

**LA CORPORATE  
GOVERNANCE IN ITALIA:**

**AUTODISCIPLINA,  
REMUNERAZIONI E  
COMPLY-OR-EXPLAIN**

**ANNO 2016**

**Estratto del Note e Studi  
n.18/2016**

## Indice

1. Uno sguardo d'insieme	p. 2
2. L'applicazione del Codice di autodisciplina e la qualità dell'informazione	p. 4
3. La remunerazione di amministratori e sindaci: politiche e prassi	p.17

## 1. Uno sguardo d'insieme<sup>1</sup>

Fin dal primo anno di applicazione del Codice di autodisciplina (di seguito “Codice”)<sup>1</sup>, Assonime ha analizzato le relazioni attraverso le quali le società italiane quotate forniscono informazioni sul proprio sistema di *corporate governance* (di seguito “Relazioni”). Come richiesto dal Codice, le Relazioni approvate dai consigli di amministrazione forniscono informazioni accurate sui comportamenti attraverso i quali le singole raccomandazioni sono concretamente applicate.<sup>2</sup>

L'indagine 2016<sup>3</sup> copre le 227 società italiane, quotate al 31 dicembre 2015 sul mercato MTA gestito da Borsa Italiana, le cui Relazioni erano disponibili al 15 luglio 2016: la copertura del listino è sostanzialmente integrale<sup>4</sup>.

Le Relazioni fanno riferimento all'applicazione delle raccomandazioni del Codice nell'edizione approvata dal Comitato per la Corporate Governance a luglio 2015, tenuto conto della loro progressiva entrata in vigore<sup>5</sup>.

L'indagine contiene anche un'analisi dettagliata sulla remunerazione degli amministratori e dei sindaci, le cui informazioni sono tipicamente contenute nella Relazione sulla remunerazione. In questa parte si sono approfonditi due profili:

- a) le politiche di remunerazione adottate e la *governance* del processo di loro determinazione da parte degli emittenti;
- b) le remunerazioni corrisposte ai singoli amministratori e sindaci con riferimento all'esercizio 2015.

Infine, l'indagine analizza l'applicazione del principio *comply-or-explain*<sup>6</sup>, concentrando l'attenzione sulle raccomandazioni del Codice per cui è osservabile in modo oggettivo se la società è *compliant*

---

<sup>1</sup> Analisi realizzata da Massimo Belcredi (ordinario di Finanza Aziendale, Università Cattolica del S. Cuore) e Stefano Bozzi (associato di Finanza Aziendale, Università Cattolica del S. Cuore) con la collaborazione di Mateja Milič (Assonime) e Marcello Bianchi (Assonime). Giacomo Davide Colombo, Valentina Milanese e Debora Motta hanno fornito un prezioso aiuto nella costruzione del *database*.

<sup>2</sup> Cfr. il Principio guida III del Codice.

<sup>3</sup> L'analisi completa è disponibile, insieme a quelle degli anni precedenti, in [www.assonime.it](http://www.assonime.it), nell'area “Mercato dei capitali”.

<sup>4</sup> Le poche Relazioni mancanti a tale data sono in genere collegate a casi di *delisting*, fusioni e procedure concorsuali. Sono anche escluse dall'indagine le 45 società di diritto estero (quasi tutte corrispondenti a casi di ammissione a negoziazione da parte di Borsa Italiana senza il consenso dell'emittente). Nell'indagine non sono comprese le società quotate sul mercato AIM Italia, non soggette all'obbligo normativo di fornire informazione sull'applicazione del Codice. Dettagli sulla composizione del campione sono riportati nell' Appendice dello studio completo (cfr. nota 3).

<sup>5</sup> L'ultima edizione del Codice di autodisciplina (luglio 2015) è disponibile sul sito del Comitato per la Corporate Governance: <http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2015mk.pdf>. Le modifiche al Codice approvate a luglio 2014 trovano applicazione secondo date differenziate: in particolare, le modifiche relative al criterio applicativo 6.C.1, lett. f) a decorrere dalla nuova politica per la remunerazione approvata a partire dal 1° gennaio 2015. Peraltro, le modifiche apportate a luglio 2015 non costituiscono oggetto di specifiche analisi in quanto destinate a trovare applicazione entro la fine dell'esercizio che inizia nel 2016. Quanto alle modifiche apportate all'art.8, gli emittenti sono invitati ad applicarle a decorrere dal primo rinnovo dell'organo di controllo successivo alla fine dell'esercizio che inizia nel 2015 (cfr. Principi guida e regime transitorio, punto IX).

<sup>6</sup> Il principio guida IV del Codice che invita gli emittenti a indicare chiaramente nella relazione sul governo societario le specifiche raccomandazioni, contenute nei *principi* e nei *criteri applicativi*, da cui si sono discostati. In particolare, il Codice richiede per ogni scostamento di: (a) spiegare in che modo hanno disatteso la raccomandazione; (b) descrivere i motivi dello scostamento, evitando espressioni generiche o formalistiche; (c) descrivere come la decisione di discostarsi

o meno con singole raccomandazioni e se, in caso di *non compliance* totale o parziale, la società motiva le ragioni dello scostamento. L'applicazione del principio *comply-or-explain* è commentata qui di seguito nei casi in cui si descrive l'allineamento con le singole raccomandazioni del Codice.

