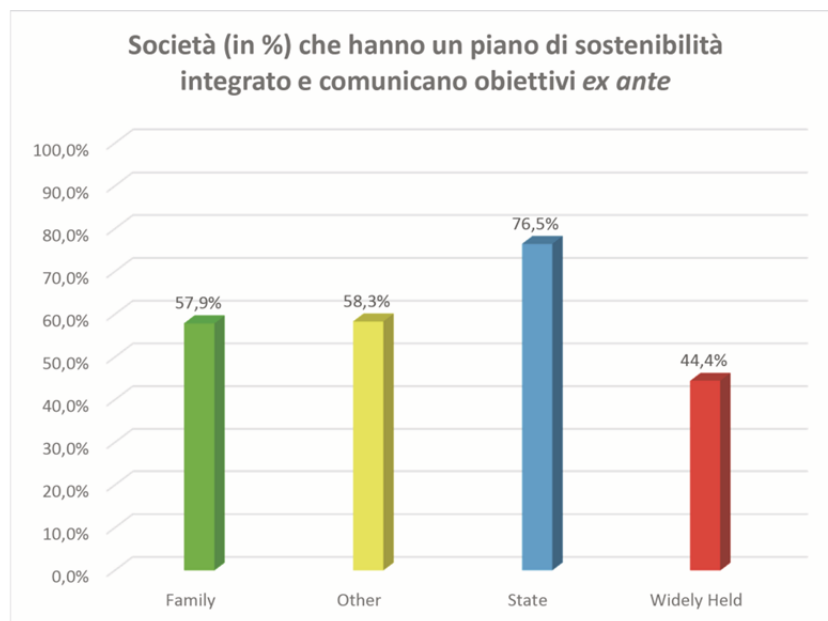


L'assunzione di impegni verso gli *stakeholders* si traduce quasi sempre nella definizione formale di indicatori (*Key Performance Indicators* o KPI) che permettono di misurare ex post il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. L'art. 3, co.1 lett. b) del D.Lgs. 254 impone, di fatto la *disclosure* a consuntivo dei valori assunti da tali 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" (di fatto i GRI). Buona è la *disclosure* fornita a tale proposito: la maggioranza delle società (63%) ha fornito dati di raffronto relativi ad almeno un triennio, rendendo così semplice per i lettori della DNF l'individuazione dei trend nel tempo⁵⁰.

Non è prevista dalla normativa la *disclosure* ex ante dei KPI di sostenibilità che la società si è data relativamente a un determinato orizzonte futuro. Informazione in merito è stata comunque fornita, su base volontaria, dal 24% delle società. Il fattore decisivo, a tale proposito, è costituito dall'aver elaborato un piano di sostenibilità integrato col piano industriale: i KPI di sostenibilità sono stati comunicati in oltre metà (61%) dei casi dove è presente un piano integrato; dove non c'è un piano di sostenibilità (o dove il piano non è integrato), i KPI non sono (quasi) mai comunicati ex ante. Tra gli emittenti che hanno un piano integrato spiccano le società pubbliche, che hanno comunicato i KPI ex ante nel 76% dei casi.

⁵⁰ Il 35% degli emittenti ha fornito dati di raffronto per il solo esercizio precedente, anche se talvolta in modo molto sintetico (ad es. senza tabelle di confronto, ma solo con l'indicazione in modo discorsivo – e solo per selezionati indicatori – del tasso di variazione rispetto all'anno precedente). Un emittente non ha fornito dati di raffronto (nella prima DNF pubblicata).

Figura 32



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

6.4 I rating ESG

Non è semplice per gli emittenti orientarsi nel mondo dei rating ESG, per varie ragioni. Anzitutto, anche le società di rating possono fare riferimento all'uno o all'altro *framework* internazionale per la definizione dei fattori ESG: cambiando il *framework*, cambia la metodologia di rating e può cambiare, di conseguenza, anche il giudizio sul singolo emittente. In secondo luogo, al contrario di quanto accade per i rating di credito, il mercato dei rating ESG è piuttosto frammentato: vi coesistono numerosi operatori che adottano metodologie di analisi differenziate che portano a giudizi tutt'altro che perfettamente allineati⁵¹. Infine, alcuni operatori forniscono servizi simili al rating, ma che rating non sono, contribuendo ad alimentare la confusione.

