

Comitato per la Corporate Governance

RELAZIONE ANNUALE 2016

4° RAPPORTO SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

1 Dicembre 2016

INDICE

I. RELAZIONE ANNUALE 2016

1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance
2. Evoluzione dell'autodisciplina europea e internazionale
3. Evoluzione della regolamentazione nazionale ed europea in materia di *governance*

II. RAPPORTO SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

1. Parte generale: la *corporate governance* delle società quotate alla luce del Codice di autodisciplina

- 1.1. L'adesione al Codice di autodisciplina
- 1.2. La composizione del consiglio di amministrazione
- 1.3. Gli amministratori indipendenti
- 1.4. Competenza e professionalità degli amministratori
- 1.5. I comitati consiliari
- 1.6. Le riunioni consiliari e la partecipazione dei consiglieri
- 1.7. Le riunioni dei soli amministratori indipendenti
- 1.8. La circolazione dell'informativa pre-consiliare
- 1.9. La partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio
- 1.10. La *board evaluation*
- 1.11. I piani di successione

2. Parte speciale: la politica sulla remunerazione

- 2.1. Remunerazione fissa e variabile
- 2.2. I parametri di riferimento della componente variabile
- 2.3. Il limite massimo al compenso variabile
- 2.4. Le clausole di *claw-back*
- 2.5. La politica sulle indennità di fine carica

III. INIZIATIVE DEL COMITATO PER UNA MIGLIORE ADESIONE AL CODICE DI AUTODISCIPLINA

1. Valutazione degli effetti delle raccomandazioni 2015
2. Le raccomandazioni 2016

I. RELAZIONE ANNUALE 2016

Il 2016 ha segnato l'inizio del sesto anno di attività del Comitato per la Corporate Governance (in seguito anche solo "Comitato"), ricostituito nel 2011 dagli storici promotori del Codice di autodisciplina (Borsa Italiana, Abi, Ania, Assogestioni, Assonime e Confindustria), con la finalità di garantire un processo continuo e strutturato all'attività di produzione e monitoraggio dei principi di comportamento applicabili alle società italiane con azioni quotate.

Nella sua attuale configurazione, il Comitato è privo sia di soggettività giuridica che di autonomia patrimoniale ed economica. Alcune sintetiche regole organizzative garantiscono la continuità e regolarità della sua attività. Tali regole (pubblicate integralmente sul [sito web](#) del Comitato) sono state concordate tra i soggetti promotori e condivise dal Comitato stesso nel corso della sua prima riunione, tenutasi il 14 giugno 2011. Esse riguardano la composizione del Comitato, il suo scopo, le modalità di convocazione, i *quorum* deliberativi e la procedura per la predisposizione delle proposte da sottoporre al Comitato stesso.

1. Le attività del Comitato per la Corporate Governance

Dalla riunione del 9 dicembre 2013, il Comitato ha deciso di approvare, insieme alla relazione annuale sulle proprie attività anche un Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Rapporto" e "Codice"). Sin dalla sua prima edizione nel 2013, il Rapporto si compone di una prima parte, dedicata a una generale panoramica sull'applicazione del Codice e sullo stato della *corporate governance* delle società quotate italiane, e di una seconda parte, costituita da un approfondimento monografico, dedicata nella [Relazione 2013](#), all'istituto dell'autovalutazione dell'organo amministrativo (c.d. *board evaluation*), nella [Relazione 2014](#) alla qualità del *comply or explain* e nella [Relazione 2015](#) all'effettività del consiglio di amministrazione. Il Rapporto di quest'anno dedica la sua parte monografica alla qualità delle politiche di remunerazione (v. *infra*).

Nel corso della riunione di [luglio 2016](#), il Comitato, in coerenza con la decisione di aggiornare il Codice con frequenza non superiore a quella biennale¹, ha deciso di non programmare, al momento, una sua revisione, ritenendo prevalente l'interesse degli emittenti alla certezza e alla chiarezza del quadro autoregolamentare vigente. La scelta è stata accompagnata dalla decisione di rafforzare l'attività di monitoraggio che il Comitato svolge

¹ Dal 2015 il *principio guida* VII del Codice prevede espressamente che l'aggiornamento del Codice sarà effettuato dal Comitato con cadenza almeno biennale, salvo casi particolare urgenza. La versione del Codice con evidenza delle ultime revisioni apportate a luglio 2015 è disponibile sul sito *web* del Comitato.

sulla corretta applicazione del Codice di autodisciplina, già attuata per altro a fine 2015 con l'invio di una lettera formale a tutte le società quotate italiane, nella quale si dava evidenza delle maggiori criticità evidenziate nell'ultimo Rapporto (ed. 2015)², invitando gli emittenti a una loro attenta valutazione.

Nel corso della riunione di luglio, il Comitato ha inoltre valutato alcuni temi di possibile interesse per le future attività del Comitato.

Nell'ambito dei possibili aggiornamenti del Codice, il Comitato ha valutato l'eventualità di introdurre o rafforzare le raccomandazioni su alcuni temi considerati di particolare interesse per un miglioramento della *governance* delle società quotate italiane. In tale occasione, il Comitato, pur decidendo di soprassedere a un'immediata revisione del Codice, ha posto particolare attenzione all'evoluzione delle *best practice* volte ad assicurare una maggiore efficacia ed effettività del *board*, con particolare riferimento al ruolo del presidente del consiglio di amministrazione e del *lead independent director*, all'adozione dei piani di successione nonché al ruolo del consiglio nella definizione della composizione ottimale del consiglio.

Un secondo tema considerato è stato quello della sostenibilità dell'impresa nel medio-lungo termine. A tale proposito è stato osservato che il principio della sostenibilità così come la valutazione dei rischi che possono impattare sulla stessa sono stati già oggetto di revisione nel 2015, aggiungendosi così ai principi del Codice che già raccomandano al consiglio di amministrazione di perseguire l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. art.1) che si riflette anche nei principi dedicati alla definizione della componente variabile della remunerazione degli esecutivi (cfr. art. 6). Le principali novità introdotte con le modifiche apportate nel 2015 sono rappresentate dall'introduzione di uno specifico riferimento nell'ambito della valutazione del *risk appetite* da parte del *board* al principio della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente (cfr. *criterio* 1.C.1., lett. b)) nonché dall'inserimento nel *commento* all'art. 4 di un riferimento a specifici compiti in materia di sostenibilità che le società possono valutare di attribuire a un eventuale comitato istituito *ad hoc* oppure ripartire tra i comitati già esistenti. Considerando le recenti modifiche e la complessiva adeguatezza del Codice in materia di sostenibilità dell'impresa nel medio-lungo termine, il Comitato ha ritenuto di non procedere a ulteriori modifiche; un nuovo intervento sul Codice potrebbe al contrario risultare prematuro in considerazione della mutevolezza del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento, rischiando di cristallizzare *best practice* ancora in corso di evoluzione a livello internazionale.

² Per maggiori informazioni sul contenuto della lettera e le conclusioni tratte quest'anno dal Comitato con riferimento alle criticità evidenziate, si veda il Capitolo III della presente Relazione.

Infine, è stata considerata l'opportunità di una eventuale semplificazione del quadro autoregolamentare per le PMI quotate. Tale sottoinsieme delle società quotate risulta, infatti, di particolare interesse sia per la loro numerosità e importanza³ che per la crescente attenzione loro dedicata dalla politica regolamentare italiana⁴. La crescita dimensionale e la capitalizzazione di queste imprese, a prescindere dalla prospettiva della quotazione, dipendono fortemente da assetti organizzativi e competenze adeguate. Il Comitato ha evidenziato come l'approccio tipicamente flessibile del Codice già consenta agli emittenti di modularne le raccomandazioni secondo le loro esigenze strutturali e/o contingenti, prevedendo, tra l'altro, anche alcune specifiche semplificazioni per le imprese di minori dimensioni⁵. Ciononostante, il Comitato ha ritenuto opportuno avviare una fase di approfondimenti da parte della Segreteria Tecnica e degli Esperti sull'evoluzione delle *best practice* in materia di governo societario applicabili alle PMI per favorire il loro accesso al mercato dei capitali anche alla luce delle principali esperienze estere⁶.

Infine, nella riunione dell'1 dicembre 2016, il Comitato ha approvato la presente Relazione Annuale, che comprende il Quarto Rapporto sull'applicazione del Codice, predisposto dalla Segreteria Tecnica con il supporto scientifico degli Esperti sulla base di dati tratti dagli studi pubblicati o trasmessi al Comitato.

Nel 2016 il Presidente del Comitato ha anche incontrato i Presidenti delle entità competenti per l'aggiornamento dei rispettivi Codici di autodisciplina in Germania, Francia, Olanda e Regno Unito. In tale occasione è stata confermata la volontà dei Presidenti di assicurare continuità ai propri incontri per discutere sia le recenti evoluzioni dell'autodisciplina che le novità legislative introdotte, sia a livello nazionale che europeo. Dall'incontro è emersa l'opinione condivisa circa la necessità di mantenere in materia di governo societario un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, sia a livello nazionale che

³ Secondo i dati forniti da Confindustria, il 95% delle imprese italiane sono di piccole e medie dimensioni e realizzano una quota significativa del PIL del Paese.

⁴ Si vedano l'istituzione del Fondo di Garanzia per le PMI, i c.d. "mini-bond", gli interventi normativi relativi alle PMI e alle start-up innovative, le semplificazioni regolamentari e i progetti promossi da Borsa Italiana (Più Borsa, Elite).

⁵ Si vedano, ad esempio, le raccomandazioni circa la composizione dei comitati negli emittenti dotati di un consiglio di amministrazione composto da non più di otto componenti, nonché il rafforzamento delle raccomandazioni per le società appartenenti all'indice FTSE-Mib in relazione alla quota di indipendenti nell'organo amministrativo, la nomina del *lead independent director* e l'eventuale istituzione di un comitato per la sostenibilità (o attribuzione delle medesime competenze a un altro comitato esistente).

⁶ Tra i paesi europei è significativa l'esperienza della Francia e del Regno Unito dove sono stati adottati dei Codici di autodisciplina sulla corporate governance delle imprese quotate di minori dimensioni (cfr. [Code de gouvernement d'entreprise Middlenext](#) e [Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies](#)). Sul cui contenuto vedi *infra*.

quello europeo. A tal fine, ad esito della riunione, i Presidenti hanno deciso di adottare una [posizione comune](#) sull'importanza e sull'efficacia del modello europeo dei Codici di autodisciplina che riuniscono le migliori prassi sviluppate a livello internazionale, offrono agli emittenti che vi aderiscono un adeguato grado di flessibilità nella loro applicazione e assicurano al contempo un elevato livello di *disclosure* del modello concretamente adottato. Infine i Presidenti hanno invitato il legislatore nazionale e internazionale a considerare con maggiore attenzione qualsiasi iniziativa regolamentare sulle materie che sono già efficacemente disciplinate dai Codici di autodisciplina.

È proseguita come di consueto la partecipazione al *network* europeo dei comitati della *corporate governance* (<http://www.ecgcn.org>).

Al fine di promuovere il dialogo sulla *corporate governance* in Italia, il Comitato ospita l'1 e il 2 dicembre 2016, presso la sede di Borsa Italiana, la seconda edizione dell'*Italy Corporate Governance Conference*, che fornisce alla comunità finanziaria internazionale un'occasione unica per discutere i temi più rilevanti sul fronte della *corporate governance*, sia per gli investitori istituzionali che per le società quotate.

2. Evoluzione dell'autodisciplina europea e internazionale

Nel 2015 il Comitato italiano aveva deciso di introdurre la regola che prevede una valutazione di norma biennale dell'eventuale revisione del Codice di autodisciplina e nel 2016, in linea di continuità con la decisione che ispirò tale modifica, aveva valutato di non procedere, nell'immediato futuro, alla sua revisione, privilegiando il valore della certezza del quadro autoregolamentare, volgendo al contempo una maggiore attenzione all'effettività del proprio monitoraggio sulla sua concreta applicazione. Tale decisione è stata presa tenendo conto anche delle evoluzioni dell'autodisciplina, sia europea che internazionale, che possono costituire un valido spunto sia per il futuro aggiornamento del Codice sia per la valutazione della sua adeguatezza all'evoluzione delle *best practice* diffuse anche al di fuori del perimetro nazionale.

Tra le recenti evoluzioni internazionali del quadro autoregolamentare sono state comunque osservate alcune novità che il Comitato potrebbe valutare in vista delle sue future attività.

G20/OECD Corporate Governance Principles

Il 5 settembre 2015, il G20 e l'OCSE hanno pubblicato la nuova edizione dei Principi di *corporate governance*⁷ che sono rivolti a un ampio pubblico di *policy makers* e operatori di

⁷ Cfr. [G20/OECD Corporate Governance Principles](#), disponibile sul sito *web* dell'OECD. La recente modifica dei Principi, adottati nel 1999 e precedentemente modificati soltanto nel 2004, ha segnato anche l'adozione di tali Principi anche da parte del G20.

mercato al fine di contribuire all'efficienza economica, alla crescita sostenibile e alla stabilità finanziaria nonché per migliorare le politiche di *corporate governance* e sostenere l'evoluzione delle *best practice* di governo societario.

La nuova edizione dei Principi si divide in sei capitoli: i) assicurare le basi per un efficace governo societario; ii) i diritti e l'equo trattamento degli azionisti e le principali funzioni della proprietà azionaria; iii) gli investitori istituzionali, mercati azionari e altri intermediari; iv) il ruolo degli *stakeholders*; v) *disclosure* e trasparenza; vi) le responsabilità del *board*.

Ciascun capitolo si divide in *principles* (evidenziati in grassetto) e *sub-principles*, aventi la funzione di spiegare la portata dei principi, anche attraverso la descrizione delle prassi legislative e autoregolamentari dominanti o emergenti nonché di esempi di strumenti alternativi per l'applicazione dei principi. Quanto ai riferimenti alla *corporate governance* e all'autoregolamentazione, le modifiche hanno determinato, in particolare, un più ampio riferimento all'autodisciplina e al principio del *comply or explain* così come all'importanza della qualità della *disclosure* finanziaria e non finanziaria; sono state ulteriormente rafforzate le raccomandazioni relative al ruolo del *board* e del comitato nomine nel procedimento di nomina dei nuovi amministratori, la necessità di adeguati sistemi e procedure di controllo interno nonché l'importanza della *board evaluation*.

Commonsense corporate governance principles

Nel 2016, un ristretto ma rappresentativo gruppo di esponenti di vertice delle società quotate e degli investitori istituzionali con sede legale negli Stati Uniti d'America ha riunito in un unico documento le migliori pratiche di governo societario che ritengono essenziali per il raggiungimento di un buon livello di gestione dell'impresa. I principi⁸ così individuati rappresentano una raccolta di raccomandazioni e linee guida sul ruolo e sulle responsabilità dei consigli di amministrazione, degli azionisti e delle società. La raccolta dei principi sulla *corporate governance* delle società quotate così come l'approccio flessibile evidenziato dagli autori sia nell'introduzione dei principi che nella lettera pubblicata in tale occasione, riflettono, in generale, le principali caratteristiche del modello europeo dei codici di *corporate governance*: codificazione e applicazione flessibile ma trasparente delle raccomandazioni.

L'evoluzione dei codici europei di corporate governance

Nell'arco del 2016 sono state programmate alcune importanti modifiche ai principali Codici di autodisciplina che trovano applicazione in Europa. In Francia, l'Afep, l'associazione delle imprese francesi che ha promosso l'adozione del Codice e ha contribuito all'istituzione dell'Alto Comitato francese competente per il monitoraggio sulla sua applicazione, ha

⁸ Cfr. [Commonsense Corporate Governance Principles](#), disponibili al seguente sito *web*, assieme alla lettera accompagnatoria dei promotori.

pubblicato la proposta di aggiornamento⁹ delle *best practice*, dedicando particolare attenzione al tema delle remunerazioni degli amministratori. Le principali¹⁰ novità proposte riguardano, infatti: i) una maggiore responsabilizzazione del consiglio di amministrazione nella definizione della politica per la remunerazione, con particolare riferimento alla definizione degli obiettivi di *performance* per la corresponsione della componente variabile; ii) l'attribuzione di un'efficacia vincolante al voto negativo espresso dagli azionisti sulla remunerazione; iii) una maggiore trasparenza sulla corresponsione di compensi eccezionali e delle indennità di fine carica. Quanto all'attribuzione di un'efficacia vincolante al voto negativo espresso dagli azionisti sulla remunerazione, la proposta introduce un obbligo per il consiglio di amministrazione a riunirsi senza ritardo per esaminare le ragioni del voto negativo espresso dagli azionisti, definire, previa consultazione del comitato per la remunerazione le modifiche che dovranno essere apportate alla nuova politica per la remunerazione e darne comunicazione alla prossima assemblea. Quanto alle linee guida per la definizione della politica sulle componenti variabili, la proposta richiede che i criteri identificati per la sua definizione siano rigorosi, trasparenti e allineati con gli obiettivi di lungo termine dell'attività d'impresa. Infine, con riferimento alle indennità di fine carica, la proposta chiarisce che l'eventuale indennità corrisposta non dovrà superare il limite di due annualità, da intendersi come comprensive della componente fissa e variabile. Quanto alla decisione di corrispondere l'indennità di fine carica, la proposta esplicita il dovere del consiglio di amministrazione di motivare tale scelta e di darne informazione al pubblico.

In Germania, la Commissione competente per la redazione del Codice di autodisciplina ha pubblicato un insieme di proposte di aggiornamento¹¹ del Codice, ispirate a tre principali modifiche: i) il collegamento tra *corporate governance* e i principi etici dell'economia sociale di mercato; ii) il rafforzamento della trasparenza verso gli *stakeholders* in materia *corporate governance*; iii) l'attribuzione di uno specifico ruolo al presidente del consiglio di sorveglianza nella comunicazione con gli investitori. Con riferimento all'etica e alla sostenibilità, la proposta intende promuovere non solo una maggiore responsabilizzazione della gestione dell'impresa, ma anche un rafforzamento delle raccomandazioni rivolte agli

⁹ La [proposta di aggiornamento](#) del Codice è disponibile sul sito *web* dell'Afep che ha predisposto anche un [questionario](#) sulle principali modifiche proposte. La consultazione si è chiusa a settembre 2016.