\* \* \* \* \*

L'indagine mostra che quantità e qualità delle informazioni fornite dalle società quotate sulle modalità di applicazione delle raccomandazioni del Codice di autodisciplina sono in genere elevate e in progressivo, costante miglioramento.

Le società descrivono in modo adeguato il proprio modello di *governance*, sia in caso di applicazione delle raccomandazioni del Codice, sia nei casi di mancata applicazione totale o parziale. L'applicazione di molte raccomandazioni del Codice è sostanzialmente integrale.

Argomentate spiegazioni sono in genere fornite laddove vengono presentate scelte che si discostano da specifiche raccomandazioni del Codice, che risultano così evidenziate con chiarezza agli investitori, consentendo loro di valutarle e trarne le relative conseguenze sulle proprie decisioni di *trading* e/o 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 aree di possibile miglioramento emergano in continuazione.

Il grado di applicazione sostanziale delle diverse raccomandazioni del codice non è infatti omogeneo: per alcune di esse si riscontra un grado di disapplicazione ancora particolarmente elevato e anche una minore qualità delle informazioni e delle argomentazioni fornite per giustificare la disapplicazione.

Le aree di miglioramento più significative riguardano il ruolo del consiglio di amministrazione, con l'eventuale supporto dal comitato nomine, nell'individuazione della propria composizione ottimale anche con riguardo ai piani di successione e alcuni aspetti delle politiche di remunerazione, con particolare riferimento alla definizione della componente variabile e alle indennità di fine carica.

---

dalla raccomandazione è stata presa all'interno della società; (d) indicare, se lo scostamento è limitato nel tempo, a partire da quando prevedono di attenersi alla relativa raccomandazione; (e) descrivere l'eventuale comportamento adottato in alternativa alle raccomandazioni da cui si sono discostati e spiegare il modo in cui tale comportamento raggiunge l'obiettivo sotteso alla raccomandazione oppure chiarire in che modo il comportamento prescelto contribuisce al loro buon governo societario.

## 2. L'applicazione del Codice di autodisciplina e la qualità dell'informazione

### **Adesione al Codice**

Quasi tutti gli emittenti hanno scelto di aderire formalmente all'ultima edizione del Codice di autodisciplina: si tratta di 208 società (pari al 92% del totale).

Tra le 19 società che non dichiarano di aderire all'ultima edizione del Codice di autodisciplina, 4 dichiarano una non adesione totale, 2 aderiscono a edizioni precedenti, mentre per le restanti 13 non è chiaro l'ambito della non adesione. Una buona parte delle società che non aderiscono al Codice (12 su 19) ne comunicano le motivazioni, benché ciò non sia richiesto né dalla legge né dal Codice di autodisciplina. La mancata adesione al Codice è generalmente ricondotta alle caratteristiche (in particolare alla dimensione o alla struttura) della società e/o alla composizione dell'azionariato.

Questa diversità di approccio è indizio di una valutazione matura delle raccomandazioni del Codice da parte degli emittenti. Da un lato, infatti, la decisione di seguire o non seguire tali raccomandazioni dovrebbe basarsi su un calcolo costi-benefici riferito al caso concreto; dall'altro, le raccomandazioni rappresentano un livello di ottimo (una *best practice*) e non di minimo (come accadrebbe se fossero uno standard di legge).

È quindi fisiologico che le raccomandazioni non trovino piena applicazione presso tutte le società quotate; ciò è vero soprattutto per taluni criteri la cui applicazione "meccanica" sarebbe, in realtà, in contrasto con lo spirito del Codice.