In prima approssimazione, si possono identificare tre diversi tipi di servizi:

- a) rating ESG veri e propri, che consistono nella definizione di attributi⁵² rilevanti per i tre profili E, S e G, nella loro misurazione attraverso specifici indicatori (sovente

⁵¹ I rating ESG attribuiti agli emittenti possono divergere in maniera significativa tra un *provider* e l'altro. Berg *et al.* (2019) stimano la correlazione tra i rating attribuiti dai principali *providers* pari a 0,61 (varia tra 0,43 e 0,71), mentre quella tra i rating di credito è 0,99. Il punto è ripreso più avanti.

⁵² Ad es. emissioni di CO₂, sfruttamento del lavoro minorile, *gender equality*, qualità del CdA, incentivazione del management, ecc.

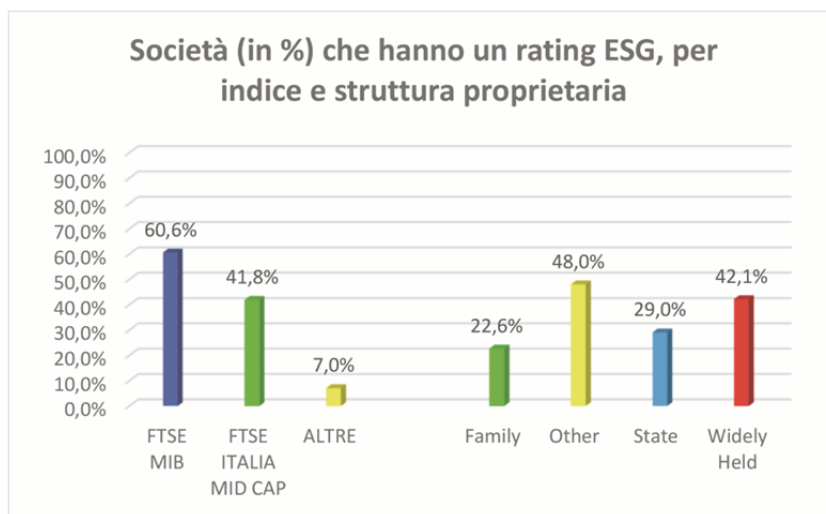
- quantitativi) e nell’emissione di un giudizio o voto (rating) lungo una scala ordinale; esistono peraltro anche rating connessi a uno solo dei tre profili o a singoli attributi (ad es. in tema di ambiente o di *gender equality*);
- b) costruzione di “indici” contenenti società caratterizzate da valutazioni positive riguardo ai tre profili, oppure anche a uno solo di essi; l’appartenenza all’indice costruito dal *provider* segnala agli investitori *ESG-oriented* un campione di società “buone”, che risultano – di conseguenza – investibili; in tali casi non è necessariamente attribuito un rating vero e proprio, ma un giudizio grezzo (positivo) è, di fatto, implicito nell’inclusione della società nell’indice;
 - c) servizi di *benchmarking*, che segnalano alla società che li richiede il posizionamento relativo rispetto un campione di *peers*; talvolta sono offerti addirittura servizi di autovalutazione, in cui è la società stessa a ricostruire il proprio “rating potenziale” attraverso la compilazione di questionari guidati.