¹⁰ Tra le altre proposte si segnalano anche: i) una chiara distinzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi; ii) la necessaria indipendenza del consigliere cui vengono attribuiti specifici compiti in materia di *governance* e di rapporti gli azionisti; iii) l'eliminazione delle raccomandazioni in termini di *gender diversity* in seguito al loro recepimento nel quadro legislativo; iv) l'introduzione, tra le presunzioni di non indipendenza, della corresponsione di una remunerazione variabile.

¹¹ La consultazione è stata pubblicata a novembre 2016 e si chiuderà a dicembre di quest'anno; gli esiti della consultazione saranno pubblicati sul sito della Commissione tedesca a febbraio 2017. La consultazione è disponibile, anche [in versione inglese](#), sul sito *web* della Commissione.

investitori istituzionali, invitandoli a un esercizio attivo e responsabile dei loro diritti. La cura del dialogo con gli investitori si riflette anche nelle specifiche attribuzioni proposte in capo al presidente del consiglio di sorveglianza, il quale è chiamato a interagire, a determinate condizioni, con gli investitori istituzionali sulle materie di competenza del consiglio. La proposta rafforza, inoltre, la trasparenza richiesta sulle informazioni relative alla composizione degli organi sociali e alla definizione della componente variabile della remunerazione degli amministratori. Quanto alla maggiore trasparenza verso gli azionisti, la Commissione, pur accogliendo con favore l'abolizione dell'obbligo di pubblicare le relazioni trimestrali, ha recepito nel codice la *best practice* di comunicare agli azionisti, in aggiunta alle relazioni annuale e semestrale, anche informazioni sull'andamento della gestione, ponendo particolare attenzione ai cambiamenti significativi delle prospettive di *business* così come delle situazioni di rischio cui è esposta l'impresa.

In Olanda, il Comitato, competente per la redazione e il monitoraggio del relativo Codice di autodisciplina, ha posto in consultazione¹² numerose proposte di revisione delle raccomandazioni ivi contenute. I principi fondamentali che hanno ispirato le proposte sono volti a rafforzare i) l'obiettivo prioritario della creazione di valore nel lungo termine e ii) la promozione della cultura d'impresa, attribuendo al consiglio di gestione la responsabilità primaria per la realizzazione di entrambi. In particolare, i citati principi hanno notevolmente influenzato le modifiche proposte con riferimento alle remunerazioni dei consiglieri di gestione¹³. La proposta contiene, inoltre, alcune raccomandazioni per la migliore definizione dei criteri indicati per la *disclosure* delle spiegazioni fornite nei casi di scostamento dalle singole raccomandazioni del codice nonché una maggiore attenzione alla gestione dei rischi nell'ambito delle raccomandazioni concernenti il sistema di controllo interno delineato dal Codice. Infine, numerose modifiche di dettaglio sono state proposte per rendere più efficace il funzionamento¹⁴ degli organi di amministrazione e controllo, rafforzando, in particolare, le

¹² La consultazione si è chiusa ad aprile 2016; le modifiche apportate al Codice saranno rese note entro la fine del 2016 ed entreranno in vigore da gennaio 2017. La consultazione è disponibile, anche [in versione inglese](#), sul sito web della Commissione.

¹³ Le proposte sono volte a incentivare l'adozione di una politica remunerativa orientata alla creazione di valore nel lungo termine, raccomandando la predeterminazione degli obiettivi della componente variabile, l'indicazione del rapporto tra parte fissa e variabile, l'introduzione di clausole di *claw-back*. Il documento di consultazione richiede inoltre la fissazione di un *cap* all'indennità di fine carica che non dovrebbe superare un'annualità della sola remunerazione fissa o, qualora tale importo dovesse apparire insufficiente, l'indennità non potrebbe comunque superare due annualità della remunerazione fissa.

¹⁴ Le proposte tendono a rafforzare le raccomandazioni in merito a: i) chiarezza su composizione e flussi informativi del comitato esecutivo; ii) adozione e attuazione di una *policy* sulla diversità dei componenti degli organi sociali; iii) adeguato impegno e competenza dei consiglieri per l'adempimento dei loro doveri, con previsione di adeguati programmi di *induction*; iv) rafforzamento dei criteri di indipendenza dei componenti del consiglio di sorveglianza; v) limiti al rinnovo del mandato; vi) rafforzamento dei piani di successione nell'ottica di mantenere un adeguato bilanciamento tra esperienza e competenza dei componenti degli organi sociali; vii)

raccomandazioni relative alla competenza, alla professionalità e all'indipendenza dei suoi componenti così quelle relative al loro rinnovo e sostituzione.

In Spagna, l'autorità pubblica competente per la redazione e il monitoraggio del Codice ha adottato linee guida¹⁵ che forniscono agli emittenti chiare indicazioni su come riportare i casi di scostamento dalle raccomandazioni del Codice e migliorare pertanto le spiegazioni pubblicate nella relazione sul governo societario. Simili linee guida sono state adottate nel 2015 anche dall'Alto Comitato francese.¹⁶

Dall'analisi delle principali modifiche e delle motivazioni poste a supporto della consultazione possono essere rilevate alcune costanti: lo sviluppo di un approccio etico e culturale ai principi di *corporate governance*, il rafforzamento della trasparenza informativa con particolare attenzione alle spiegazioni fornite in caso di scostamento dalle raccomandazioni del Codice, la cura del rapporto con gli azionisti. La valorizzazione di un approccio etico e culturale alla *corporate governance* sono stati anche oggetto di approfondimento a livello internazionale; il tema è stato affrontato, ad esempio, nello studio pubblicato nell'ambito del progetto *Trust & Business* dell'OCSE¹⁷ e recentemente anche in un'indagine del *Financial Reporting Council*.¹⁸

Lo studio dell'OCSE evidenzia l'opportunità di una maggiore responsabilizzazione del *board* e del *management* dell'impresa sia nell'integrazione dei principi etici del modello di *governance* sia nel monitoraggio sull'applicazione delle politiche adottate per tutelare l'integrità dell'attività d'impresa. Lo studio evidenzia una crescente attenzione alla valorizzazione dell'integrità del *business*, anche in applicazione delle raccomandazioni contenute nei Principi di *corporate governance* adottati dal G20/OCSE, con un crescente coinvolgimento del ruolo del consiglio di amministrazione o anche di un comitato *ad hoc*. Nelle società che hanno posto minore attenzione a tali temi, l'OCSE osserva che la scelta è stata frequentemente accompagnata da una valutazione inadeguata dei rischi che possono sorgere dalla mancata prevenzione della commissione di gravi irregolarità.

maggiore incisività delle raccomandazioni sull'autovalutazione del consiglio; viii) adeguata composizione dei comitati interni.

¹⁵ Cfr. [Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»](#), luglio 2016, disponibile sul sito *web* della CNMV.

¹⁶ Cfr. [Guide d'application du Code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées](#), novembre 2015, disponibile sul sito *web* dell'Afep.

¹⁷ Cfr. OECD, [Trust & Business. Corporate Governance & Business Integrity](#), 2015, disponibile sul sito *web* dell'Organizzazione.

¹⁸ Cfr. Financial Reporting Council, [Corporate Culture and the Role of Boards](#), luglio 2016, disponibile sul sito *web* dell'FRC.

Codici per le growth companies

Il monitoraggio sull'evoluzione delle *best practice* a livello internazionale ed europeo ha evidenziato lo sviluppo di una maggiore attenzione degli *standard setter* per le società di minori dimensioni, anche a prescindere dalla prospettiva di quotazione sul mercato principale.

A livello internazionale, l'OCSE ha pubblicato già nel 2006¹⁹ uno studio sulla *corporate governance* delle società non quotate che si è concentrato sulle società a controllo familiare, pur evidenziando come queste rappresentino soltanto uno dei diversi tipi di società non quotate.²⁰ Sono stati a tal fine analizzati i principali problemi della *governance* delle c.d. *family-owned firms*, evidenziando i principi fondamentali cui dovrebbe essere ispirato il loro modello di governo societario. Tra gli aspetti di maggiore rilevanza, si ritiene utile richiamare le riflessioni sulla composizione del consiglio e sulla sua nomina: nonostante l'importanza di un'indipendenza di giudizio sostanziale di uno o più amministratori indipendenti, lo studio evidenzia, ad esempio, la preminente importanza di un'adeguata professionalità e competenza dei componenti del consiglio (a prescindere dalla qualifica formale di indipendenza)²¹, così come la necessità di prevedere adeguate procedure per la successione degli esecutivi e del *management*, che prevedano il coinvolgimento degli azionisti diversi da quello di controllo. Un secondo elemento che è stato valutato è quello della trasparenza informativa che pur ingenerando potenzialmente maggiori costi per l'impresa costituisce un importante strumento per il monitoraggio e la gestione dei rischi dell'attività. Nell'ambito della trasparenza informativa, lo studio evidenzia anche l'importanza di un'adeguata e trasparente gestione degli eventuali conflitti di interesse. Quanto alla creazione di appositi codici di autodisciplina per le società non quotate, lo studio sembra ritenere preferibile un'applicazione meno stringente delle *best practice* rivolte alle società quotate (p.e. applicazione dell'obbligo del *comply or explain* soltanto su un numero limitato di raccomandazioni del codice), piuttosto che l'introduzione di un nuovo *set* di *standard* per le non quotate.

¹⁹ Cfr. OECD, [Corporate Governance of Un-Listed Companies in Emerging Markets](#), 2006, disponibile sul sito *web* dell'Organizzazione. Sul tema si veda più recentemente le riflessioni raccolte in OECD, [Corporate Governance, Value Creation and Growth](#), 2012, disponibile sul sito *web* dell'OECD. Nell'ambito dello studio delle *growth companies*, si veda anche OECD, [Growth companies, access to capital markets and corporate governance](#), settembre 2015, disponibile sul sito *web* dell'Organizzazione, che esamina le criticità che queste società possono incontrare nell'accesso al mercato di capitali e le caratteristiche di *corporate governance* che tali società dovrebbero assumere per rispondere alle esigenze degli investitori. Lo studio, fondato su un'estesa analisi empirica, evidenzia in particolare una diminuzione delle PMI nell'accesso al mercato dei capitali e a un progressivo aumento delle dimensioni medie delle imprese in fase di nuova quotazione (c.d. IPO), adducendo tale fenomeno, tra l'altro, anche all'aumento dei costi di *compliance* della quotazione.

²⁰ Sono citate, ad esempio, le *family-owned companies*, le *state-owned companies*, le *group-owned companies*, le *private investor-owned companies*, le *joint ventures* e le c.d. *mass-privatised companies*.

²¹ Cfr. OECD, cit., p. 10: "*corporate governance problems could be minimised by the appointment of competent – rather than independent – professional outside directors*".

Nel Regno Unito, la *Quoted Companies Alliance*, un'organizzazione indipendente che promuove gli interessi delle piccole e medie società quotate, ha adottato nel 2013 un codice di autodisciplina rivolto alle società quotate di minori dimensioni definite quali “growing companies”²². Il codice si rivolge, infatti, alle società quotate che non sono soggette al “codice generale”²³, richiamando esplicitamente quelle quotate sul segmento *Standard* del mercato regolamentato di *London Stock Exchange* e quelle quotate sull'*AIM UK* e sui mercati gestiti dall'*ICAP*.²⁴ Il Codice si compone di dodici principi che comprendono gli elementi principali dello *UK Corporate Governance Code*, le prassi sviluppate e altre linee guida che si considerano particolarmente rilevanti per le piccole e medie imprese quotate. Il Codice trova applicazione in base al principio del *comply or explain*.

Sempre nel Regno Unito, anche l'istituto rappresentativo degli amministratori (*Institute of Director*, anche solo “*IoD*”) ha adottato nel 2010 un codice che riunisce linee guida e principi di *corporate governance* rivolti alle società non quotate.²⁵ Il documento individua, in particolare, gli elementi di *governance* che ritiene fondamentali per una società non quotata: competenza e formazione degli amministratori, efficace funzionamento del consiglio (riunioni, adeguatezza informativa), un efficace dialogo tra consiglio e azionisti, una remunerazione adeguata per incentivare e trattenere i consiglieri.

In Francia, l'associazione francese delle piccole e medie imprese quotate (*Middlenext*) ha adottato nel 2009 e aggiornato nel 2016 un codice di autodisciplina dedicato sia alle PMI quotate sul mercato principale che hanno una capitalizzazione inferiore a €1 miliardo, sia alle PMI che sono ammesse a quotazione su un mercato multilaterale di negoziazione (p.e. *Alternext*).²⁶ Il Codice per sua espressa previsione non si pone in contrasto con il Codice adottato dalle associazioni *Afep* e *Medef* (codice “ordinario” per le quotate), ma costituisce un'alternativa per le società quotate di minori dimensioni. Il Codice riassume, semplificando

²² Cfr. Quoted Companies Alliance, [Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies](#), 2013.

²³ Si fa qui riferimento allo UK Corporate Governance Code, redatto e monitorato dal *Financial Reporting Council*, che si rivolge esplicitamente alle sole società quotate sul segmento *Premium* del mercato regolamentato di *London Stock Exchange*.

²⁴ L'*AIM UK* è un MTF, gestito dal *London Stock Exchange* e rivolto alle società di minori dimensioni. Quanto ai mercati gestiti dall'*ICAP*, essi si distinguono in *ISDX main board*, mercato principale, e *ISDX growth market*, un MTF rivolto alle *growing companies*.

²⁵ Cfr. IOD, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, 2010, disponibili sul sito *web* dell'Istituto, che hanno adattato i principi elaborati a livello europeo dall'EcoDa, [Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe](#), adottati sempre nel 2010 e disponibili sul sito dell'EcoDa.

²⁶ Cfr. Middlenext, [Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites](#), 2016, disponibile sul sito *web* di Middlenext.

o rendendo meno stringenti, le *best practice* normalmente contenute nei codici di autodisciplina “ordinari” e prevede che la loro applicazione debba seguire il principio generale del *comply or explain*. *MiddleNext* procede, sin dal 2009, anche al monitoraggio²⁷ della sua applicazione, evidenziando nel tempo un crescente numero di società che vi aderiscono.

L'evoluzione delle best practice rivolte agli investitori istituzionali

La prima codificazione delle *best practice* rivolte agli investitori istituzionali per la corretta gestione delle loro “stewardship responsibilities” ha avuto luogo nel Regno Unito con l'adozione dello *UK Stewardship Code*, un codice di condotta rivolto agli investitori istituzionali che trae le sue origini dallo *Statement of Principles*²⁸, pubblicato dall'*Institutional Shareholders Committee (ISC)*. In seguito alla riforma Walker del 2009, il *Financial Reporting Council (FRC)* fu incaricato della revisione e della redazione del codice. La prima versione dello *Stewardship Code* fu pubblicata dal *Financial Reporting Council*²⁹ nel 2010, e successivamente soggetto a revisione³⁰ che si concluse con la pubblicazione del testo definitivo nel 2012. Dal 2014, il *Financial Reporting Council*, competente anche per la redazione e il monitoraggio del codice di autodisciplina per le società quotate, cura il monitoraggio sull'applicazione delle raccomandazioni contenuto anche nel codice per gli investitori.³¹

A livello internazionale si sono sviluppati alcuni importanti esempi di codificazione delle *best practice* rivolte agli investitori istituzionali: i Principi di *corporate governance* dell'*International Corporate Governance Network*³² e il *Code for External Governance*,

²⁷ Cfr. l'ultimo rapporto pubblicato da Middlednext, [Rapport 2015 sur les entreprises faisant reference au Code de gouvernance Middlednext](#), marzo 2016, disponibile sul sito web dell'associazione.

²⁸ Si veda European Corporate Governance Institute (ECGI), [The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles](#), 2002, disponibile sul sito web dell'ECGI.

²⁹ Il *Financial Reporting Council* è inoltre competente per la redazione dello *UK Corporate Governance Code*, quest'ultimo dedicato agli emittenti quotati.

³⁰ La revisione del 2012 era principalmente volta a migliorare la definizione di *stewardship* e *stewardship responsibilities* nonché a precisare l'ambito di applicazione del codice, in particolare in relazione al principio del *comply or explain*.

³¹ L'ultimo monitoraggio pubblicato dal *Financial Reporting Council*, sull'applicazione di entrambi i codici, risale a gennaio 2016; cfr. FRC, [Developments in Corporate Governance and Stewardship](#), 2015, disponibile sul sito web dell'FRC.