### **Le riunioni degli organi di amministrazione e controllo**

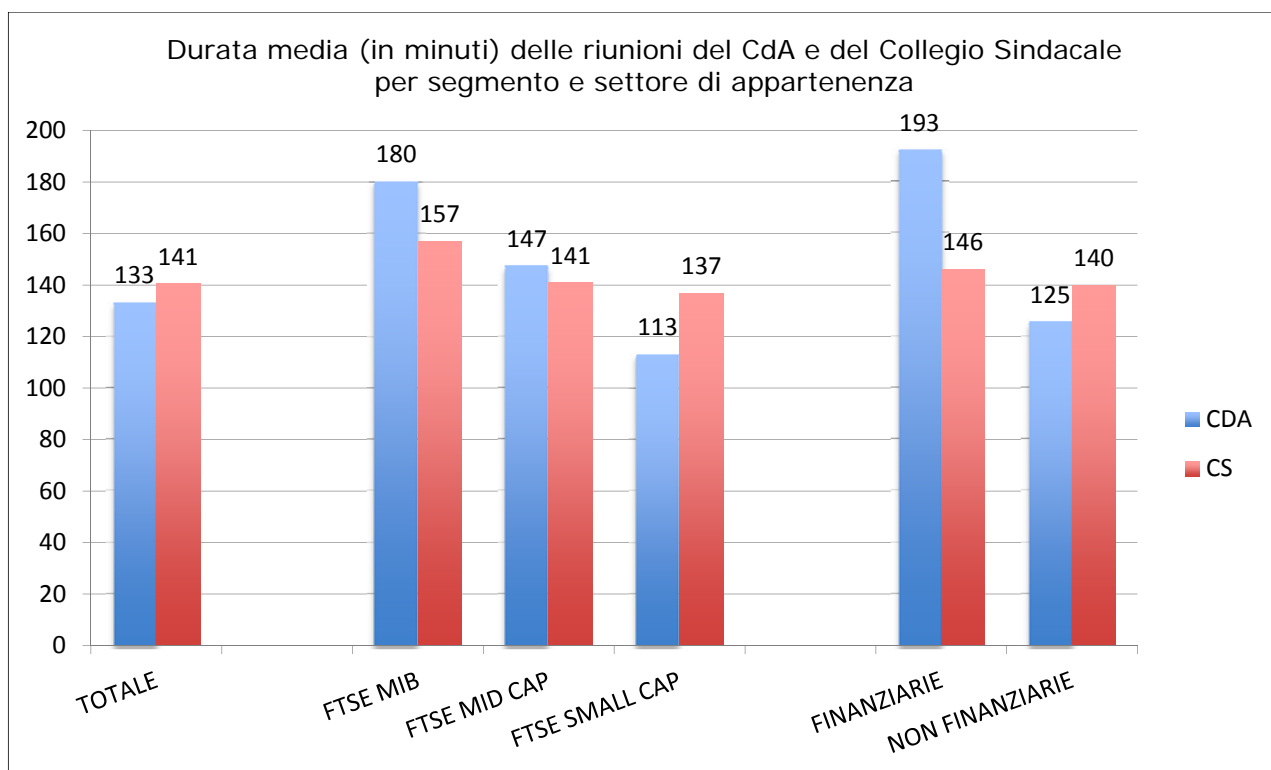
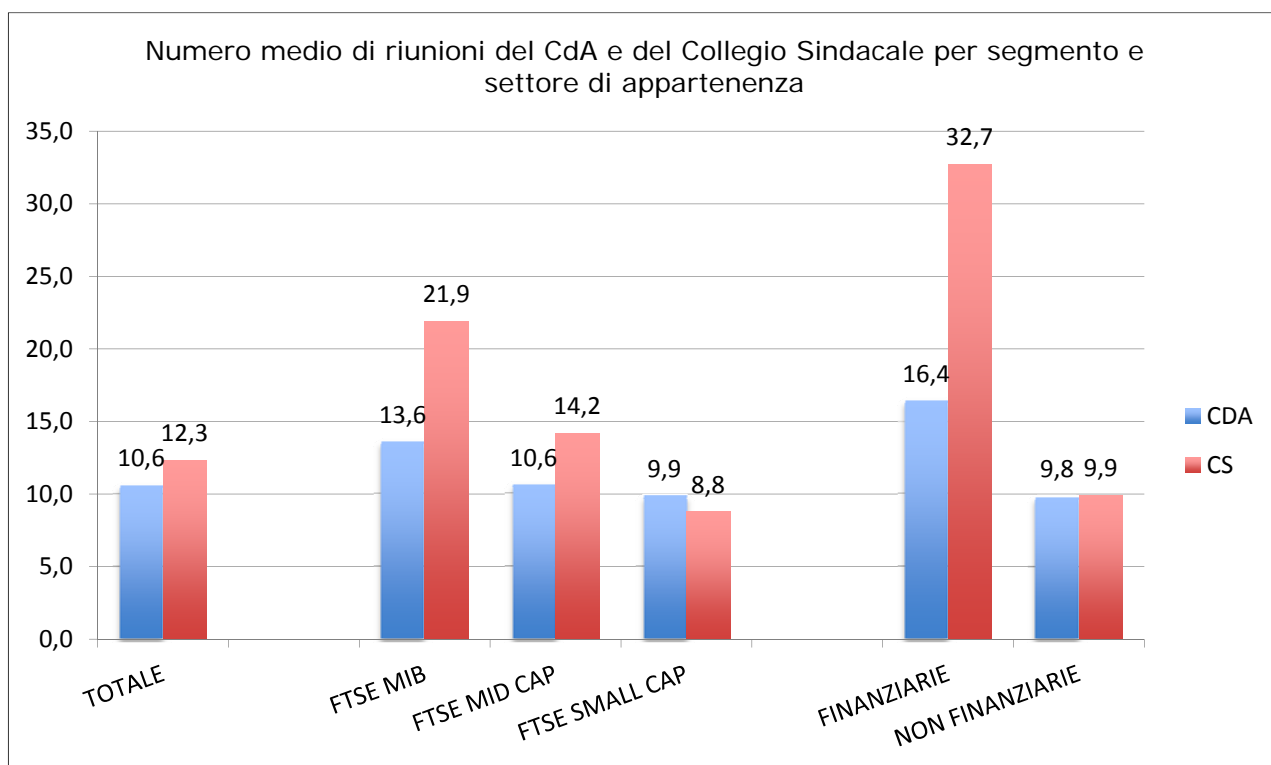
Il numero medio di riunioni del consiglio di amministrazione è pari a 10,6, in aumento rispetto all'anno passato (quando era pari a 10,1). L'incremento è più significativo nelle società maggiori (nel FTSE Mib la frequenza è aumentata da 13,1 a 13,6). La durata media delle riunioni è circa due ore e un quarto, con notevoli variazioni secondo la dimensione della società e il settore di appartenenza. Il 5% delle società non segue la raccomandazione del Codice di fornire questo dato nella Relazione di *corporate governance*.