Considerata la novità delle tematiche e la scarsa maturità del mercato, non sorprende che il D.Lgs. 254 non obblighi gli emittenti a riportare informazioni in materia di rating. Informazione in materia è tuttavia fornita abbastanza spesso, su base volontaria. La confusione, già osservata, in materia di *framework* di analisi rende peraltro difficile agli emittenti comunicare – e agli investitori comprendere – quanto fatto in tale ambito. Non tutti gli emittenti distinguono chiaramente tra rating e servizi di altro genere, che sono presentati come elementi positivi, e distintivi rispetto alle società che ne sono sprovviste. Anche all’interno della categoria rating, si tende spesso a porre i *providers* tutti sullo stesso piano, anche se è noto che alcuni (i c.d. *big 5*) stanno cominciando a emergere per quote di mercato e grado di copertura degli emittenti⁵³. Le società tendono, anche in tale ambito, a privilegiare l’approccio CSR, e a voler mostrare soprattutto di essere “buoni cittadini”, salvo eccezioni riscontrabili presso le società più grandi e strutturate, dove le tematiche di interesse degli investitori istituzionali trovano maggior spazio nelle DNF.

Si sono analizzate le DNF per identificare che tipo di informazione viene fornita dagli emittenti in materia di rating e servizi simili. Informazioni in materia di rating ESG sono riportate da 48 emittenti (30% del totale). Dove la comunicazione manca, è ragionevole ipotizzare che nessun rating sia stato attribuito alla società. La frequenza del rating dipende dalla dimensione della società (61% tra le FTSE Mib, 42% tra le Mid Cap, solo 7% tra le altre) e dall’identità dell’azionista di riferimento (48% tra le pubbliche, 42% tra le *widely held*, 23% tra le familiari).

⁵³ 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.

Figura 33



Le 48 società dotate di rating ESG sovente riportano giudizi di più agenzie (la media è 2,7). Il loro numero varia soprattutto in rapporto alla dimensione dell'emittente: le società FTSE Mib, seguite da più *providers*, riportano in media 3,7 rating ESG (contro 2,1 nelle Mid Cap e 1 nelle altre società). A livello di singolo emittente, il numero di giudizi citati varia tra 1 e 9. Due società appartenenti al settore delle *public utilities* riportano rating da parte di tutti i *big 5*.

Non è sempre facile comparare i giudizi emessi dalle società di rating sugli emittenti in base alle informazioni riportate nelle DNF: come accennato, prevale la tendenza a presentare come comunque “buoni” i rating acquisiti, anche se è chiaro che non tutti sono ugualmente buoni. Addirittura per alcuni *providers* (es. Vigeo Eiris, Sustainalytics), i giudizi sono riportati lungo scale differenti: qualche emittente riporta il punteggio numerico (da 1 a 100) ottenuto, altri solo l'inclusione in una macro-classe (es. *low-*, *medium* o *high-risk*, oppure *gold*, *silver* o *bronze*) corrispondente a fasce di punteggio.

Le informazioni più uniformi sono state riportate dai 17 emittenti che hanno citato i rating emessi da MSCI, espressi in lettere secondo un sistema di punteggi analogo a quello dei rating di credito (da AAA a CCC)⁵⁴. 14 emittenti hanno un punteggio uguale o superiore ad A⁵⁵, corrispondente a “voti” da sufficiente a ottimo (due

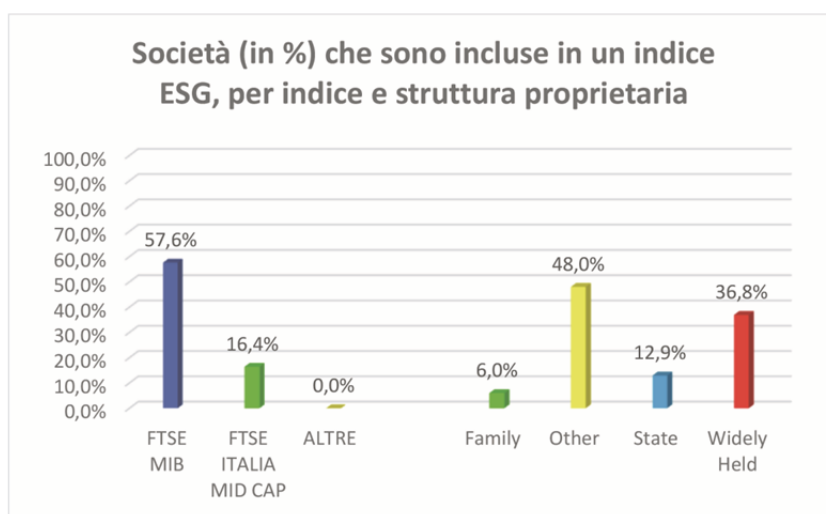
⁵⁴ L'ottica è molto diversa rispetto ai rating di credito, che costituiscono *valutazioni assolute*, che devono trovare correlazione con la probabilità di *default* dell'emittente. Al contrario, i rating ESG sono costruiti come *valutazioni relative* (MSCI (2020) precisa che i rating ESG sintetici sono *industry-adjusted*, ossia “*explicitly intended to be relative to the standards and performance of a company's industry peers*”). È quindi possibile, in astratto, che un'impresa appartenente a un settore inquinante ma che opera secondo i migliori standard di settore abbia un rating più elevato di un'altra che presta scarsa attenzione ai temi ambientali ma che appartiene a un settore meno problematico.