³² Gli *Global Governance Principles* dell'*ICGN*, da ultimo modificati nel 2014, raggruppano le migliori pratiche internazionali sia per le società che per gli investitori istituzionali: essi si dividono, infatti, in due sezioni, la prima dedicata al consiglio di amministrazione, mentre la seconda si rivolge agli investitori istituzionali, intesi sia come *asset owners* (proprietari delle partecipazioni sociali) sia come *asset managers* (i gestori delle partecipazioni sociali, come, ad esempio, le società di gestione del risparmio).

adottato nel 2011 dall'associazione europea dei fondi e dei gestori (*European Fund and Asset Management Association*, in seguito anche solo "Efama"). Il richiamo alle *stewardship reponsabilities* si ritrova anche nella nuova edizione dei Principi di Corporate Governance dell'OCSE e del G20, nei quali si precisa che l'*engagement* non si esaurisce nell'esercizio dei diritti di voto, ma comprende anche lo sviluppo di un dialogo continuo con la società partecipata.³³

In Italia, il Consiglio direttivo dell'Assogestioni ha approvato, il 1° ottobre 2013, i Principi italiani di *stewardship*, che riproducevano, nella loro originaria formulazione, i principi contenuti nell'analogo codice europeo ("Codice Efama"). I Principi così formulati declinano i principali diritti e doveri delle società che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli, al fine di stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono. Le raccomandazioni riguardano, in particolare, sia l'adozione e l'applicazione di una politica sull'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti detenuti in portafoglio, sia la responsabile gestione del dialogo continuo con gli emittenti partecipati, curando in particolare l'adeguatezza e la correttezza dell'eventuale interlocuzione con i loro organi sociali. A settembre 2015, Assogestioni ha introdotto anche i criteri applicativi nei Principi che recepiscono, di fatto, le raccomandazioni contenute nel Codice Efama, adattandolo alle caratteristiche dell'ordinamento nazionale. A maggio 2016, il Consiglio direttivo della Assogestioni ha condotto una naturale operazione di *fine-tuning* dei Principi, volta ad affinare alcune delle raccomandazioni di *best practice* nell'ottica di contribuire a sviluppare ulteriormente la cultura della buona *governance* del mercato italiano e un sempre più costruttivo confronto dialettico tra emittenti e investitori.³⁴

Nel 2016, in linea con quanto precedentemente disposto dall'Assogestioni, i Principi sono stati oggetto di un primo monitoraggio sullo stato di applicazione con riferimento al 2015. Il monitoraggio, affidato a un soggetto esterno, che ha sviluppato un apposito strumento di rilevazione in collaborazione con il Gruppo di lavoro *Stewardship* di Assogestioni, è stato condotto su 12 società, di cui 10 italiane. L'ammontare totale di capitale gestito (*asset under management*) dalle società censite è pari a 788 miliardi di euro. Il questionario è stato realizzato anche sulla base dell'esperienza maturata in UK sulla rilevazione dell'applicazione del *FRC's Stewardship Code*. Gli esiti delle rilevazioni sono contenuti in un Report

³³ Cfr. G20/OECD Corporate Governance Principles, cit., pp. 29-30, che richiamano la prassi dei codici di *stewardship*.

³⁴ L'ultima edizione dei Principi è disponibile sul sito dell'Assogestioni: cfr. [Principi italiani di stewardship](#), ed. 2016.

pubblico³⁵, il quale fornisce inoltre alcuni esempi pratici di *engagement* attuati dai gestori e segnalati come esempi di *best practice*.

3. Evoluzione della regolamentazione nazionale ed europea in materia di *governance*

L'evoluzione della regolamentazione nel settore bancario

La disciplina della *corporate governance* delle banche, caratterizzata come noto da elementi di marcata specialità e peculiarità rispetto a quella delle imprese non bancarie, continua ad essere interessata da ulteriori interventi normativi, in attuazione delle previsioni della *Capital Requirements Directive* (c.d. CRD IV, Direttiva 2013/36/UE).

Così, nel mese di ottobre 2016 sono stati posti in consultazione due documenti recanti *Guidelines* dirette alle imprese finanziarie e alle competenti Autorità nazionali, responsabili della loro implementazione nei singoli ordinamenti che non siano già *compliant*. Entrambe le consultazioni si chiuderanno a gennaio 2017.

Il primo documento, predisposto dall'EBA e dall'ESMA, in attuazione della citata CRD IV (art. 91.12) e della Direttiva 204/65/UE c.d. MIFID 2 (art. 9.1), propone la definizione degli “*Orientamenti sulla valutazione di idoneità degli esponenti e del personale che riveste ruoli chiave*”.

Le *Guidelines* in consultazione: i) prevedono criteri per valutare, sia a livello individuale che collettivo, le conoscenze, competenze, esperienze dei componenti dei *board* così come la loro buona reputazione, onestà, integrità e indipendenza di spirito; ii) specificano la nozione di “tempo sufficiente all’espletamento dell’incarico” richiesto ai componenti del *board*; iii) indicano come i differenti aspetti della *diversity*, percorso formativo e professionale, età, provenienza geografica, genere, etc. debbano essere tenuti in considerazione nel processo di individuazione dei candidati; iv) sottolineano l’importanza della *induction* e della formazione per garantire l’idoneità iniziale e permanente dei membri dell’organo di gestione e richiedono agli enti di stabilire adeguate *policy* di formazione e di allocare risorse sufficienti per tale scopo.

Il secondo documento di *Guidelines* reca le proposte di modifica degli orientamenti EBA in materia di *Organizzazione interna*, adottati a settembre 2011, e completa le disposizioni sulla *governance* dettate nella CRD IV, specificando ulteriormente compiti, responsabilità ed organizzazione del *board* e delle funzioni di controllo (*compliance*, *risk management*, *internal audit*) nel governo dei rischi aziendali.

³⁵ Assogestioni-EY, *Monitoraggio sullo stato di applicazione dei Principi Italiani di Stewardship per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate. Report 2015*, giugno 2016, reperibile al link <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,207,11303/stewardship-report-20160610.pdf>.

L'evoluzione della direttiva europea sui diritti degli azionisti

Con la [proposta di revisione della direttiva 2007/36/CE](#), la Commissione europea è intervenuta sui diversi profili dei diritti degli azionisti delle società quotate. Un primo gruppo di misure riguarda il miglioramento dell'esercizio dei diritti degli azionisti e si concentra, in particolare, su: i) identificazione degli azionisti; ii) trasmissione di informazioni agli azionisti; iii) esercizio dei diritti degli azionisti e iv) trasparenza sui costi. Un secondo gruppo di misure riguarda il rafforzamento della trasparenza degli investitori istituzionali, degli *asset manager* e dei *proxy advisor* per favorire l'adozione di politiche di *engagement* e del relativo regime di trasparenza. Sono oggetto di particolare attenzione anche temi tipicamente sviluppati nell'alveo dell'autodisciplina, come le remunerazioni degli amministratori, ed è proposta l'introduzione di una dettagliata regolamentazione delle operazioni con parti correlate, regolata in Italia, prima dal Codice di autodisciplina e successivamente dalla Consob. L'*iter* legislativo per l'adozione della direttiva è stato particolarmente lungo; la procedura legislativa c.d. ordinaria si è, infatti, bloccata nella fase del trilogico, tipicamente dedicata alla ricerca di un'intesa comune tra Parlamento europeo e Consiglio dell'UE nelle parti in cui persistono ancora differenze tra gli emendamenti proposti dalle due istituzioni rispetto alla proposta originaria della Commissione europea.

Implementazione direttiva europea sulla pubblicazione delle informazioni non finanziarie

In Italia è attualmente in corso di recepimento la Direttiva europea 2014/95/UE sulla pubblicazione delle informazioni non finanziarie. La direttiva prevede, a carico di certe tipologie di impresa, l'obbligo di integrare il bilancio con informazioni di carattere non finanziario attinenti all'ambiente, al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione, in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività.

Tale Direttiva richiede, tra l'altro, di fornire informazioni al pubblico in merito all'eventuale adozione di una politica sulla diversità degli organi di amministrazione e controllo e, in caso di mancata adozione, di spiegarne i motivi. Lo schema di decreto, attualmente al vaglio delle competenti commissioni di Camera e Senato, prevede a tal fine una modifica del contenuto della relazione sul governo societario disciplinata dall'art. 123-*bis* Tuf. La nuova lett. d) al secondo comma dell'articolo richiede, infatti, alle società quotate, escluse le PMI, di fornire nella redazione della relazione sul governo societario una descrizione delle politiche in materia di diversità sulla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo, indicando come parametri l'età, la composizione di genere e il percorso formativo e professionale, nonché una descrizione degli obiettivi, delle modalità di attuazione e dei risultati di tali politiche. L'adozione di una o più politiche non è tuttavia obbligatoria: nel caso in cui la società decidesse di non adottarne, la società dovrà però fornire una chiara e articolata motivazione di tale mancanza.

II. RAPPORTO SULL'APPLICAZIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA

Il quarto Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina è stato redatto dalla Segreteria Tecnica del Comitato che si è avvalsa di plurime fonti esterne³⁶. Il Rapporto si articola in due parti: la prima parte (generale) fornisce una panoramica sull'applicazione di alcune raccomandazioni del Codice di autodisciplina, riservando particolare attenzione a quelle maggiormente rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione; la seconda parte (speciale) è dedicata quest'anno alla politica per la remunerazione.

La principale fonte informativa è fornita dalle relazioni sugli assetti proprietari e sul governo societario³⁷ nelle quali le società forniscono una descrizione dettagliata della loro *corporate governance*, specificando se aderiscono al Codice di autodisciplina (in seguito anche solo "Codice") e, in tal caso, indicano le modalità di applicazione delle raccomandazioni ivi contenute (cfr. *principio guida* III del Codice) nonché i casi scostamento dalle singole raccomandazioni con relativa spiegazione dettagliata sulle modalità e i motivi di ciascuna disapplicazione (cfr. *principio guida* IV del Codice).

³⁶ Ai fini della redazione della presente sezione, il Comitato si è avvalso delle informazioni contenute negli studi che sono stati pubblicati o resi comunque disponibili alla Segreteria Tecnica. Lo studio pubblicato da Assonime-Emittenti Titoli ha fornito al Comitato un quadro dettagliato sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice da parte della quasi totalità delle società quotate italiane. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, novembre 2016. Altri studi hanno consentito un supplemento di indagine, tendenzialmente limitato alle società di maggiori dimensioni, su specifici argomenti attinenti al governo societario delle società quotate (p.e. *board diversity*, autovalutazione del consiglio, piani di successione, remunerazioni) nonché un apprezzamento delle dinamiche assembleari svoltesi nell'anno 2016. Cfr. Consob, *2016 Report on corporate governance of Italian listed companies*, in corso di pubblicazione; Crisci & Partners, *Board evaluation – Comparative analysis, 2016 Report on the board evaluation practices for the performance of the 2015 financial year*; Ernst&Young, *Voto di lista per organi di amministrazione e controllo. Analisi degli statuti e dei verbali assembleari*, gennaio 2016; Georgeson, *2016 Proxy Season Review*; Mercer, *Studio sui compensi dei consigli di amministrazione delle società del FTSE Mib. Quarta edizione – anno 2016*; Nedcommunity, *Effective governance outlook. I piani di successione degli amministratori esecutivi*, n. 4, giugno 2016; Spencer Stuart, *Italy Board Index 2016*; The European House – Ambrosetti, *L'osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo in Italia*, edizione 2016.

³⁷ La relazione sul governo societario è pubblicata ai sensi dell'art. 123-bis Tuf che richiede alle società quotate italiane di fornire, tra l'altro, informazioni sull'eventuale adesione a un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione a una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. Il contenuto minimo della relazione prevede, oltre a quanto riportato nel testo: i) una serie di specifiche informazioni sulla struttura del capitale e sugli assetti proprietari dell'emittente; ii) le norme applicabili alla nomina e alla sostituzione degli amministratori, se diverse da quelle legislative e regolamentari applicabili in via suppletiva; iii) le principali caratteristiche dei sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno esistenti in relazione al processo di informativa finanziaria, anche consolidata, ove applicabile; iv) i meccanismi di funzionamento dell'assemblea degli azionisti; v) la composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione e controllo e dei loro comitati.

1. Parte generale: la *corporate governance* delle società quotate alla luce del Codice di autodisciplina

Questa parte del Rapporto fornisce un quadro generale dell'applicazione del Codice di autodisciplina, concentrandosi, in particolare, sull'analisi dell'applicazione di alcune raccomandazioni che sono state ritenute di maggiore rilevanza per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione. Sono state a tal fine considerate le informazioni tratte dalle relazioni pubblicate da tutte le società italiane quotate sul mercato MTA;³⁸ l'analisi della *compliance* con il Codice e i relativi commenti si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice di autodisciplina.

Nel complesso l'analisi mostra che quantità e qualità delle informazioni fornite sono in progressivo miglioramento. Le società descrivono generalmente in modo adeguato il proprio modello di *governance*, sia in caso di applicazione delle raccomandazioni del Codice, sia nei casi di una loro totale o parziale disapplicazione.

L'adesione a molte raccomandazioni del Codice è sostanzialmente integrale.

In caso di scelte che si discostano dalle raccomandazioni del Codice, le società forniscono, in genere, argomentate spiegazioni che risultano chiaramente evidenziate agli investitori, consentendo loro di valutarne le conseguenze e trarne le deduzioni più opportune, in termini sia di *trading* sia di *engagement* con gli emittenti interessati.

L'incremento della trasparenza, da un lato, e l'introduzione di nuove raccomandazioni nel Codice, dall'altro, fanno sì che vi siano comunque aree di possibile miglioramento.

In particolare, l'applicazione del Codice è ancora parziale per alcune raccomandazioni relative, ad esempio, all'istituzione del comitato nomine, all'informativa pre-consiliare, al processo di autovalutazione del consiglio e alle riunioni degli amministratori indipendenti.

In alcuni casi di *non compliance*, la spiegazione fornita appare migliorabile: ciò vale, ad esempio, nei casi di scostamento dalle raccomandazioni su alcuni contenuti della politica per le remunerazioni. A tale ultimo riguardo, pur considerando la fisiologica diversità delle *policy* adottate, si evidenzia l'importanza di un'indicazione chiara e trasparente degli orientamenti adottati dal *board*, con particolare riferimento alle indennità di fine carica.

Nonostante il permanere di margini di miglioramento sia nell'adozione delle raccomandazioni del codice (*comply*) sia nella qualità delle informazioni fornite in caso di loro mancata applicazione (*explain*), le analisi sullo stato della *corporate governance* delle società quotate italiane che sono state considerate per la redazione di questo Rapporto evidenziano un

³⁸ Il campione descritto corrisponde a quello utilizzato da Assonime-Emittenti Titoli: 227 società quotate su MTA al 31 dicembre 2015, le cui relazioni erano disponibili al 15 luglio 2016. Per maggiori dettagli sulla composizione, cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Appendice.

progressivo allineamento dei modelli e delle pratiche di *governance* delle società quotate alle aspettative degli investitori.³⁹

Un segnale di questa positiva evoluzione è il significativo aumento della partecipazione in assemblea degli investitori istituzionali, che ha rappresentato anche un importante stimolo al miglioramento della loro *governance*. Il peso degli istituzionali sul capitale presente nelle assemblee delle società medio-grandi è passato da poco più del 10% del 2012 a oltre il 20% del 2016.⁴⁰ Al contempo è aumentato anche il grado di consenso espresso da questi investitori sulle delibere assembleari: sempre nelle società medio grandi, il numero delle proposte che ha ricevuto un voto contrario superiore al 10% (che rappresenta in media la maggioranza degli investitori istituzionali presenti in assemblea) si è quasi dimezzato dal 2014 al 2016⁴¹.

Da un confronto internazionale⁴² sono peraltro emerse alcune aree di disallineamento delle società italiane in merito, ad esempio, alla minore rappresentanza in consiglio degli amministratori indipendenti e di quelli esteri, alla meno frequente individuazione di un limite di età dei componenti del consiglio e al più elevato numero degli incarichi dei consiglieri nelle società quotate.

1.1 L'adesione al Codice di autodisciplina

La quasi totalità delle società italiane con azioni quotate ha dichiarato di aderire formalmente al Codice di autodisciplina⁴³; il numero delle società che dichiarano di non aderire all'ultima edizione del Codice è sostanzialmente stabile (8% delle società quotate). Sono tuttavia in diminuzione le società che dichiarano l'adesione a un'edizione precedente del Codice (erano 4 nel 2015, mentre sono 2 nel 2016). Un numero limitato di società, sostanzialmente stabile negli anni (12 casi)⁴⁴, comunica esplicitamente di non aderire al Codice di autodisciplina e fornisce informazioni sul proprio sistema di *corporate governance*. La mancata adesione al Codice è generalmente ricondotta alla struttura e alle caratteristiche dimensionali della società ovvero alla composizione dell'azionariato.

³⁹ Sul tema si veda anche Consob, cit. e TEH-Ambrosetti, cit., p. 48.

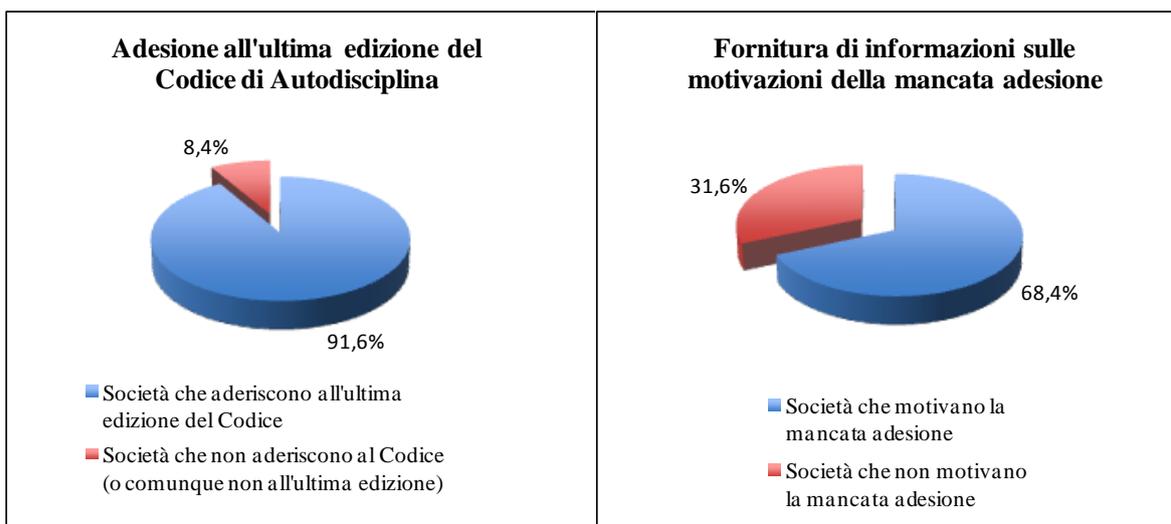
⁴⁰ Cfr. Consob, cit., p. e Georgeson, cit., p..

⁴¹ Cfr. Georgeson, cit., p. .

⁴² Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 12.

⁴³ Si tratta di 208 società, pari al 92% del totale rappresentato da 227 società quotate al 31 dicembre 2015 le cui relazioni erano disponibili alla data del 15 luglio 2016 (cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 1).