Benché non raccomandato esplicitamente ma meramente auspicato nel commento del Codice, l'80% delle società indica anche la durata media delle riunioni del Collegio Sindacale, che è lievemente superiore (circa due ore e mezza) a quella del CdA.

La percentuale media di presenza alle riunioni del CdA è pari al 92%. Il 90% dei consiglieri ha partecipato ad almeno tre quarti delle riunioni. Anche sotto tale profilo si registra un progressivo miglioramento nel tempo (erano l'88% del totale nel 2015, l'86% nel 2011). Elevati tassi di partecipazione si riscontrano per i sindaci.

Anche se poco frequenti, sono riscontrabili casi di assenteismo significativo: 54 amministratori (su un totale di 2275) hanno partecipato a meno di metà delle riunioni; al contrario, il fenomeno è quasi assente tra i sindaci (solo 4 casi).

Situazioni estreme riguardo a numero e durata delle riunioni (molto inferiore o superiore alla media) così come i casi di assenteismo significativo possono meritare una riflessione in sede di autovalutazione del consiglio.



### Informazione pre-consiliare

Il Codice raccomanda dal 2011 di fornire informazioni su tempestività e completezza dell'informativa pre-consiliare.

L'informativa *ex ante* sulla circolazione dell'informativa pre-consiliare è fornita da quasi tutte le società (dato costante nel tempo). Tuttavia, quasi un terzo delle società non ha quantificato il preavviso normalmente ritenuto congruo o non ha fornito informazioni sull'effettivo rispetto di tale termine, benché la diffusione di entrambe le informazioni sia espressamente raccomandata dal Codice. In tali casi, comunque meno frequenti che in passato, non è possibile verificare l'effettiva applicazione delle relative raccomandazioni del Codice.

### Partecipazione dirigenti

Il Codice prevede (art. 1.C.6.) che il Presidente del CdA possa richiedere la partecipazione dei dirigenti alle riunioni consiliari, affinché forniscano, in virtù delle loro specifiche competenze, gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno. Il Codice prevede anche che la Relazione sulla *corporate governance* fornisca informazioni sull'effettiva partecipazione.

È frequente l'indicazione che la partecipazione dei dirigenti "è prevista" in via generale; tuttavia, il 40% degli emittenti non comunica, come richiesto dal Codice, che essa ha effettivamente avuto luogo.

### Board evaluation

L'80% delle società ha comunicato di avere effettuato attività di autovalutazione del CdA. L'autovalutazione è realizzata con maggior frequenza dalle società maggiori e nel settore finanziario. La valutazione è, quasi sempre, estesa a dimensione, composizione e funzionamento dei comitati consiliari. La comunicazione degli esiti al mercato, non richiesta dal Codice, è effettuata raramente e, comunque, in forma sintetica.

Il processo di *board evaluation* appare ben strutturato nella maggior parte delle società, dove l'attribuzione di compiti istruttori è affidata a figure precisamente identificate (accade nell'82% dei casi): in circa un terzo dei casi si fa ricorso a consulenti esterni, sovente in affiancamento a uno dei comitati consiliari previsti dal Codice e/o a strutture interne alla società. Il ricorso a consulenti è più frequente nel settore finanziario (dove è riscontrabile nel 74% dei casi) e tra le società maggiori (è osservabile nel 62% delle società FTSE Mib); il nome del consulente è comunicato quasi sempre (in 39 casi). In quasi metà dei casi di ricorso a un consulente non sono però fornite informazioni riguardo agli eventuali altri servizi da esso svolti (o l'indicazione che non esso non ne svolge), benché tale informazione sia richiesta dal Codice.

Tra le 33 società che, pur aderendo al Codice, comunicano di non aver effettuato l'attività di autovalutazione del CdA (o non comunicano informazioni in merito), solo 13 forniscono una