⁵⁵ Secondo MSCI (2020), i rating corrispondono a fasce di punteggi numerici tra 0 e 10. Ai rating pari ad A o superiori corrisponde un punteggio numerico da 5,714 a 10, mentre a quelli da BBB in giù corrispondono punteggi da 0 a 5,714.

emittenti hanno rating AAA), mentre 3 hanno conseguito rating (BBB o BB) cui corrispondono punteggi non pienamente sufficienti⁵⁶.

Più rara è la comunicazione che l'emittente è stato incluso in uno o più indici di società "investibili" da parte di soggetti *ESG-oriented*: essa è riscontrabile presso 28 società (18% del totale). Anche qui il fattore dimensione è estremamente importante (58% tra le FTSE Mib, 16% tra le Mid Cap, nessuna delle altre è stata inclusa in indici) e dall'identità dell'azionista di riferimento (48% tra le pubbliche, 37% tra le *widely held*, solo 6% tra le familiari).

Figura 34



Le 28 società che offrono *disclosure* sul punto riportano sovente l'inclusione in più indici (la media è 3,5). Il numero varia soprattutto in rapporto alla dimensione dell'emittente: le società FTSE Mib, seguite da più *providers*, riportano in media di essere state incluse in 4,2 indici ESG (contro 2 nelle Mid Cap e 0 nelle altre società). A livello di singolo emittente, il numero di indici citati varia tra 1 e 11.

In sintesi, l'analisi delle informazioni fornite in materia di rating mostra un quadro molto frammentato. Le DNF riportano informazioni sul punto ma queste sono scarsamente comparabili tra una società e l'altra e talvolta tendono a confondere i rating veri e propri con altre attività eterogenee. Il tema pare meritare una riflessione approfondita da parte degli emittenti, soprattutto quelli interessati ad attirare gli investitori specificamente interessati ai temi ESG.

⁵⁶ Merita un cenno il fatto che il rating di credito BBB, secondo Standard & Poor's e Fitch, è un rating *investment grade*, che può quindi essere ritenuto "sufficiente". Al contrario, secondo MSCI, BBB corrisponde a un punteggio *industry-adjusted* non sufficiente (tra 4,286 e 5,714) in ambito ESG.

7. Conclusioni

Questo Rapporto analizza la corporate governance delle società italiane quotate. L'ambito di indagine comprende l'applicazione di varie normative (politica delle remunerazioni, regolamento OPC, normativa in tema di Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), ecc.) e del Codice di Corporate Governance. L'attenzione si focalizza soprattutto su temi oggetto di significative novità, per cui vengono prodotte statistiche che possono risultare di interesse per emittenti, investitori, consulenti e *policy-makers*.

I temi oggetto di questo primo Rapporto sono: composizione e funzionamento del CdA, indipendenza degli amministratori (e sindaci), Comitati consiliari (con particolare attenzione ai Comitati Nomine, Sostenibilità e OPC), politica in materia di remunerazioni, *disclosure* in materia di sostenibilità.