⁴⁴ Erano 16 nel 2015, 17 nel 2014 e 16 nel 2013. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 1.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2016, Fig. 56

Nel suo precedente rapporto il Comitato aveva richiesto agli emittenti di dichiarare esplicitamente nella loro relazione su governo societario l'adesione all'ultima edizione del Codice, considerando come non aderenti le società che dichiaravano l'adesione a edizioni precedenti.

Alla luce dei nuovi dati, il Comitato evidenzia la trasparenza degli emittenti nella definizione dell'adesione e della non adesione al Codice che manifesta il consolidamento di un approccio maturo all'autodisciplina. Le raccomandazioni del Codice rappresentano, infatti, gli *standard* ottimali cui orientare l'assetto organizzativo dell'emittente e non già i requisiti legali minimi cui adempiere; pertanto, anche in caso di adesione, il Comitato invita gli emittenti a evitare una *compliance* meramente formale con le raccomandazioni del Codice, privilegiando un confronto trasparente e sostanziale con le *best practice* ivi contenute.

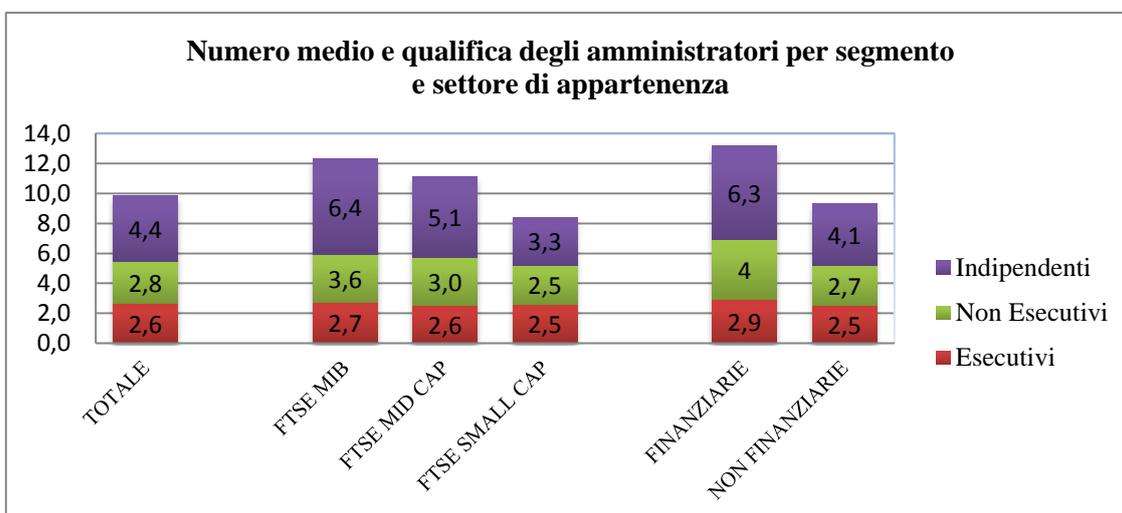
1.2. La composizione del consiglio di amministrazione

Nel definire una corretta articolazione del consiglio di amministrazione, il Codice di autodisciplina raccomanda che tale organo sia composto da amministratori esecutivi e non esecutivi (*principio 2.P.1.*) e che un numero adeguato di amministratori non esecutivi sia indipendente (*principio 3.P.1.*).

Il *criterio applicativo 1.C.1. lett. i)* richiede inoltre al consiglio di amministrazione di fornire nella relazione sul governo societario anche informazioni più dettagliate sulla propria composizione, indicando per ciascun componente la qualifica (esecutivo, non esecutivo, indipendente), il ruolo ricoperto all'interno del *board* (ad esempio, Presidente o *Chief Executive Officer*), le principali caratteristiche professionali nonché l'anzianità di carica.

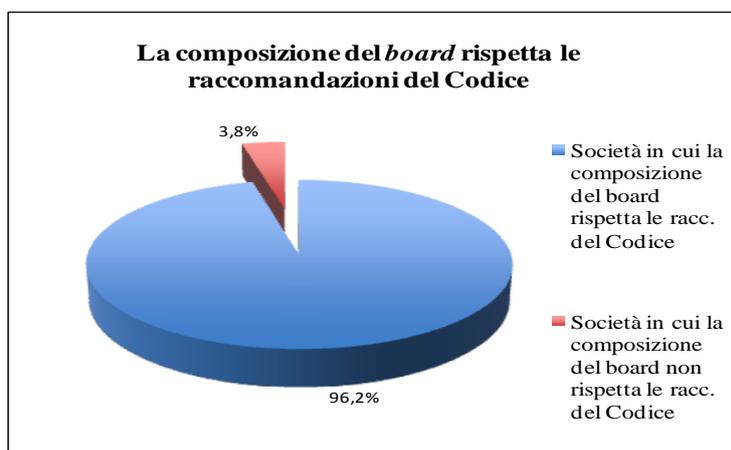
Nel Rapporto 2015, il Comitato pur rilevando una buona *compliance* con le raccomandazioni del Codice sulla composizione del CdA, aveva raccomandato agli emittenti che vi aderiscono di verificare l'esistenza e l'adeguatezza delle spiegazioni fornite in caso di *non-compliance*.

Alla luce dei dati forniti dalle società nella relazione sul governo societario si è assistito, nel corso degli anni, a un progressivo allineamento degli emittenti alle raccomandazioni del Codice di autodisciplina in materia di composizione del consiglio di amministrazione.⁴⁵



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA; nella metà dei (rari) casi di *non compliance* le società non forniscono però una spiegazione.⁴⁶



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

⁴⁵ La numerosità dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane appare sostanzialmente in linea con le medie internazionali. Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 12.

⁴⁶ Si tratta di 4 società su 8 che aderiscono al Codice e presentano un CdA non in linea con le raccomandazioni del Codice. Il dato appare sostanzialmente stabile rispetto al 2015. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

In linea generale, l'organo gestorio vede un'equilibrata distribuzione di amministratori appartenenti alle categorie previste dal Codice, con sensibili variazioni in relazione alla dimensione e al settore dell'emittente. Rispetto agli anni precedenti, si rileva, in particolare, una diminuzione delle dimensioni del consiglio nel settore bancario.⁴⁷

Tra le società che aderiscono al Codice e che dichiarano la presenza di almeno un amministratore esecutivo è stato possibile individuare 173 casi nei quali è identificabile un *Chief Executive Officer* (in seguito anche solo "CEO"): tale figura è tendenzialmente identificata esplicitamente, mentre in alcuni casi la classificazione è meno chiara; alcune società identificano infine più CEO. Rispetto agli anni precedenti si evidenzia un leggero miglioramento nella identificazione del *Chief Executive Officer*, soprattutto nel settore finanziario (dal 67% del 2015 al 78% del 2016).⁴⁸

Il Comitato raccomanda agli emittenti di curare l'adeguatezza e la completezza delle informazioni relative ai singoli componenti del consiglio di amministrazione, come richiesto esplicitamente del Codice, con particolare riferimento all'identificazione del principale responsabile della gestione dell'emittente (CEO), necessaria, tra l'altro, per un corretto allineamento con altre raccomandazioni del Codice (p.e. nomina del LID).

Quanto alla diversità di genere negli organi di amministrazione e controllo, a seguito dell'introduzione della legge n. 120 del 12 luglio 2011⁴⁹, si è assistito a un progressivo incremento del numero delle donne negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate italiane. Considerando che la legge trova applicazione soltanto per le società i cui organi sono stati soggetti a rinnovo successivamente al 12 agosto 2012 e che la durata dei mandati consiliari è di norma triennale, l'operatività della legge è destinata a un'attuazione graduale.

Alla fine del 2015, tutte le società avevano provveduto ad almeno un rinnovo secondo la nuova disciplina; si è completata, dunque, l'applicazione delle quote richieste per il primo mandato (1/5 di consiglieri donna) e sono entrate in vigore le disposizioni più stringenti previste per il secondo mandato (1/3 di consiglieri donna).

⁴⁷ La dimensione del consiglio varia da una media di 8,4 consiglieri nelle Small Cap a una media di 12,7 nelle FTSE Mib. Nel settore finanziario si registra una media del 14,3, rispetto al 9,3 in quello non finanziario; la lieve flessione delle dimensioni del consiglio nel settore finanziario è determinata prevalentemente dalla riduzione dei consigli nelle banche. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 11.

⁴⁸ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

⁴⁹ La l. 120/2011 impone la presenza del genere "meno rappresentato" negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate nella misura minima pari ad almeno un quinto dei componenti (approssimato per eccesso) in sede di primo mandato, e almeno un terzo nei successivi due mandati.

La percentuale di donne risultante alla fine dell'ultima stagione assembleare è pari al 30% circa, in costante e progressivo aumento rispetto agli anni passati.⁵⁰

Rappresentanza femminile nei board delle società quotate (dati aggiornati a fine giugno 2016)

	female directorship ¹		diverse-board companies ²	
	no.	weight on total number of directorships	no.	weight on total number of companies
2008	170	5.9	126	43.8
2009	173	6.3	129	46.4
2010	182	6.8	133	49.6
2011	193	7.4	135	51.7
2012	288	11.6	169	66.8
2013	421	17.8	202	83.5
2014	521	22.7	217	91.9
2015	622	27.6	230	98.3
2016	687	30.5	228	99.1

Fonte: Consob, cit., Tab. 2.13. *Data on corporate boards of Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. Companies under liquidation at the reference date are excluded.*
¹ Figures refer to the board seats held by women. ² Diverse-board companies are firms where at least one female director sits on the board.

Il numero medio delle donne che siedono in consiglio è più elevato nelle società a maggiore capitalizzazione nel settore finanziario.⁵¹ In linea con il panorama europeo⁵², l'aumento della rappresentanza del genere femminile non ha tuttavia inciso sulla qualifica ricoperta dalle consigliere in carica: nel 68% dei casi si tratta di consiglieri indipendenti, mentre sono limitati i casi di donne nel ruolo di CEO o Presidenti.⁵³

⁵⁰ Cfr. Consob 2016, cit., Tab. 2.13, che riporta i dati per tutte le società quotate, aggiornate a fine giugno 2016. Le società che presentano almeno una donna nei loro organi sociali rappresentano pressoché la totalità del listino di Borsa (99,1%), in deciso e costante aumento rispetto al 66,8% del 2012 e al 43,8% del 2008.

⁵¹ Cfr. Consob 2016, cit., Tab. 2.15, dalla quale risulta che il numero medio di consiglieri donna è pari 4,1 nelle FTSE Mib, 3,6 nel Mid Cap, 2,6 nelle Star e 2,7 nelle altre. Quanto al settore di appartenenza, il numero medio delle donne in consiglio è pari 3,5 nel settore finanziario rispetto al 2,8 del settore industriale e al 3,0 nel settore dei servizi.

⁵² Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 12. Con riferimento alle società italiane (le società censite rappresentano la metà del MTA di Borsa Italiana SpA), lo studio riporta la differenza tra donne e uomini in termini di esperienza manageriale (rispettivamente 40 e 51%) e quella professionale (rispettivamente 40 vs. 23%), che evidenziano un'inferiore esperienza manageriale delle donne rispetto a una loro più elevata esperienza professionale (giuridica ed economica). Cfr. Id., cit., p. 31.

⁵³ Cfr. Consob 2015, cit., Tab. 2.17. Con riferimento specifico alla composizione degli organi sociali nelle FTSE Mib si veda anche Mercer, cit., p. 18, dal quale risulta che le donne rappresentano il 29% dei componenti dei consigli di amministrazione, il 18% dei membri dei consigli di sorveglianza e il 33% dei componenti dei collegi sindacali. Con riferimento alla composizione del CdA, le donne rappresentano tuttavia soltanto il 3% delle cariche esecutive.

Posizione ricoperta dai consiglieri di genere femminile¹ (dati aggiornati a fine giugno 2016)

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director ³		minority director	
	no. of directors	weight ²	no. of directors	weight ²	no. of directors	weight ²	no. of directors	weight ²	no. of directors	weight ²
2013	13	3.2	10	2.5	33	8.1	244	59.8	20	4.9
2014	16	3.1	16	3.1	32	6.1	333	64.0	37	7.1
2015	16	2.6	17	2.7	36	5.8	424	68.3	42	6.8
2016	17	2.5	21	3.1	40	5.8	471	68.6	49	7.1

Fonte: Consob, cit., Tab. 2.17. *Data on corporate boards of Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange. Companies under liquidation at the reference date are excluded.*
¹ Figures refer to the board seats held by women. ² Weight on total number of directorships. ³ Number of independent directors meeting the independence criteria set forth by the Corporate Governance Code or, if no director meets the criteria of the Code, in the Consolidated Finance Law.

1.3. Gli amministratori indipendenti

Il *principio* 3.P.1. raccomanda alle società di assicurare un numero “adeguato” di amministratori indipendenti, valutato in relazione alle dimensioni del consiglio e all’attività svolta dall’emittente (*criterio applicativo* 3.C.3.). Al fine di agevolare gli emittenti nella definizione del numero di indipendenti da considerarsi adeguato, il Codice esplicita per quelli appartenenti all’indice FTSE Mib la necessaria presenza di almeno un terzo di amministratori indipendenti (con arrotondamento all’unità inferiore), precisando che in tutti gli altri casi essi non possono essere meno di due.

Il regime transitorio fissato dal *principio guida* IX del Codice differiva l’operatività della raccomandazione rivolta alle FTSE Mib a decorrere dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione successivo alla fine dell’esercizio che inizia nel 2012; il regime transitorio si è dunque esaurito soltanto con i rinnovi degli organi amministrativi avvenuti nel 2015, oggetto delle relazioni esaminate in questo Rapporto.

I dati analizzati evidenziano un allineamento quasi completo con le citate raccomandazioni del Codice: a fine 2015 quasi tutte le società FTSE Mib avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti⁵⁴; il

⁵⁴ Tra le FTSE Mib che aderiscono al Codice, 34 società su 35, pari al 97% del totale (cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50) che rispettano il requisito di composizione. La società *non compliant* fornisce una spiegazione del mancato allineamento con il Codice.

96% delle società che aderiscono al Codice è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti⁵⁵.

Quanto alla qualità dell'informativa fornita sulla concreta applicazione della qualifica di indipendenza (da Codice) degli amministratori, si ricorda che l'elenco dei parametri forniti dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice deve intendersi come meramente esemplificativo e non tassativo, che gli emittenti sono invitati ad applicare con prevalenza della sostanza sulla forma. Come precisato nel *commento* all'art. 3, l'emittente è libero di effettuare la valutazione di indipendenza anche alla luce di criteri diversi, in tutto o in parte, "*dandone adeguata e motivata comunicazione al mercato*".

Sul punto, il Comitato rileva che la disapplicazione di uno o più dei criteri proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è piuttosto rara.⁵⁶ Il criterio disapplicato è quello relativo alla durata in carica ultranovennale (3.C.1., lett. e)), cui si aggiungono talvolta uno o più altri criteri. La disapplicazione del criterio della ultra-novennalità è sempre motivata dalle società che aderiscono al Codice. Le ragioni della disapplicazione sono generalmente ricondotte all'opportunità di privilegiare le competenze acquisite nel tempo o di non applicare il criterio in modo automatico.

Alcune società non hanno disapplicato, invece, i criteri del Codice, ma hanno valutato, nel caso concreto, l'indipendenza del singolo amministratore, in virtù del principio della "prevalenza della sostanza sulla forma" (sancito dal *criterio applicativo* 3.C.1. del Codice): si tratta di 35 società (rispetto alle 39 del 2015), di cui tutte (erano il 97% nel 2015 e l'85% nel 2014) forniscono una giustificazione elaborata con riferimento al caso concreto, riportando informazioni specifiche in relazione a singoli amministratori (e/o sindaci) interessati.⁵⁷

Considerato il rilievo degli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare, il Comitato sottolinea l'opportunità di fornire nella relazione sul governo societario informazioni e motivazioni adeguate sugli elementi valutati dal board sia nei casi di applicazione dei criteri di indipendenza indicati dal Codice che in quelli di una loro disapplicazione o applicazione sostanzialista.

⁵⁵ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

⁵⁶ 14 società hanno dichiarato di voler disapplicare uno o più criteri di indipendenza previsti dal Codice (pari al 6% del totale; cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 52). I dati si riferiscono alle sole società che hanno aderito al Codice di autodisciplina.

⁵⁷ I dati si riferiscono alle sole società che hanno aderito al Codice di autodisciplina. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 52.

1.4. Competenza e professionalità degli amministratori

Come specificato nel *commento* all'art. 1 del Codice, nell'ambito della *board evaluation* il consiglio dovrebbe verificare che siano adeguatamente rappresentate in consiglio oltre alle diverse componenti (esecutiva, non esecutiva, indipendente) anche le competenze professionali e manageriali⁵⁸, anche di carattere internazionale⁵⁹, degli amministratori, tenendo altresì conto dei benefici che possono derivare dalla presenza in consiglio di diversi generi, fasce d'età e anzianità di carica.

Il *criterio applicativo* 1.C.1. lett. h) del Codice raccomanda inoltre al consiglio di amministrazione uscente di esprimere, tenuto conto degli esiti della *board evaluation*, orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna. L'espressione di tali orientamenti è riscontrabile soltanto in un quarto delle società che hanno operato il rinnovo nel 2016 e nel 2015.⁶⁰ La percentuale è bassa anche se si considerano le sole società di maggiori dimensioni.⁶¹

Il basso livello di *compliance* è stato evidenziato già nel Rapporto 2015, nel quale il Comitato invitava i consigli di amministrazione uscenti a esprimere, ad esito del processo di autovalutazione, gli orientamenti sulle figure manageriali e professionali, la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna.

Il Comitato raccomanda agli emittenti una maggiore responsabilizzazione del *board* uscente, con l'eventuale supporto del comitato per le nomine, nell'individuare le professionalità dei futuri consiglieri al fine di assicurare l'ottimale composizione del consiglio.