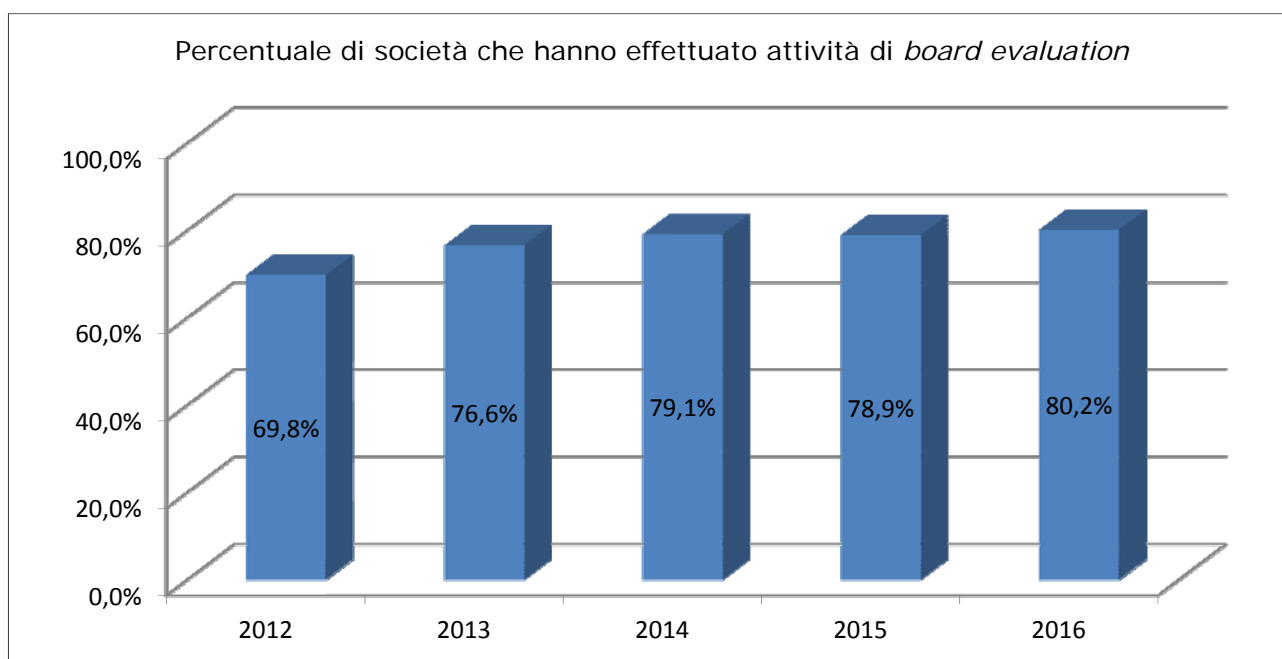
giustificazione esplicita; nei restanti 20 casi non è chiaro se l'autovalutazione sia stata effettuata e manchi la *disclosure* sulle sue modalità ovvero non sia stata attuata (ad es. in 5 casi la Relazione riporta che la *board evaluation* rientra tra i compiti del CdA o del Comitato per le Nomine ma non fornisce informazioni sul suo effettivo svolgimento). La scarsa trasparenza è più frequente tra le società di minori dimensioni. Qualora presenti, le giustificazioni fornite sono riconducibili a cause transitorie o a caratteristiche della società, quali la piccola dimensione o la struttura dei suoi organi.

Il Codice raccomanda al consiglio di amministrazione di esprimere, tenuto conto degli esiti dell'autovalutazione e prima della nomina del nuovo consiglio, un orientamento sulle figure professionali e manageriali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna. Soltanto un terzo delle società che hanno rinnovato il *board* nel 2016 ha espresso tale orientamento. Altre 38 società, che hanno condotto la *board evaluation* e il cui consiglio non era in scadenza, hanno comunque riportato tale orientamento, indipendentemente dal rinnovo del consiglio.

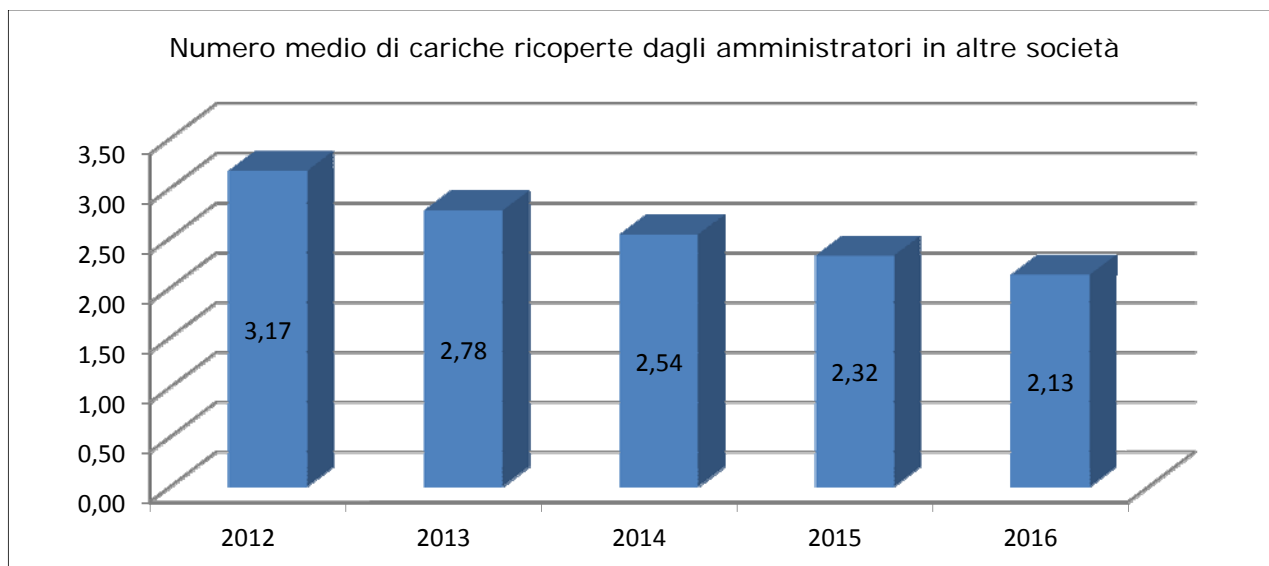
Il numero medio di incarichi rinvenibile dalle informazioni fornite in merito a circa il 90% degli amministratori è peraltro in sensibile diminuzione (2,3 incarichi nel 2015 rispetto 3,3 nel 2011).