Le principali conclusioni possono essere sintetizzate come segue:

- a) La *compliance* con il Codice di Corporate Governance e, più in generale, la qualità della corporate governance è molto differenziata tra una società e l'altra: in linea generale (e non senza eccezioni) essa è buona, con punte di eccellenza, tra le società grandi, soprattutto se *widely held* o pubbliche, mentre è più formale nelle società piccole, specialmente se concentrate e/o a controllo familiare. L'identità dell'azionista di riferimento ha un'influenza pervasiva sulle scelte di governance.
- b) Il Codice CG ha adottato un approccio innovativo, consentendo agli emittenti di applicare parametri e prassi differenziate a seconda della dimensione societaria e dell'azionariato. Considerata la varietà delle strutture proprietarie delle società italiane quotate, tale logica è ampiamente condivisibile. Peraltro, alcune raccomandazioni paiono essersi limitate a fotografare la prassi esistente, mentre altre hanno effettivamente dato indicazioni di *best practice*. In alcuni casi (ad es. in materia di composizione del CdA) si è posta l'asticella a un livello oggettivamente basso, ottenendo un allineamento alle raccomandazioni pressoché totale. È possibile fare scelte più coraggiose senza creare problemi insormontabili agli emittenti.
- c) La qualità dell'informativa è assai differenziata: varie relazioni soffrono di un eccesso di *disclosure* su minuzie e/o di una scarsa sintesi su taluni aspetti fondamentali, spesso indotte a ciò da una regolamentazione che interviene anche su questioni di dettaglio; si riscontrano però anche casi di vera *best practice*, in cui le informazioni essenziali (e talvolta un utile *executive summary*) sono fornite in un numero contenuto di pagine. Un miglioramento della qualità media (più che della quantità) dell'informazione pare ampiamente possibile.
- d) Il Codice ha allentato i parametri per valutare l'indipendenza degli amministratori, con particolare riguardo al Presidente. Di conseguenza, il numero di indipendenti "a rischio" perché non allineati alle raccomandazioni del codice si è ridotto del 30% (da 88 a 62). Il calo è interamente legato al cambio di *benchmark*: assunzioni di cariche e, entro certi limiti, compensi elevati sono ora compatibili col Codice. Già oggi 17 società hanno un presidente indipendente e altre potrebbero aggiungersi in

futuro. I presidenti sono però talvolta destinatari di compensi elevati (fino a 600mila €). Le società dovrebbero valutare tali situazioni con grande prudenza e senza formalismi, per evitare boomerang reputazionali.