Inoltre, alla luce del *commento* all'art. 5 del Codice, che sottolinea il ruolo del comitato nomine nel caso in cui sia lo stesso consiglio a presentare una lista per il suo rinnovo, si osserva che attualmente lo statuto di 11 società appartenenti all'indice FTSE Mib prevede tale

⁵⁸ Il *background* manageriale risulta il più diffuso tra gli amministratori delle società quotate italiane (50% dei casi, mentre seguono i professionisti (29%) e imprenditori (18%). L'esperienza professionale è tendenzialmente legata a profili giuridici ed economici, mentre l'esperienza imprenditoriale è generalmente legata alla struttura proprietaria della società (socio fondatore e soggetti a lui legati da grado di parentela). Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 29.

⁵⁹ Quasi un terzo dei consiglieri delle FTSE Mib risulta avere un'esperienza internazionale o essere di origini estere. Dati TEH – Ambrosetti, cit., p. 46.

⁶⁰ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 6.

⁶¹ Cfr. Crisci&Partners, cit., p. 25, dal quale risulta che su un campione di 10 società a maggiore capitalizzazione che dovevano rinnovare il consiglio nel 2016, soltanto 4 consigli hanno espresso un orientamento agli azionisti sulla sua composizione ottimale, come raccomandato dal Codice.

facoltà e che nei 3 casi in cui il CdA uscente ha effettivamente presentato una lista per il suo rinnovo il comitato per le nomine è stato sempre coinvolto.⁶²

1.5. I comitati consiliari

Il Codice raccomanda agli emittenti di istituire, all'interno del consiglio di amministrazione, comitati con funzioni istruttorie e consultive nelle materie che presentino maggiori profili di potenziale conflitto di interessi; in particolare, esso raccomanda l'istituzione di un comitato per le nomine (*principio 5.P.1.*), un comitato per la remunerazione (*principio 6.P.3.*) e un comitato controllo e rischi (*principio 7.P.3.*).

Con riferimento alla loro composizione, il Codice raccomanda che il comitato per le nomine sia composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti, mentre richiede che il comitato per la remunerazione e il comitato controllo e rischi siano composti da soli indipendenti o, in alternativa, da soli non esecutivi, in maggioranza indipendenti, tra cui è scelto il presidente del comitato.

Il *criterio applicativo 4.C.1.*, lett. g) raccomanda agli emittenti che aderiscono al Codice di fornire nella relazione sul governo societario un'adeguata informativa sull'istituzione e sulla composizione dei comitati, sul contenuto dell'incarico ad essi conferito nonché sull'attività effettivamente svolta nel corso dell'esercizio, specificando numero e durata delle riunioni e la relativa percentuale di partecipazione di ciascun membro.

Il comitato per le nomine

Il comitato per le nomine è stato costituito da poco più della metà delle società che aderiscono al Codice (121 su 208) ed è frequentemente (in 75 casi) unificato con il comitato per le remunerazioni.⁶³

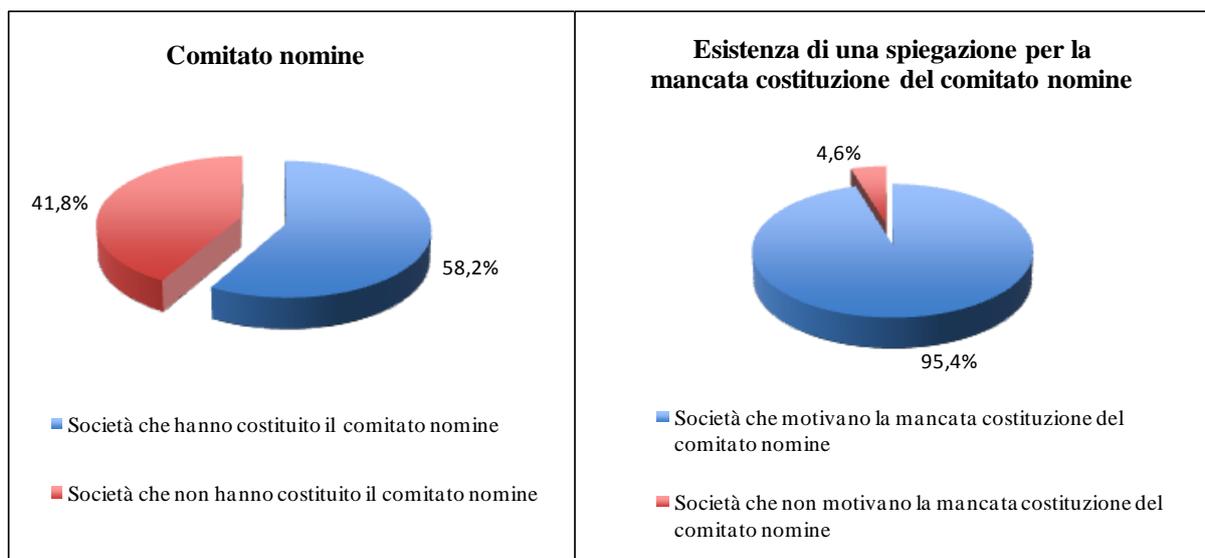
Quasi tutte le società che aderiscono al Codice e non hanno costituito il comitato per le nomine forniscono la *disclosure* delle ragioni di tale scelta (95%)⁶⁴. La giustificazione fornita fa frequentemente riferimento alle disposizioni di legge e, in particolare, al sistema di "voto di lista"; in alcuni casi è stato fatto riferimento al ruolo propositivo svolto dall'azionista di riferimento o più genericamente alla struttura dell'azionariato. Altre società hanno fatto

⁶² Cfr. Ernst&Young, cit., p. 16.

⁶³ Considerando il campione complessivo che include le società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice, è possibile osservare che sono stati complessivamente istituiti 124 comitati per le nomine; tre società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice hanno istituito, dunque, in via volontaria, un comitato per le nomine. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 18.

⁶⁴ I dati fanno esclusivo riferimento alle società che aderiscono al Codice di autodisciplina. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 18.

riferimento alla facoltà di non costituire il comitato in presenza di determinate condizioni, offerta dal *criterio applicativo* 4.C.2., attribuendo le sue funzioni al *plenum* del consiglio.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Nei 46 casi in cui è stato istituito un comitato per le nomine autonome (i.e. non unificato con altri comitati), la sua composizione è quasi sempre (93% dei casi) in linea con le raccomandazioni del Codice (maggioranza di amministratori indipendenti).⁶⁵

Nel 2015, il Comitato ha valutato positivamente l'elevata presenza di motivazioni nei casi di mancata istituzione del comitato per le nomine.

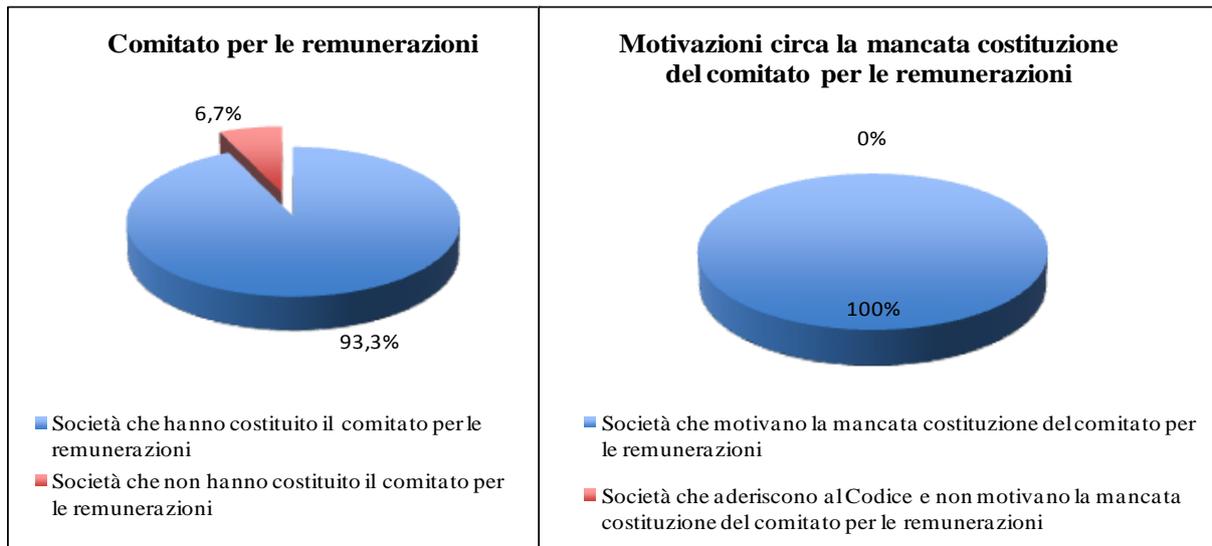
Confermando questa valutazione, il Comitato ricorda che il Codice ha raccomandato l'istituzione del comitato nomine in virtù della sua importante funzione consultiva nella definizione della composizione ottimale del consiglio e che, benché l'origine dell'istituto lo ricolleggi a modelli di *governance* e assetti proprietari riconducibili al modello anglosassone, esso possa svolgere un fondamentale ruolo anche nelle società caratterizzate da una struttura proprietaria più concentrata.

Infatti, tra i compiti attribuiti dal Codice al comitato per le nomine non è prevista la presentazione di liste per il rinnovo del consiglio.

Il comitato per le remunerazioni

Il comitato per le remunerazioni è stato costituito dal 93% delle società che aderiscono al Codice (194 su 208)⁶⁶.

⁶⁵ Si tratta di 43 società sulle 46 che hanno aderito al Codice e hanno istituito un comitato per le nomine autonome; nelle società che hanno istituito un comitato unificato, esso presenta una composizione allineata con il Codice nell'87% dei casi. I dati fanno esclusivo riferimento alle società che aderiscono al Codice di autodisciplina. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 53.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Tutte le 14 società che non l'hanno istituito e che aderiscono al Codice hanno fornito una giustificazione della mancata costituzione (nel 2015 la *compliance* era circa dell'87%).⁶⁷ La spiegazione fornita fa spesso riferimento alle dimensioni della società e alle esigenze di semplificazione degli assetti organizzativi.⁶⁸

La composizione del comitato per la remunerazione è nel 90% dei casi in linea con le raccomandazioni del Codice. Il grado di *compliance* è in costante aumento: era l'87% dei casi nel 2015 e l'82% del 2014.⁶⁹ Nelle 15 società che aderiscono al Codice e che presentano un comitato con composizione *non-compliant* con quella raccomandata, tutte hanno fornito una spiegazione.

Il comitato controllo e rischi

⁶⁶ Il comitato per la remunerazione è stato complessivamente istituito da 202, se si considerano anche le società che non hanno aderito al Codice; tra le società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice, ben 8 società hanno istituito in via volontaria, un comitato per la remunerazione. Il numero medio dei suoi componenti è pari a tre. In 13 società, tutte rientranti nella fattispecie del *board* formato da non più di 8 membri (cfr. *criterio applicativo* 4.C.1. lett. a)), il comitato è composto da due soli consiglieri. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 20.

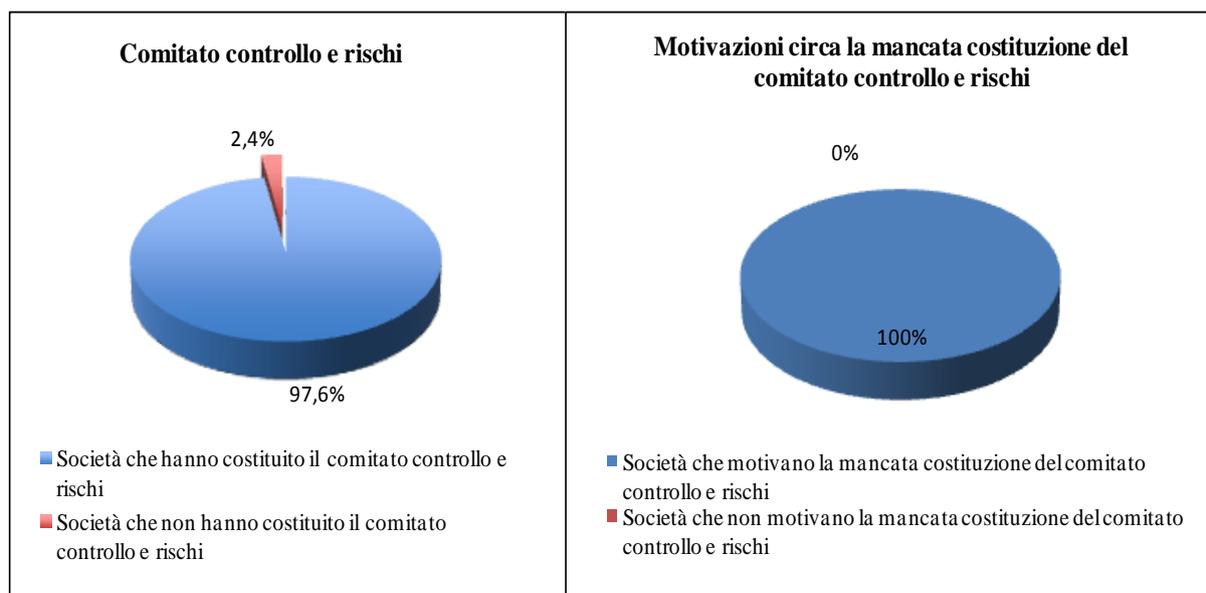
⁶⁷ I dati si riferiscono alle sole società che hanno aderito al Codice di autodisciplina. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 54.

⁶⁸ Alcune società motivano la mancata istituzione del comitato affermando che il compenso è determinato dall'assemblea all'atto di nomina; una società giustifica la mancata istituzione con l'esistenza di vincoli in materia di remunerazioni imposti dalla normativa speciale. Alcune società hanno investito della funzione l'intero consiglio di amministrazione, applicando la facoltà prevista dal *criterio applicativo* 4.C.2. del Codice; altre giustificano la mancata istituzione con l'attribuzione delle relative funzioni al medesimo comitato della controllante ovvero facendo riferimento a ruolo, numero e/o autorevolezza degli amministratori indipendenti.

⁶⁹ I dati fanno riferimento soltanto alle società che hanno aderito all'ultima edizione del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 54.

Il comitato controllo e rischi è stato costituito dalla maggior parte delle società quotate italiane (quasi il 97% di tutte le società che aderiscono al Codice; i.e. 203 su 208).⁷⁰

Tutte le 5 società che non hanno istituito il comitato e che aderiscono al Codice hanno fornito una spiegazione della disapplicazione (così come nel 2015). Anche in questo caso la spiegazione fornita fa spesso riferimento alle limitate dimensioni della società o esigenze di semplificazione dell'assetto organizzativo dell'emittente e/o si afferma che le sue funzioni sono state assunte dagli organi delegati o dall'organo di controllo.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

La composizione del comitato controllo e rischi risulta nel 92% dei casi⁷¹ in linea con le raccomandazioni del Codice, in aumento rispetto al 2015 (90%) e al 2014 (89%). Tutte le 17 società che aderiscono al Codice e non hanno un comitato *compliant* nei termini raccomandati, forniscono una spiegazione della disapplicazione.

Il Comitato osserva con favore il grado di *compliance* raggiunto dalle società in merito all'istituzione e alla composizione dei comitati per la remunerazione e per i controlli e rischi e la accresciuta qualità delle spiegazioni in caso di disallineamento dalle raccomandazioni del Codice al riguardo.

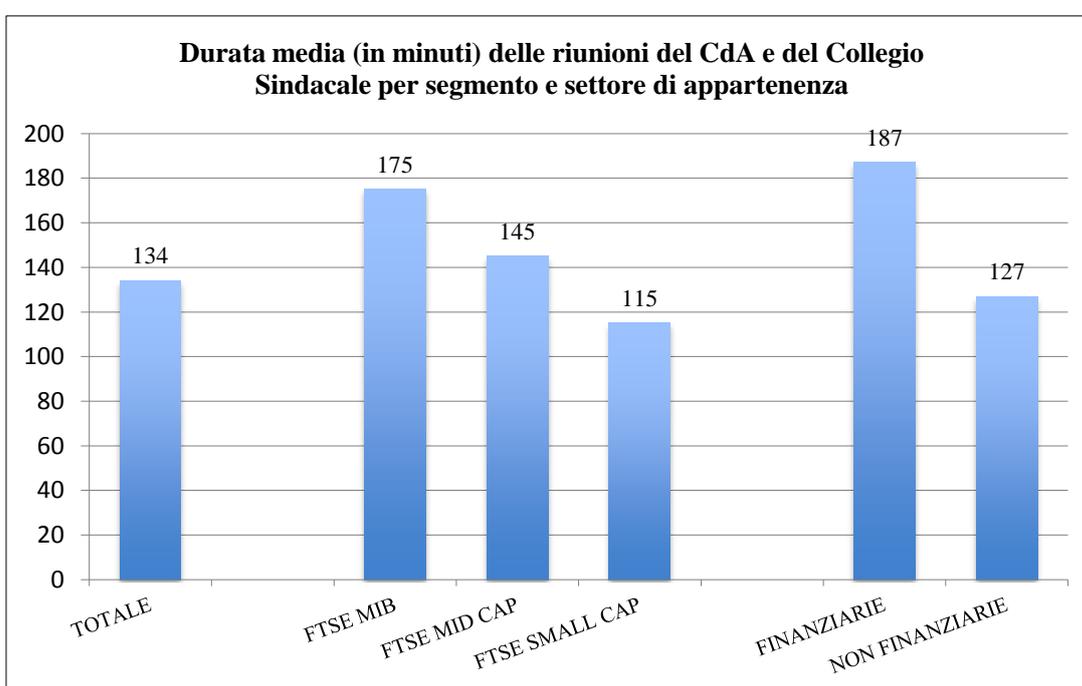
⁷⁰ Se si considerano anche le società che non hanno aderito al Codice, il comitato controllo e rischi è stato complessivamente istituito da 211 (pari al 93% del totale): esso è previsto, dunque, anche da 8 società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 23. Il numero di componenti è quasi sempre pari o superiore a 3; in 19 casi il comitato controllo e rischi è composto da 2 amministratori.