Meno della metà delle società inoltre (106 società, pari al 47% del totale, con una live crescita negli ultimi anni), esprime, come raccomandato dal Codice, il proprio orientamento in merito al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco nelle società quotate, finanziarie o di rilevanti dimensioni considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore dell'emittente, tenendo conto della partecipazione dei consiglieri ai comitati consiliari.

Nel complesso, l'applicazione delle raccomandazioni del Codice in materia di *board evaluation* non mostra significativi miglioramenti rispetto agli anni precedenti.



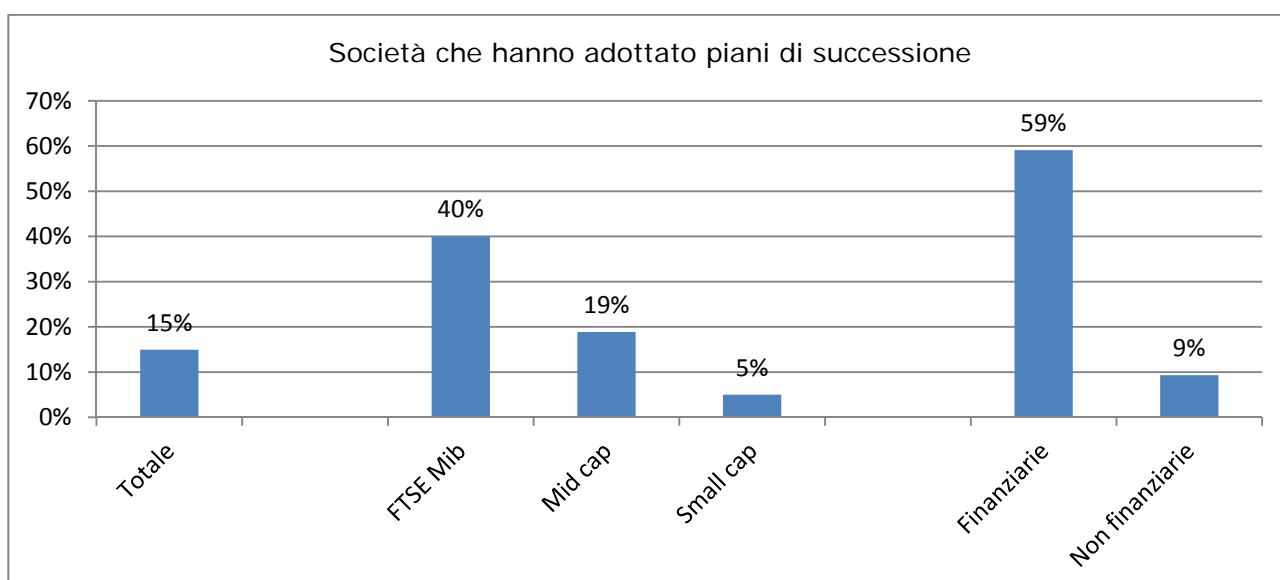




### Piani di successione

Il Codice raccomanda a tutti gli emittenti di “valutare se adottare” un piano per la successione degli amministratori esecutivi e di dare trasparenza su tale valutazione. Di fatto l’esistenza di piani di successione è rara, anche se in lieve crescita: solo 29 società (tra cui 14 appartenenti al FTSE Mib) ne hanno comunicato l’esistenza, rispetto alle 20 società del 2015. L’incremento è prevalentemente riconducibile al settore finanziario, dove la percentuale di società che adotta piani formalizzati è quasi raddoppiata in un anno, arrivando al 60% circa.

Al lieve incremento del numero di società che si sono dotate di un piano di successione non è corrisposto un miglioramento della qualità delle informazioni sulle caratteristiche del piano: solo metà delle società comunica l’esistenza di appositi meccanismi (predefiniti) in caso di sostituzione anticipata degli amministratori; e in un terzo dei casi non è fornita informazione circa gli organi coinvolti nell’applicazione del piano.