- e) Il Codice ha fatto anche scelte coraggiose, in particolare, riguardo al Comitato Nomine, il cui ruolo è stato potenziato in modo sostanziale. L'osservazione della prassi mostra una situazione in evoluzione, in alcuni casi (ad es. in materia di cooptazione degli amministratori) ancora non allineata al modello di *best practice*. L'informazione sui Comitati diversi da quelli tradizionali (nomine, remunerazioni, controllo e rischi) non è sempre soddisfacente, anche perché tali comitati (Sostenibilità e OPC) sono spesso accorpatis con il CCR: oggi è frequente la *disclosure* dei compiti loro affidati ma non del loro funzionamento effettivo (e del tempo effettivamente dedicato ai vari compiti).
- f) Il recepimento della Direttiva *SHRDII* ha prodotto un forte miglioramento della trasparenza in materia di politica delle remunerazioni. Oggi è spesso possibile ricostruire non solo la struttura e gli importi del pacchetto offerto al CEO, ma anche la loro variabilità in relazione al raggiungimento degli obiettivi. Si tratta di un dato importante per gli investitori chiamati a un voto vincolante sulla *policy*. La strada da fare è però ancora molta: dati numerici “completi” sulla dinamica del pacchetto (*i.e.* almeno a *target* e a *cap*) sono forniti da circa il 60% degli emittenti; un *executive summary* tabellare, qui essenziale, è diffuso tra le società grandi, ma è ancora una rarità tra le piccole. Il pacchetto medio del CEO prevede un compenso fisso pari a 785 mila €; ad esso si aggiungono un variabile di breve (MBO) e di lungo periodo (LTI) che valgono – a *target* – rispettivamente 538 e 624 mila €: la remunerazione totale media a *target* è quindi pari a poco meno di 2 milioni di €. La composizione del pacchetto a *target* è quindi 49% fisso e 51% variabile (di cui 26% per MBO e 25% per LTI). Importi e *pay mix* cambiano secondo la dimensione aziendale e la struttura dell'azionariato: le società piccole prevedono a *target* un variabile inferiore al 50% del pacchetto, prevalentemente legato al breve termine (MBO). Al contrario le società grandi (soprattutto quelle non concentrate), attribuiscono pacchetti in cui il variabile e, al suo interno, la componente a lungo termine (LTI) hanno peso preponderante.
- g) L'informazione in materia di “successo sostenibile” si trova principalmente nelle DNF. Si tratta di documenti “ricchi” (circa 120 pagine in media), tanto da risultare talvolta dispersivi: un esercizio di maggior sintesi e/o un *executive summary* sarebbero utili. Le DNF seguono, in prevalenza, un approccio di “responsabilità sociale”, cercano cioè di offrire un po' a tutti gli *stakeholders* alcune informazioni per essi rilevanti. Peraltro, l'analisi di “materialità” dei temi di sostenibilità è elaborata dalle società con un coinvolgimento forte di dipendenti (77%), clienti e fornitori (intorno al 60%) ma con un limitato (<50%) coinvolgimento degli investitori. Ciò pare coerente con un'attenzione dedicata soprattutto a temi *social* (più che ambientali o di governance). Pare opportuno che gli emittenti (non tutti) interessati ad attrarre gli investitori istituzionali *ESG-oriented* valutino se tale approccio è tuttora adeguato. Due paiono i punti di maggior rilievo: l'assegnazione di una chiara

priorità ai temi cui sono interessati tali investitori e l'aumento della *disclosure* sugli obiettivi futuri, meglio se raccolti in un piano organico integrato con il piano strategico, che permetta di valutarne ex post il progressivo raggiungimento. Oggi meno di metà degli emittenti (48%) comunica l'esistenza di un vero e proprio piano di sostenibilità; dove esiste un piano, esso è frequentemente (74%) integrato nel piano industriale; dove è presente un piano integrato, i KPI di sostenibilità sono stati comunicati ex ante in oltre metà (61%) dei casi; negli altri casi, i KPI non sono quasi mai comunicati ex ante.

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.
- Berg, F., Koelbel, J.F. e R. Rigobon (2019) Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School Working Paper 5822-19.
- Consob (2020a) Report on corporate governance of Italian listed companies.
- Consob (2020b) Report on non-financial reporting of Italian listed companies.
- Del Giudice, A. (2019) La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, Giappichelli, Torino.
- EBA (2021) EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms (EBA/REP/2021/18).
- MSCI (2020) MSCI ESG Ratings Methodology, Executive Summary, MSCI ESG Research, November 2020.

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 di legge; 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: 30/12/2020)*

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 al settore bancario, assicurativo o dei servizi finanziari (secondo la classificazione di Borsa Italiana)

Società non finanziarie: società appartenenti a settori diversi da quelli finanziari

Società grandi: società la cui capitalizzazione è stata superiore a 1 miliardo di euro nell'ultimo giorno di mercato aperto del 2018, 2019 e 2020

Società piccole: società diverse da quelle grandi

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

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

Società non concentrate: società diverse da quelle concentrate

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

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

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

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

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



Edizione curata da EDUCatt

Ente per il Diritto allo Studio Universitario dell'Università Cattolica

Largo Gemelli 1, 20123 Milano - tel. 02.7234.22.35 - fax 02.80.53.215

e-mail: editoriale.dsu@educatt.it (produzione); librario.dsu@educatt.it (distribuzione)

web: www.educatt.it/libri

ISBN edizione cartacea: 978-88-9335-890-3

ISBN edizione digitale: 978-88-9335-891-0