⁷¹ In 186 società, considerate sulla base del campione delle sole società che aderiscono all'ultima edizione del Codice (cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., p. 136).

1.6. Le riunioni consiliari e la partecipazione dei consiglieri

L'informazione sulla cadenza delle riunioni del CdA è disponibile sempre: il numero medio è pari a 10,6 (in aumento rispetto al 10,1 del 2015), con sensibili variazioni a seconda del settore e della dimensione. L'incremento del numero di riunioni è costante e particolarmente significativo nelle società maggiori (nel FTSE Mib la frequenza è aumentata complessivamente del 20% rispetto al 2012).

Il Codice raccomanda inoltre agli emittenti di indicare nelle loro relazioni sul governo societario anche la durata media delle riunioni consiliari. L'informazione è disponibile per la quasi totalità delle società⁷². La durata media delle riunioni è pari a circa due ore e un quarto (134 minuti), con variazioni notevoli per dimensione e settore.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

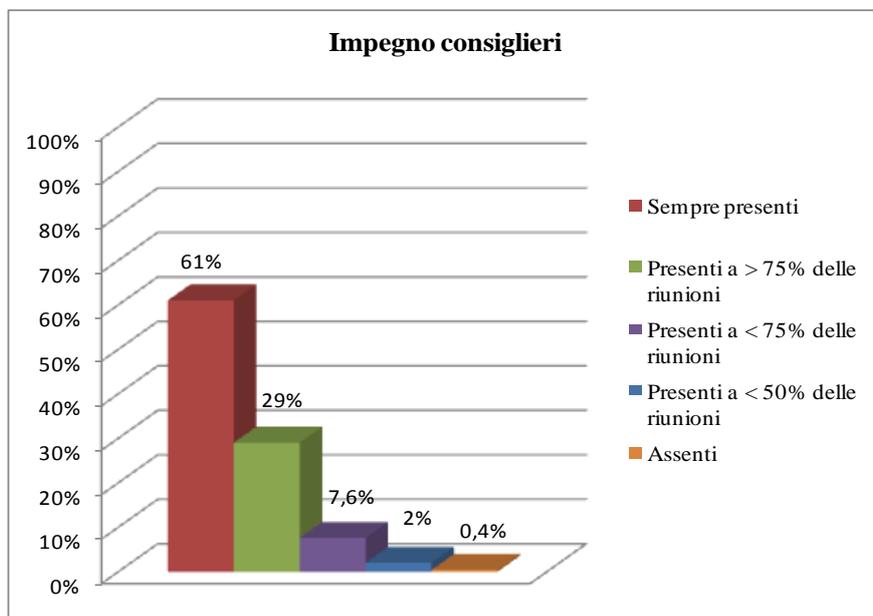
L'informazione sulla partecipazione effettiva dei singoli consiglieri è disponibile per la quasi totalità dei consiglieri (99%, in leggero aumento rispetto al 97% del 2015).

La percentuale media di presenza è pari al 92%. Il 10% degli amministratori hanno partecipato a meno del 75%⁷³ delle riunioni che si sono tenute nell'esercizio di riferimento; in lieve calo rispetto agli anni precedenti (12% nel 2015, 14% nel 2011). Anche se poco

⁷² Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit. Tab. 2, dal quale si evince che tale informazione è fornita da 216 società (pari al 95% del totale); dato sostanzialmente stabile rispetto al 2015. Tutti i dati menzionati fanno riferimento all'interno campione analizzato da Assonime-Emittenti Titoli. Tra le società che aderiscono al Codice, si registra comunque la presenza di alcune società (3% delle aderenti) che non forniscono informazioni né spiegazioni.

⁷³ La soglia del 75% di partecipazione è frequentemente utilizzata a livello internazionale per le decisioni di voto dagli investitori per la riconferma dei consiglieri.

numerosi, sono comunque riscontrabili casi di assenteismo significativo: 54 amministratori hanno partecipato a meno di metà delle riunioni.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Il Comitato invita gli emittenti a confrontare i propri dati sulle riunioni consiliari con le medie indicate nel Rapporto, ponendo particolare attenzione ai casi estremi di durata molto inferiore o molto superiore ai valori medi; tali informazioni, così come i casi di assenteismo significativo (<50%) o comunque rilevante (<75%), dovrebbero essere oggetto di un'attenta considerazione in sede di autovalutazione del consiglio anche in vista dei futuri rinnovi dell'organo amministrativo.

1.7. Le riunioni dei soli amministratori indipendenti

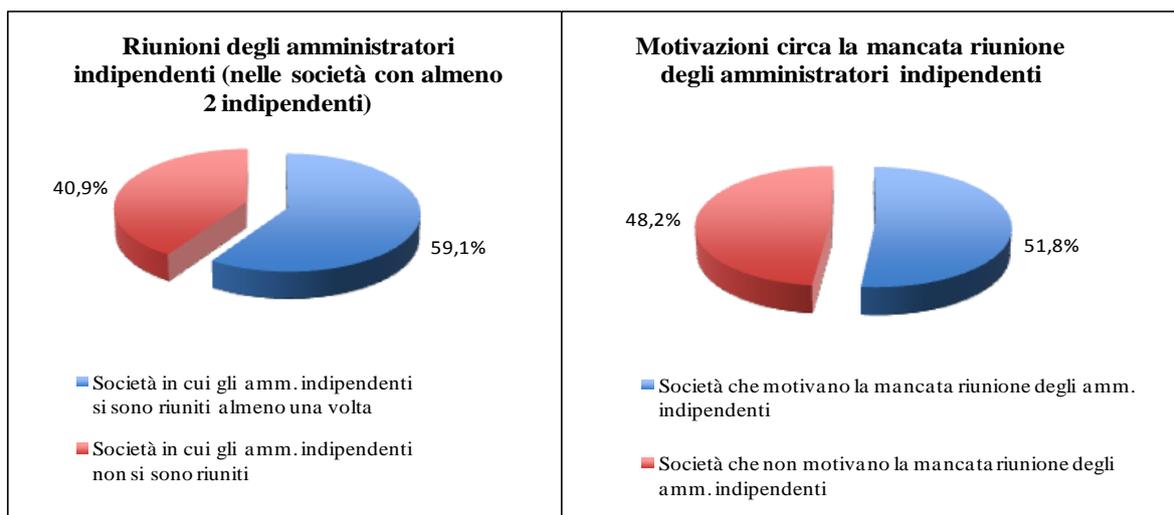
Il Codice raccomanda che, almeno una volta l'anno, siano convocate riunioni degli amministratori indipendenti per la discussione dei temi giudicati di interesse rispetto al funzionamento del CdA o alla gestione sociale. Come specificato in occasione della revisione 2015 del Codice (cfr. *commento* all'art. 3), tali riunioni devono intendersi come riunioni convocate *ad hoc*, intese quali riunioni separate e distinte rispetto alla riunioni dei comitati consiliari.

Dalle relazioni pubblicate nel 2016, risulta come poco più di metà delle società che hanno almeno due amministratori indipendenti riferisce l'avvenuta riunione di soli amministratori indipendenti (59% in calo rispetto al 64% di *compliance* nel 2015⁷⁴).

⁷⁴ Il dato si riferisce alle sole società che aderiscono all'ultima edizione del Codice; una sola società che non aderisce al Codice ha invece dichiarato, in via puramente volontaria, l'avvenuta riunione dei soli amministratori indipendenti. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 14 e 51.

Il livello di *compliance* varia soprattutto con riferimento alla dimensione degli emittenti: la percentuale sale al 75% delle società appartenenti all'indice FTSE Mib (in leggero aumento rispetto al 74% circa del 2015). L'applicazione della raccomandazione del Codice risulta inoltre più frequente nelle società che hanno designato un LID (66% dei casi).⁷⁵

Nei numerosi casi di *non compliance*, soltanto metà delle società fornisce una spiegazione come raccomandato dal Codice; anche in questo caso la *disclosure* delle informazioni aumenta notevolmente nelle società di maggiori dimensioni.⁷⁶



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Il Comitato osserva che l'allineamento delle società con la raccomandazione sulle riunioni degli amministratori indipendenti così come la qualità delle informazioni fornite in caso di *non compliance* non mostrano significativi miglioramenti nel tempo. Anche in questo caso, sia la disapplicazione che la mancata spiegazione delle *non-compliance* potrebbero meritare una più attenta riflessione in sede di autovalutazione del consiglio di amministrazione.

1.8. La circolazione dell'informativa pre-consiliare

Il *criterio applicativo* 1.C.5. del Codice raccomanda che il presidente del consiglio di amministrazione si adoperi affinché la documentazione consiliare sia inviata con congruo anticipo e che la società fornisca informazioni sulla tempestività e sulla completezza dell'informativa pre-consiliare. In particolare, il Codice raccomanda di riportare, nella relazione sul governo societario, informazioni dettagliate circa il preavviso ritenuto generalmente congruo per l'invio della documentazione, indicando se il termine sia stato

⁷⁵ I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 51.

⁷⁶ Si tratta del 75% delle società appartenenti all'indice FTSE Mib che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 51.

normalmente rispettato. L'importanza di un'adeguata informativa pre-consiliare e consiliare è stata sottolineata più volte dal Comitato nelle sue precedenti Relazioni annuali.⁷⁷ In particolare, alla luce delle raccomandazioni contenute nella Relazione 2013, il Comitato è intervenuto nel 2014 sul *commento* all'art. 1 del Codice per precisare l'importanza del ruolo del presidente nel curare che, al verificarsi di casi specifici in cui non sia stato possibile fornire la necessaria informativa con congruo anticipo, siano effettuati adeguati e puntuali approfondimenti durante le sessioni consiliari.

Nel 2015, pur rilevando la qualità delle indicazioni fornite *ex ante* sulla circolazione dell'informativa pre-consiliare, il Comitato ha evidenziato importanti margini di miglioramento con riferimento all'informativa *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso e, in particolare, sul rispetto del termine precedentemente indicato come congruo, esortando gli emittenti a migliorare l'applicazione della raccomandazione in commento e darne adeguata divulgazione nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2016, traspare che le indicazioni sulla circolazione dell'informazione pre-consiliare sono state date dal 97% delle società che aderiscono al Codice.⁷⁸

Il 73% delle società che aderiscono al Codice e forniscono informazioni ha quantificato in modo preciso il preavviso normalmente ritenuto congruo (era pari al 71% nel 2015). L'informazione è fornita con frequenza più elevata dalle società maggiori (ad es. dal 77% delle FTSE Mib) e nel settore finanziario (ove è fornita nel 78% dei casi; presso le banche la percentuale sale all'81%).⁷⁹

Quanto all'informativa che gli emittenti sono invitati a fornire *ex post* sull'effettiva congruità del preavviso e, in particolare, sul rispetto del termine precedentemente indicato come congruo, si rileva che soltanto il 65% delle società che aderiscono al Codice indica esplicitamente che il preavviso individuato come congruo è stato normalmente rispettato; il livello di *compliance* rilevato è basso, ma evidenzia al contempo un netto miglioramento nel tempo rispetto al 51% del 2015 e al 46% del 2014.

⁷⁷ Cfr. Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2013, pp. 10-11, e Relazione annuale 2014, pp. 16-17.

⁷⁸ Se si considera l'intero campione, comprese le società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice, tale informazione è fornita da 217 società (pari al 96% del totale), in costante aumento rispetto agli anni precedenti (95% nel 2015, 92% nel 2014 e 90% nel 2013). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

⁷⁹ I dati si riferiscono soltanto alle società che aderiscono al Codice. Le percentuali variano lievemente se si considera l'intero campione che comprende anche le "non aderenti". Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

L'allineamento con il Codice si rivela piuttosto basso con riferimento all'esplicitazione del ruolo del Presidente del consiglio di amministrazione: soltanto nel 34% dei casi gli emittenti indicano che il presidente, ove non sia possibile in casi specifici fornire la necessaria informativa con congruo anticipo, cura che siano effettuati adeguati approfondimenti durante le sessioni consiliari.⁸⁰

L'applicazione della specifica raccomandazione del Codice trova una maggiore applicazione nelle società di maggiori dimensioni (46% nelle FTSE Mib) e nel settore finanziario (43%).⁸¹

Nonostante alcuni significativi miglioramenti rispetto agli anni precedenti, il Comitato ribadisce l'opportunità di migliorare la qualità della *disclosure* sull'informativa pre-consiliare, sia con riferimento ai termini che al loro effettivo rispetto. La tempestività dell'informativa pre-consiliare costituisce, infatti, insieme alla sua adeguatezza, un presupposto fondamentale per l'agire informato degli amministratori e, di conseguenza, per l'efficace funzionamento del consiglio.

Il Comitato invita inoltre a una maggiore valorizzazione del ruolo del Presidente con riferimento ai casi specifici in cui non sia stato possibile fornire la necessaria informativa con congruo anticipo, come indicato nel commento all'articolo 1 del Codice.

1.9. La partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio

Il *criterio applicativo* 1.C.6. del Codice prevede che il presidente del CdA possa chiedere, anche su indicazione di uno o più consiglieri, agli amministratori delegati la partecipazione alle riunioni consiliari dei dirigenti competenti secondo la materia, onde fornire gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno. In occasione delle modifiche apportate al Codice a luglio 2015, il Comitato aveva colto l'occasione per sottolineare l'importanza di un'adeguata informativa in merito nella relazione sul governo societario. Parimenti, nella Relazione 2015 il Comitato aveva evidenziato le recenti modifiche al Codice, incoraggiando le società a migliorare la qualità delle informazioni fornite nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario pubblicate nel 2016 si evince che soltanto il 62% delle società che aderiscono al Codice indica che la partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio di amministrazione ha effettivamente avuto luogo⁸².

⁸⁰ I dati si riferiscono soltanto alle società che aderiscono al Codice; la percentuale è pari al 31% se si considera l'intero campione che comprende anche le "non aderenti". Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

⁸¹ I dati si riferiscono soltanto alle società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

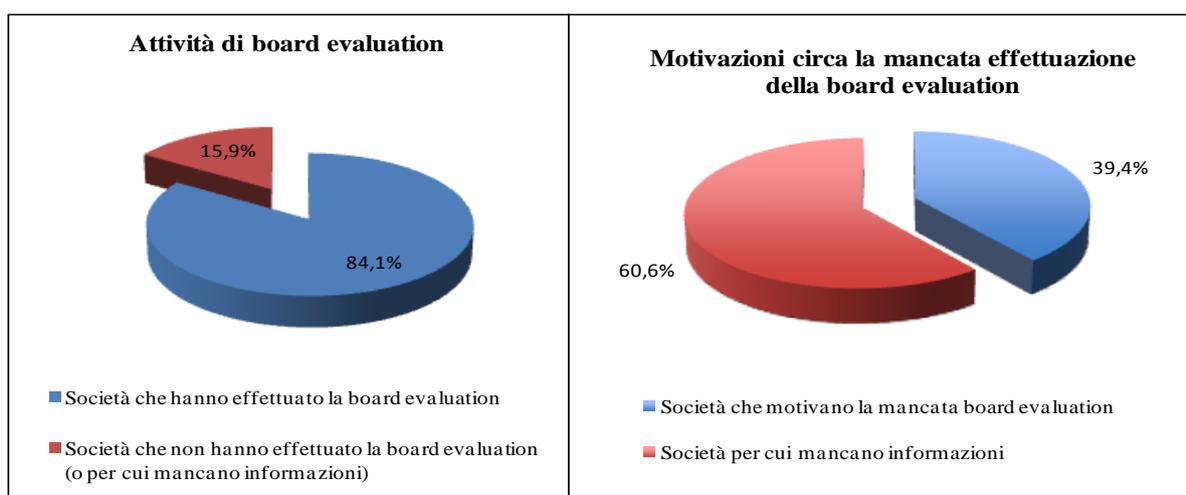
⁸² Il dato appare in lieve arretramento rispetto al 2015 (65%). Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 2.

I nuovi dati non evidenziano un significativo miglioramento della *compliance* degli emittenti italiani con riferimento all’effettiva partecipazione dei dirigenti alle riunioni del consiglio; di conseguenza il Comitato invita gli emittenti a verificare l’applicazione della citata raccomandazione in sede di autovalutazione del consiglio.

1.10. La board evaluation

Il Codice di autodisciplina raccomanda ai consigli di amministrazione di effettuare, almeno annualmente, la loro autovalutazione ed esprimere all’esito della stessa, in vista del rinnovo del consiglio, gli orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna.