## Composizione del CdA

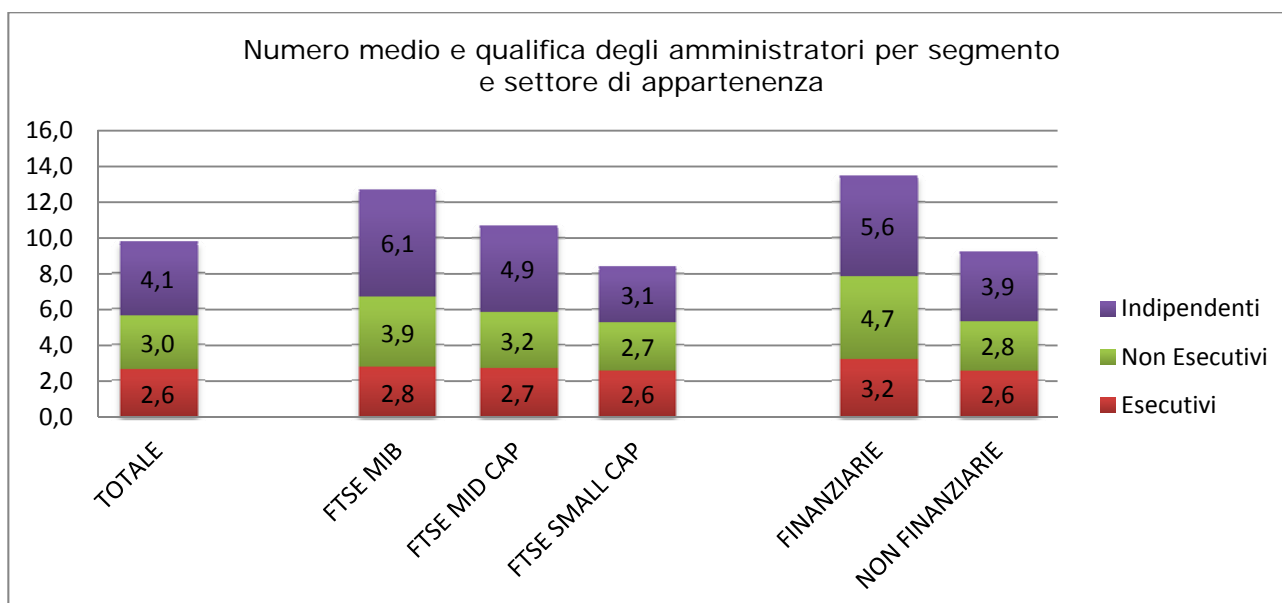
Il numero di componenti del CdA varia molto in funzione della dimensione (da un minimo di 8,4 presso le Small Cap a un massimo di 12,7 nel FTSE Mib) e del settore delle società (13,5 nelle società finanziarie, 9,3 nelle altre). La dimensione media del CdA nel settore finanziario è in sensibile calo (erano 14,3 consiglieri nel 2015, 14,7 nel 2014) mentre è stabile nel settore non finanziario.

Nel complesso, a fine 2015, 206 società (pari al 91% del totale) avevano una composizione del CdA in linea con le varie raccomandazioni del Codice. La principale ragione di disallineamento è una carenza di amministratori indipendenti. La *disclosure* delle ragioni – in tali casi – è ancora piuttosto rara (è fornita nel 19% dei casi) e non sempre contiene il grado di dettaglio richiesto dal Codice. In oltre il 60% dei casi, peraltro, i casi di scostamento dalle raccomandazioni sono chiaramente riconducibili alla mancata adesione all'ultima edizione del Codice.

Il CdA-tipo è formato da 9,7 amministratori, di cui 2,6 esecutivi, 3 non esecutivi ma non indipendenti e 4,1 non esecutivi indipendenti. Il peso delle diverse componenti è sostanzialmente analogo nelle società finanziarie e non finanziarie, mentre le società più piccole si caratterizzano per un maggior peso degli amministratori esecutivi e un minor peso degli indipendenti. Negli ultimi anni si riscontra una lieve ma costante crescita del peso degli amministratori indipendenti a scapito dei non esecutivi non indipendenti.

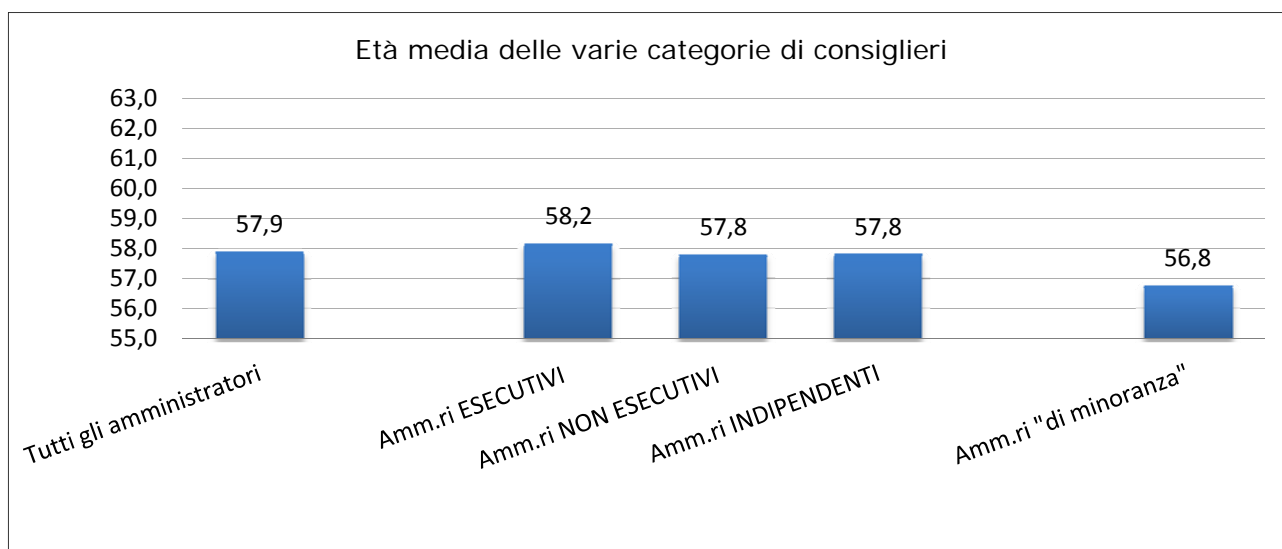
Tra i 600 amministratori esecutivi, 259 (pari al 43% del totale) sono identificati esplicitamente come Amministratori Delegati (AD). Inoltre, 70 amministratori esecutivi (tra cui 56 AD) ricoprono la carica di Direttore Generale (DG). Il cumulo tra cariche di AD e DG non è una soluzione comune (è riscontrabile solo per il 22% degli AD); si tratta di una soluzione più diffusa tra le società di grandi dimensioni (16 AD-DG su 56 appartengono a società FTSE Mib e 18 a Mid cap).