Le relazioni sul governo societario riportano un quadro sostanzialmente stabile nel tempo: anche quest’anno una grande maggioranza delle società che aderiscono al Codice (pari all’84% del totale) ha comunicato di avere condotto l’attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione.⁸³ L’informazione è fornita con maggior frequenza dalle società maggiori (88% tra le FTSE Mib) e da quelle del settore finanziario (100%).⁸⁴



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Delle 33 società che aderiscono al Codice e non hanno effettuato l’autovalutazione o non forniscono informazioni in merito, poco più di un terzo (13 società), come nell’anno precedente, spiega la *non-compliance* con il Codice.⁸⁵ Sul punto, il Comitato aveva già

⁸³ Considerando il campione complessivo, che include le società che non aderiscono all’ultima edizione del Codice, le società che dichiarano di aver effettuato l’autovalutazione sono 182 (80% del totale); pertanto, 7 società che non aderiscono al Codice hanno effettuato comunque l’autovalutazione. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

⁸⁴ I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

⁸⁵ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 50.

richiamato l'attenzione delle società, raccomandando di fornire un'adeguata spiegazione nei casi di disapplicazione. Il Codice non raccomanda la pubblicazione dell'esito del processo di autovalutazione; conseguentemente, le società che la conducono forniscono raramente tale informazione.⁸⁶

Le società che aderiscono al Codice comunicano frequentemente anche le modalità di svolgimento della *board evaluation* (81% dei casi)⁸⁷. Con riferimento alle 25 società a maggiore capitalizzazione, si rileva inoltre che le autovalutazioni del consiglio si sono prevalentemente concentrate sulla struttura del consiglio, il processo decisionale e le procedure dello stesso, così come su temi di strategia e gestione dei rischi⁸⁸; gli orientamenti censiti sono comunque apparsi piuttosto generici, soprattutto con riferimento ai profili di professionalità dei futuri consiglieri.⁸⁹ Tra le società a più elevata capitalizzazione si riscontra un'attenzione particolare ai temi di formazione degli amministratori.⁹⁰

Due terzi delle società che hanno identificato il soggetto incaricato della funzione istruttoria del processo di autovalutazione hanno affidato l'incarico a un soggetto interno alla società (il 32% indica un comitato consiliare, l'8% il Presidente, il 15% uno o più amministratori indipendenti, il 22% una o più funzioni interne, come, ad esempio, quella di "affari societari"). Nel restante terzo dei casi le società hanno incaricato un consulente esterno.⁹¹

Nel 2014, il Comitato era intervenuto sul testo dell'art. 1 anche al fine di rafforzare la qualità informativa in capo agli emittenti che hanno deciso di attribuire l'istruttoria della *board evaluation* a un consulente esterno: al fine di migliorare la *disclosure*, il Codice raccomanda pertanto agli emittenti di identificare il consulente stesso e fornire informazioni sugli altri servizi prestati dallo stesso. Tra le società che aderiscono al Codice e hanno comunicato di

⁸⁶ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5; Crisci & Partners, cit., p. 10.

⁸⁷ Considerando il campione complessivo, che include le società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice, la percentuale è pari all'80%. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

⁸⁸ Crisci & Partners, cit., p. 8, dal quale risulta un sostanziale equilibrio tra i temi indicati, rispetto a una maggiore preferenza per le questioni attinenti alla gestione dei rischi risultante con riferimento all'esercizio precedente.

⁸⁹ Crisci & Partners, cit., p. 28, nel quale si suggerisce agli emittenti italiani di migliorare la definizione degli orientamenti in termini di competenza ed esperienza dei futuri consiglieri.

⁹⁰ Cfr. Crisci & Partners, cit., p. 11, che riporta gli esempi di numerose società di grandi dimensioni che hanno fatto riferimento alle *board induction*: nelle 25 società a maggiore capitalizzazione, infatti, 8 consigli hanno indicato i programmi di formazione come strumento per il rafforzamento del *board*, mentre 5 consigli hanno raccomandato, all'esito dell'autovalutazione, un incremento di tali programmi.

⁹¹ I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Alcune delle società censite hanno affidato l'incarico a più soggetti identificati e sono state pertanto conteggiate per ciascuna delle categorie dei soggetti indicati. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5.

aver affidato l'istruttoria al consulente esterno si rileva che l'86% ne ha fornito un'identificazione, mentre soltanto il 57% ha indicato l'eventuale prestazione di altri servizi da parte del consulente.⁹² Si tratta di dati in linea con quelli dell'anno precedente, rispetto ai quali il Comitato aveva richiamato l'attenzione delle società raccomandando una maggiore trasparenza.

Alla luce dei risultati raccolti nel Rapporto, il Comitato osserva una costante ed elevata applicazione delle raccomandazioni in termini di autovalutazione. Parimenti persistono anche le criticità evidenziate negli anni precedenti; in particolare, l'allineamento con il Codice è ancora parziale con riferimento alle spiegazioni fornite in caso di mancata autovalutazione e alle informazioni fornite sugli altri servizi prestati dal consulente esterno, che costituisce un elemento fondamentale per garantire la trasparenza della nomina e l'indipendenza del consulente.

1.11. I piani di successione

Il *criterio applicativo* 5.C.2. del Codice raccomanda al consiglio di amministrazione di valutare se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi e di fornire informazioni in merito nella relazione sul governo societario.

Dalle relazioni sul governo societario risulta che 185 società⁹³ hanno valutato se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, mentre soltanto 29 dichiarano l'esistenza di uno o più piani.⁹⁴ Il basso livello di adozione di piani di successione segna comunque un aumento rispetto agli anni precedenti (20 sia nel 2015 che nel 2014), riconducibile prevalentemente al settore finanziario, nel quale il numero dei piani è quasi raddoppiato nell'ultimo anno, arrivando al 62%.⁹⁵ L'informazione dimostra comunque una

⁹² Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 5. Le informazioni sugli altri servizi svolti dal consulente e sulla sua identificazione sono fornite con maggiore frequenza nelle 25 società a maggiore capitalizzazione (delle 15 società che hanno nominato un consulente esterno. 10 hanno fornito l'informazione sulla sua indipendenza; i.e. 80% dei casi). Cfr. Crisci & Partners, cit., pp. 20-21.

⁹³ Se si considerano tutte le società del campione di Assonime-Emittenti titoli, comprese quelle non aderenti al Codice, l'informazione è fornita da 194 società. La valutazione è stata effettuata, dunque, anche da alcune società che non aderiscono all'ultima edizione del Codice; in tutti questi casi non è stato comunque adottato un piano. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 7.

⁹⁴ I piani sono più frequenti nelle società appartenenti all'indice FTSE Mib (27%), mentre il 33% delle società del FTSE Mib dichiara che un piano è allo studio. I piani risultano poco frequenti nelle Mid Cap (11%) e nel segmento STAR (6%). Cfr. TEH-Ambrosetti, cit., p. 68

⁹⁵ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 7.

progressiva sensibilizzazione degli emittenti sul tema, dovuta probabilmente anche all'influenza esercitata dagli *stakeholder*.⁹⁶

All'incremento dei piani non corrisponde tuttavia un miglioramento delle informazioni sulla struttura di tali piani, come auspicato dal Comitato nel Rapporto 2015. Soltanto metà delle società che hanno un piano indica l'esistenza di meccanismi di sostituzione, mentre un terzo degli emittenti non identifica nemmeno gli organi coinvolti nell'applicazione del piano, benché il Codice raccomandi esplicitamente un ruolo del comitato per le nomine (cfr. *criterio applicativo* 5.C.2.) e auspichi, seppur nel commento, una chiara ripartizione di competenze.⁹⁷

Nei casi in cui è fornita informazione, l'istruttoria è generalmente affidata al comitato per le nomine, unitamente ad altri soggetti, come, ad esempio, il Presidente del consiglio di amministrazione.

Il Comitato valuta positivamente l'aumento, seppur marginale, dei piani adottati dalle società quotate italiane. Tuttavia, considerata la loro scarsa diffusione, il Comitato ricorda agli emittenti l'importanza di adeguate e formalizzate procedure per la successione degli amministratori esecutivi per garantire la stabilità e la continuità della gestione, valorizzando gli esiti delle autovalutazioni così come gli orientamenti del consiglio in merito alla sua composizione ottimale.

⁹⁶ Nedcommunity, cit., p. 22, nel quale si evidenzia anche il ruolo fondamentale dei consiglieri indipendenti nel sensibilizzare il *board* sull'opportunità dei piani in termini di stabilità e competitività dell'impresa.

⁹⁷ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 7.

2. Parte speciale: la politica sulla remunerazione

Il Codice di autodisciplina indica nel suo sesto articolo le *best practice* in materia di remunerazione di tutti i componenti dell'organo amministrativo. In particolare, la politica che il consiglio di amministrazione è chiamato a definire, su proposta del comitato per la remunerazione, dovrebbe stabilire la remunerazione di amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche in misura sufficiente da attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per un'efficiente gestione dell'impresa (cfr. *principio* 6.P.1.).

Nella definizione dei principi che dovrebbero orientare il consiglio e il comitato per la remunerazione, il Codice distingue tra la politica retributiva destinata agli *executive* dell'emittente (consiglieri esecutivi e dirigenti con responsabilità strategiche) da quella che concerne il compenso dei componenti non esecutivi e indipendenti del consiglio.

Per gli esecutivi si raccomanda la definizione di un pacchetto retributivo idoneo ad allineare i loro interessi con l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. *principio* 6.P.2., primo capoverso); per i non esecutivi il compenso deve essere commisurato all'impegno richiesto, ivi inclusa la loro partecipazione a uno o più comitati (cfr. *principio* 6.P.2., secondo capoverso).

Il Codice definisce alcune linee guida per la definizione della politica remunerativa, con particolare attenzione agli esecutivi, individuando i parametri cui orientare sia la componente fissa che quella variabile dei loro pacchetti retributivi, che dovranno essere adeguatamente bilanciate in funzione degli obiettivi strategici della politica di gestione dei rischi, anche in considerazione del settore e delle caratteristiche dell'attività d'impresa che caratterizzano l'emittente.

La componente fissa dovrebbe essere sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore (in caso di mancata erogazione di quella variabile; cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. c), mentre la componente variabile dovrebbe rappresentare una parte significativa del compenso complessivo ma essere al contempo legata al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance* che siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. d). Con riferimento alla componente variabile, inoltre, la politica retributiva dovrebbe definire i suoi limiti massimi (*cap*) nonché il differimento nel tempo di una sua porzione rilevante (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b) ed e).

Un *cap* dovrebbe essere definito anche con riferimento alle indennità eventualmente previste (o corrisposte) per la cessazione del rapporto di amministrazione. A tal fine il Codice indica come parametro di riferimento in alternativa un importo predeterminato o un determinato numero di anni di remunerazione, raccomandando alle società, in linea con le

raccomandazioni europee, di escludere la corresponsione di detta indennità nei casi in cui la cessazione del rapporto sia dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.

Dal 2014 il Codice raccomanda agli emittenti anche l'introduzione di apposite intese contrattuali che consentano la restituzione o il trattenimento del compenso variabile (o di una sua parte) che sia stato determinato sulla base di dati manifestamente errati (cfr. *criterio applicativo* 6.C.1., lett. f).

Le informazioni sull'applicazione dell'art. 6 possono risultare sia dalle relazioni sul governo societario⁹⁸ che dalle relazioni sulla remunerazione, redatte dalle società quotate italiane in conformità all'art. 123-ter Tuf e le relative disposizioni attuative.⁹⁹

2.1. Remunerazione fissa e variabile

Uno dei principi cardine del Codice sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche risiede nell'adeguato bilanciamento della componente fissa e di quella variabile.

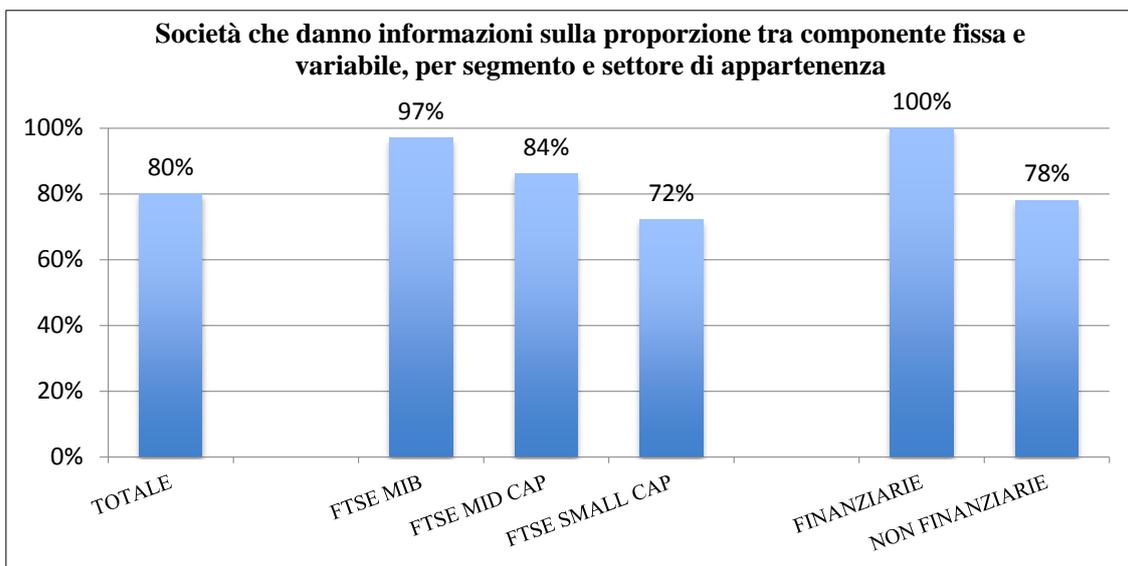
L'80% delle società che aderisce al Codice e che comunica l'esistenza di una componente variabile per la remunerazione degli esecutivi fornisce anche l'indicazione del peso relativo della parte fissa e di quella variabile¹⁰⁰.

La frequenza cresce con la dimensione aziendale (97% nel FTSE Mib rispetto all'84% nelle Mid Cap e al 72% nelle Small Cap) ed è più elevata nel settore finanziario, nel quale tutte le società che prevedono un compenso variabile definiscono anche il rapporto tra le due componenti rispetto al 78% delle società industriali.

⁹⁸ Nelle relazioni di *governance* sono generalmente riportate le informazioni su istituzione, composizione e funzionamento del comitato per la remunerazione e alcune precisazioni relative alla politica, come, ad esempio, la previsione di un accordo per la corresponsione di indennità di fine carica, l'esclusione di tale corresponsione o la previsione di limite massimo alle indennità eventualmente erogate.

⁹⁹ La relazione del consiglio di amministrazione redatta ai sensi dell'art. 123-ter Tuf deve contenere almeno le informazioni indicate nello Schema 7-bis dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti. La relazione si compone a tal fine da due sezioni: la prima sezione riporta la politica adottata dal consiglio e sottoposta al voto consultivo in assemblea, mentre la seconda sezione fornisce un'indicazione dettagliata, su base individuale, delle remunerazioni effettivamente corrisposte ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e, in forma aggregata, salvo particolari circostanze, ai dirigenti con responsabilità strategiche.

¹⁰⁰ La percentuale rimane stabile se si considerano tutte le società quotate, comprese quelle che non aderiscono al Codice (80%); dall'analisi risulta che anche alcune società che non aderiscono al Codice (sia finanziarie che non) prevedono un rapporto tra componente fissa e variabile. È in lieve aumento il numero delle società che comunicano l'esistenza di una componente fissa. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 25.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Il Comitato osserva che l'assenza di un'indicazione sul rapporto tra componente fissa e variabile comporta anche un'insufficienza informativa sull'adeguatezza delle componenti variabili. A tal fine, il Comitato invita gli emittenti a migliorare la precisione e la completezza delle informazioni fornite nella politica con riferimento alla componente fissa e a quella variabile, ricordando l'importanza di una strutturazione equilibrata del pacchetto retributivo.

2.2. I parametri di riferimento della componente variabile

Il Codice raccomanda agli emittenti che aderiscono al Codice di identificare che nella loro politica remunerativa gli obiettivi di *performance* siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo.

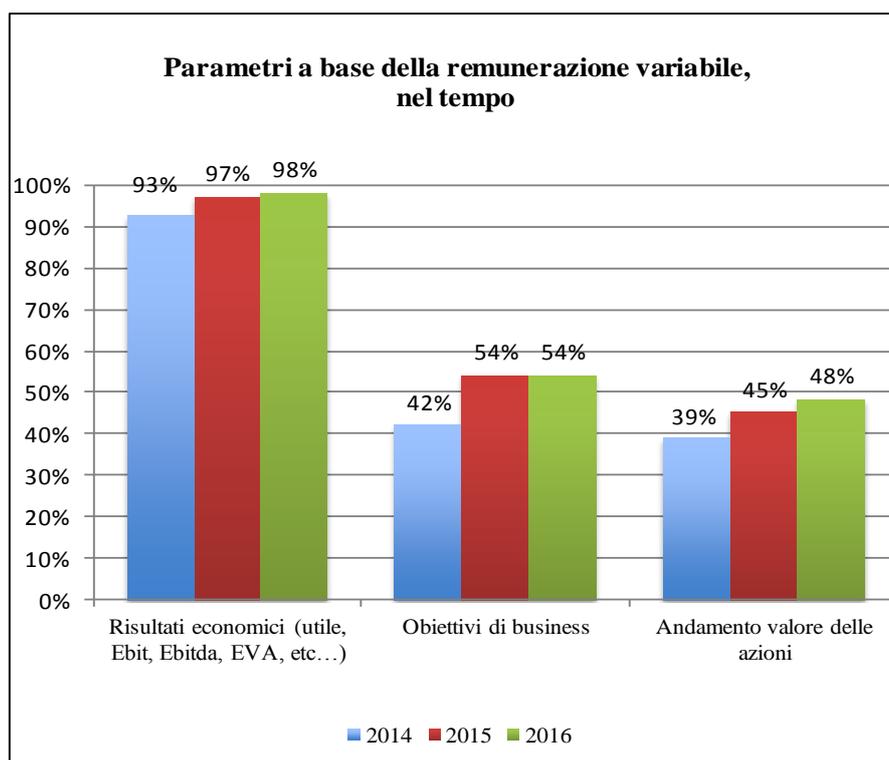
La politica remunerativa delle società quotate fornisce quasi sempre informazioni sui parametri cui è legata la remunerazione variabile. Ciò accade nel 93% delle società che prevedono tale componente per gli amministratori esecutivi.¹⁰¹

I parametri scelti possono essere diversi: molto frequente è il riferimento a indicatori di matrice contabile (98% dei casi), mentre è meno diffuso è il riferimento a obiettivi "di *business*" (54% dei casi). Nel 48% dei casi è comunicato il collegamento del variabile al valore di mercato delle azioni (piani *stock-based* o piani *phantom*), che risulta più frequente tra le società maggiori (76% delle FTSE Mib) e nel settore finanziario (74% dei casi), in particolare nelle banche (77%).¹⁰²

¹⁰¹ La percentuale resta sostanzialmente invariata anche se si comprendono nel campione le società che non hanno aderito all'ultima edizione del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 26.

¹⁰² I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 25.

Nelle società che aderiscono al Codice, la componente variabile è legata a obiettivi di breve o medio-lungo termine in 177 casi. Nella maggior parte di questi casi (72%) la *policy* prevede obiettivi sia di breve che di lungo termine; nel 5% dei casi gli obiettivi sono soltanto di lungo termine, mentre nel 23% dei casi la componente variabile è legata soltanto a obiettivi di breve periodo. Dai dati esaminati si osserva un aumento delle società che hanno previsto anche una componente variabile legata a obiettivi di medio-lungo periodo (137 nel 2016 rispetto alle 115 del 2015), che risulta tuttavia ancora meno frequente rispetto a quella di breve.¹⁰³



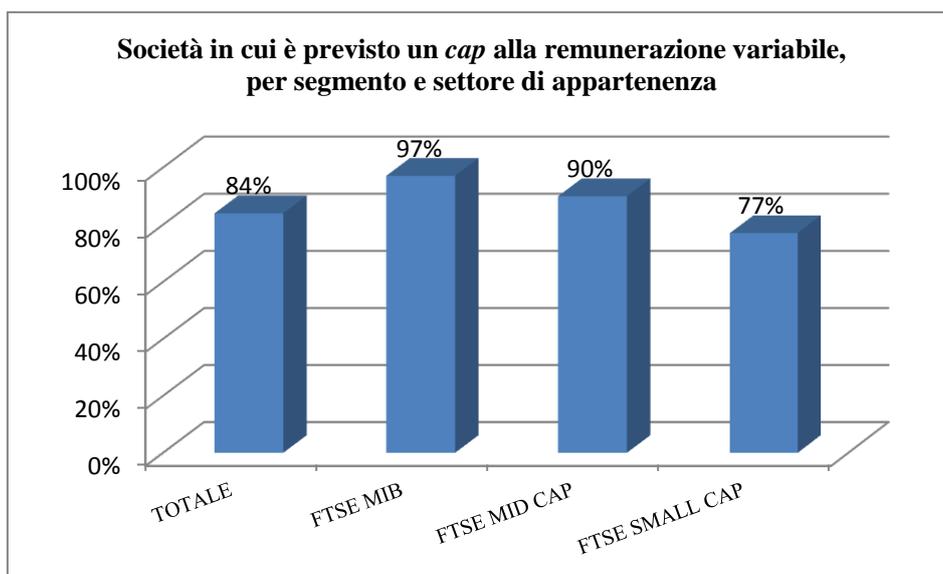
Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Il Comitato osserva positivamente l'aumento del ricorso a obiettivi di medio-lungo termine per la corresponsione della componente variabile della remunerazione degli amministratori esecutivi, auspicando ulteriori miglioramenti nelle società di minori dimensioni. In caso di mancata previsione di obiettivi di medio-lungo termine, il Comitato osserva che soltanto un terzo delle società fornisce una spiegazione, come raccomandato dal Codice, e invita pertanto gli emittenti a porre maggiore attenzione alla quantità e alla qualità delle informazioni fornite in merito.

¹⁰³ V. *supra*. I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 25.

2.3. Il limite massimo al compenso variabile

Dall'analisi delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2016 risulta che l'84% delle società che aderiscono al Codice applica la raccomandazione contenuta nel *criterio applicativo* 6.C.1., lett. b), prevedendo limiti massimi alla remunerazione variabile. La percentuale varia notevolmente secondo la dimensione dell'impresa: nelle società appartenenti all'indice FTSE Mib la previsione di un *cap* riguarda quasi tutte le società (97%), mentre tale raccomandazione risulta meno applicata tra le società di medie (90%) e soprattutto piccole dimensioni (76%).¹⁰⁴



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

Le società che non indicano la presenza di un *cap* alla componente variabile, sostanzialmente stabili nel tempo, non forniscono informazioni sufficienti a individuare le ragioni della scelta effettuata, contrariamente a quanto raccomandato dal Codice.

Il Comitato rileva l'elevata percentuale di società che prevedono un limite alla remunerazione variabile ma ricorda altresì la necessità di motivare adeguatamente la sua mancata previsione.

2.4. Le clausole di claw-back

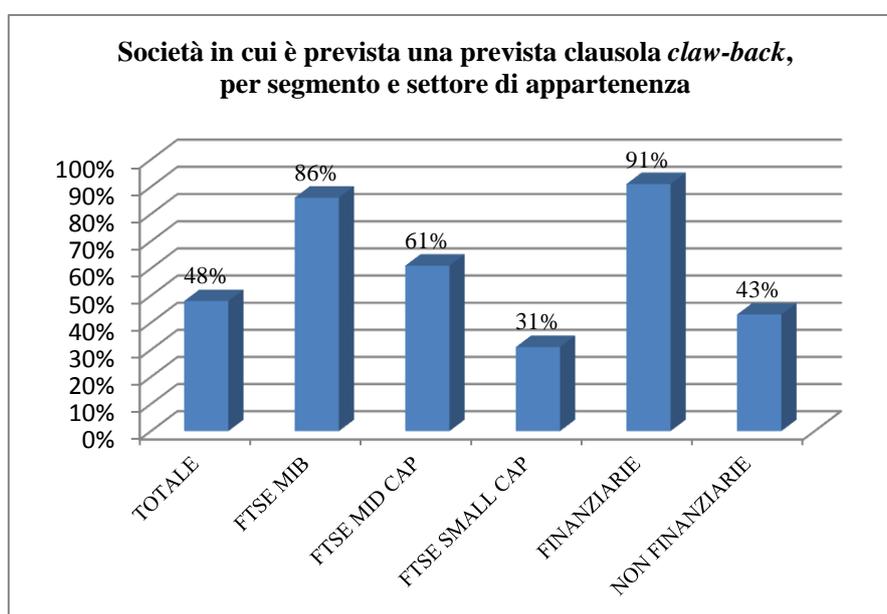
Come già ricordato, l'edizione 2014 del Codice raccomanda la previsione di intese contrattuali che consentono di chiedere la restituzione di componenti variabili della

¹⁰⁴ Le percentuali fanno riferimento alle sole società che aderiscono all'ultima edizione del Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 25.

remunerazione versate o di trattenere somme oggetto di differimento, determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

Tali clausole sono state individuate nelle politiche sulla remunerazione di 100 società che aderiscono al Codice, pari al 48% del totale delle aderenti, in aumento rispetto al 34% del 2015.¹⁰⁵ Si registrano notevoli differenze secondo la dimensione aziendale (simili clausole sono individuabili nell'86% delle FTSE-Mib; la percentuale scende al 31% tra le Small Cap) e il livello settoriale (nel settore finanziario tali clausole sono previste nel 91% dei casi, contro il 43% nel settore non finanziario).

Oltre il 90% delle società che aderiscono al Codice e prevedono una clausola *claw-back* indica gli eventi che innescano l'operatività delle clausole (c.d. *trigger events*).¹⁰⁶



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

La mancata adozione di clausole di *claw back* da parte di oltre la metà delle società indica una applicazione ancora parziale, benché in miglioramento rispetto all'anno passato, della nuova raccomandazione del Codice.

2.5. La politica sulle indennità di fine carica

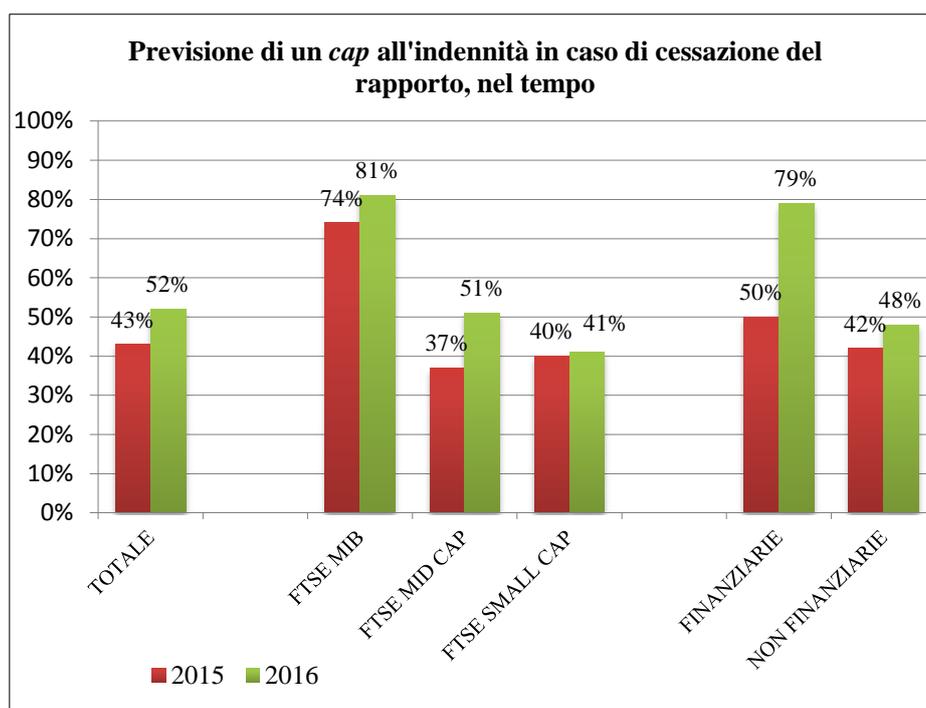
¹⁰⁵ I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice; con riferimento all'intero campione analizzato da Assonime-Emittenti Titoli, comprese le società che non aderiscono al Codice, risultano 105 società che hanno previsto una clausola *claw back*. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 26.

¹⁰⁶ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 26.

Il Codice raccomanda agli emittenti di individuare per l'eventuale corresponsione di indennità un limite massimo dell'importo che potrà essere erogato: il limite potrebbe essere sia identificato da un *cap* fisso sia da un parametro legato al compenso ricevuto dall'amministratore in un determinato numero di anni.¹⁰⁷

L'informazione fornita dalle società non è sempre esplicita: nel 15% dei casi gli emittenti paiono escludere future erogazioni a favore degli amministratori in caso di dimissioni o licenziamento; nel restante 85% dei casi la *policy* contempla la possibilità di future erogazioni: in circa un terzo di questi casi è comunicata la presenza di pattuizioni esplicite, mentre negli altri casi le società comunicano semplicemente che erogazioni sono possibili o non escludono tale possibilità a priori.¹⁰⁸

In 92 casi (pari al 52% delle società che prevedono specifiche pattuizioni o comunque la possibilità di erogare indennità; erano il 43% nel 2015) è indicata esplicitamente l'esistenza di un *cap* alle indennità previste in caso di dimissioni o licenziamento, come raccomandato dal Codice.¹⁰⁹



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2016

¹⁰⁷ Il parametro individuato dalla Commissione europea nella Raccomandazione n. 2009/385/CE è pari a due annualità della componente non variabile della remunerazione o del suo equivalente.

¹⁰⁸ I dati si riferiscono alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 27.

¹⁰⁹ I dati fanno riferimento alle sole società che aderiscono al Codice. Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 27.

In 86 società che aderiscono al Codice¹¹⁰, le regole di determinazione dell'indennità non prevedono un *cap* o, comunque, la Relazione non contiene informazioni sufficienti ad individuarlo. La ragione della mancata previsione è quasi sempre riconducibile al fatto che l'emittente non ha (o non ha ancora) stipulato accordi con gli amministratori (e/o con i dirigenti aventi responsabilità strategiche) che prevedano la corresponsione di simili indennità.

Il Comitato rileva come la politica di remunerazione della maggior parte delle società quotate presenti ancora elementi di scarsa trasparenza riguardo alle indennità di fine carica, non prevedendo pattuizioni esplicite o misure che limitino la discrezionalità al momento in cui si verifica l'evento.

¹¹⁰ Cfr. Assonime-Emittenti Titoli, cit., Tab. 27. Cfr. Spencer Stuart, cit., p. 52, nel quale si evidenzia che il parametro più frequentemente utilizzato è pari a due annualità della remunerazione complessiva annua.

III. INIZIATIVE DEL COMITATO PER UNA MIGLIORE ADESIONE AL CODICE DI AUTODISCIPLINA

1. Valutazione degli effetti delle raccomandazioni 2015

Come indicato nel primo capitolo della presente Relazione, in occasione della riunione di luglio 2016 il Comitato ha deciso di non procedere, al momento, alla revisione del Codice per privilegiare la certezza e la chiarezza del quadro autoregolamentare di riferimento così come un'adesione matura e sostanziale delle società quotate alle più recenti raccomandazioni del Codice.

La decisione di non procedere a un aggiornamento delle raccomandazioni è stata inoltre rafforzata dalla considerazione che la credibilità e l'efficacia dell'autodisciplina derivino soprattutto da un'adeguata attività di monitoraggio sull'effettiva applicazione delle *best practice* raccolte nel Codice. La consapevolezza dell'importanza di un'adeguata attività di monitoraggio è maturata da tempo in seno al Comitato già con la pubblicazione del suo Primo Rapporto sull'applicazione del Codice nel 2013 ed è stata successivamente rafforzata a dicembre 2015, con la decisione di inviare una lettera a tutte le società quotate italiane per dare evidenza del monitoraggio svolto e risalto delle principali criticità riscontrate.

La lettera ha richiamato l'attenzione su tre principali aree di *non compliance*, invitando le società ad analizzarle e, se del caso, migliorarne l'applicazione nell'ambito delle proprie scelte di *governance*. Sono stati evidenziati i possibili miglioramenti con riferimento a: i) composizione del consiglio; ii) informativa pre-consiliare; iii) l'autovalutazione del consiglio.

Con riguardo al primo tema il Comitato aveva evidenziato principalmente le poche spiegazioni fornite nei, seppur rari, casi in cui il consiglio di amministrazione non era allineato con le raccomandazioni relative alla sua composizione e lo scarso numero di orientamenti espressi agli azionisti dal consiglio uscente in merito alla sua composizione ottimale.

Con riferimento all'informativa pre-consiliare, il Comitato, pur considerando l'elevato grado di adesione ad alcune raccomandazioni concernenti il funzionamento del *board*, aveva rilevato un'importante area di miglioramento nella divulgazione *ex post* sull'effettivo rispetto del termine precedentemente indicato come congruo.

Quanto all'autovalutazione, il Comitato aveva sottolineato l'opportunità di una migliore applicazione della raccomandazione relativa alle informazioni che gli emittenti devono fornire nel caso in cui si siano avvalsi di un consulente esterno per l'istruttoria del relativo processo: in particolare era stata evidenziata la scarsa informazione circa gli altri servizi resi dal consulente.

Le informazioni fornite con riferimento agli argomenti evidenziati dalla lettera sono state oggetto di attenta analisi nella prima parte (generale) del Capitolo II della presente Relazione. In generale si osserva un lieve miglioramento delle informazioni fornite dalle società con riferimento ai temi indicati, in particolare per quanto concerne la qualità delle informazioni fornite *ex post* sul rispetto del termine preventivamente individuato come congruo per l'invio della documentazione pre-consiliare. Come si desume anche dalle osservazioni svolte nel Capitolo II, permangono aree di possibile miglioramento con riferimento all'autovalutazione e, soprattutto, all'espressione da parte del consiglio uscente degli orientamenti agli azionisti sulle caratteristiche ottimali dei futuri consiglieri.

2. Le raccomandazioni 2016

Alla luce dei dati commentati nel Capitolo II della presente Relazione e in particolare dell'evoluzione nelle aree critiche evidenziate nella lettera inviata a tutte le società quotate a fine 2015, il Comitato ha deciso di inviare una nuova lettera dove vengono evidenziate due principali aree su cui sollecitare miglioramenti nell'applicazione delle raccomandazioni del Codice.

La prima area critica riguarda, come nell'anno passato, il ruolo del consiglio di amministrazione nella definizione della sua composizione ottimale. Il Comitato ribadisce l'opportunità di una maggiore responsabilizzazione del consiglio uscente nell'individuare, ad esito del processo di autovalutazione, le professionalità dei futuri consiglieri e sottolinea l'importante funzione consultiva che il comitato per le nomine può svolgere anche nelle società caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata.

La seconda area critica riguarda la chiarezza e la completezza delle politiche di remunerazione. Benché il livello qualitativo medio delle informazioni fornite nelle politiche di remunerazione sia migliorato nel tempo, il Comitato rileva una applicazione ancora molto limitata di alcune raccomandazioni del Codice e una scarsa motivazione nei casi di non applicazione, in particolare per quanto riguarda l'individuazione del tetto e del peso alla componente variabile, la previsione di clausole di *claw back* e la determinazione di criteri e procedure per le indennità di fine carica.

Anche in considerazione della responsabilità attribuita dal Tuf al collegio sindacale di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario, il Comitato ha invitato le società quotate a esaminare attentamente le criticità evidenziate nel Capitolo II della presente Relazione, ponendo particolare attenzione a quelle che sono state considerate maggiormente significative e pertanto evidenziate nella lettera trasmessa a tutte le società quotate. Al fine di assicurare un coinvolgimento dell'intero consiglio di amministrazione nella

loro valutazione, il Comitato ha deciso quest'anno di indicare esplicitamente nella lettera l'opportunità che essa sia portata all'attenzione del consiglio e degli eventuali comitati cui sia stato affidato il compito di definire le scelte di *governance*.

I dati esaminati dal Comitato, così come gli studi sull'applicazione del Codice utilizzati dal Comitato per la redazione del Rapporto, forniscono, infatti, a tutti gli emittenti un quadro complessivo della *compliance* della raccomandazione e costituiscono un importante parametro per la valutazione del proprio grado di adesione al Codice di autodisciplina. A tal fine, il Comitato invita gli emittenti a dar corso a un'applicazione più sostanziale delle singole raccomandazioni del Codice e verificare la qualità delle informazioni fornite nella relazione sul governo societario, sia in caso di *compliance* che in caso di *non compliance* con le stesse. In virtù dei *principi guida* per l'applicazione del Codice, infatti, le società che vi aderiscono sono invitate a fornire sia un'adeguata informazione dell'applicazione delle raccomandazioni ivi contenute, sia una dettagliata spiegazione della scelta di discostarsi dalle stesse.

© 2016 *Comitato per la Corporate Governance*

<http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>

Tutti i diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica, con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.