La nomina di un DG che non fa parte del Consiglio di Amministrazione sta diventando sempre meno frequente: essa è oggi riscontrabile in meno di metà delle società che comunicano l'esistenza di un DG (44 su 114, pari al 39% del totale, in calo dal 45% del 2015; erano il 47% del 2014; il 57% nel 2013).



## Età di amministratori e sindaci

L'età media degli amministratori è 58 anni, senza grandi differenze a seconda del ruolo. Nel settore finanziario l'età media è più elevata (oltre 61 anni, ossia 4 anni in più che nel settore non finanziario). L'età media dei sindaci è pari a 56 anni (57 anni nel settore finanziario). L'età media degli amministratori e dei sindaci si sta lentamente riducendo in tutti i settori e le classi dimensionali.

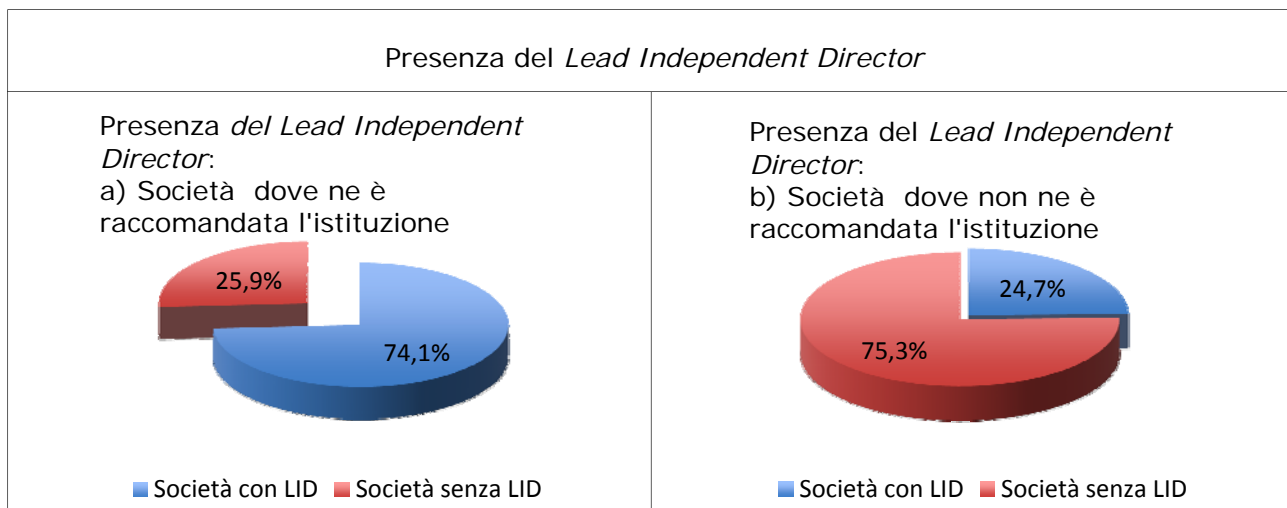


## Lead Independent Director

Il *Lead Independent Director* è stato nominato da 96 emittenti (pari al 42% del totale). L'istituzione del *LID* è più frequente nei casi in cui è raccomandata dal Codice: ciò accade in circa tre quarti dei casi (60 società su 81). Negli altri 36 casi l'istituto è stato adottato su base volontaria (prassi in lieve aumento rispetto agli anni precedenti). Il *LID* è sempre individuato nominativamente nella Relazione.

Le società che si trovano in una delle situazioni (*Chairman-CEO* o Presidente-azionista di controllo) in cui è raccomandata la nomina di un *Lead Independent Director* sono in progressiva diminuzione: si tratta di 81 emittenti, pari al 36% del totale (erano 90 nel 2015, 93 nel 2014, 96 nel 2013). Si tratta esclusivamente di società non finanziarie. La frequenza di tali situazioni è inversamente proporzionale alla dimensione aziendale (48% nelle Small cap; 14% nelle FTSE Mib). Più frequente è la coincidenza di ruolo tra *Chairman* e *CEO* (62 casi) rispetto a quella tra Presidente e azionista di controllo (38 casi). In 19 di questi casi si verificano, in realtà, entrambe le condizioni previste dal Codice (*Chairman-CEO-azionista di controllo*).

Le società che aderiscono al Codice hanno sempre fornito la giustificazione dell'eventuale mancata nomina del *Lead Independent Director* nelle situazioni in cui essa è raccomandata, con l'eccezione di tre società prive di indipendenti, sicché la nomina del *LID* risulta impossibile. La mancata nomina del *LID* è motivata sulla base di considerazioni relative alla dimensione della società, alla composizione del *board*, al numero degli amministratori non esecutivi e/o indipendenti o alla struttura delle deleghe.



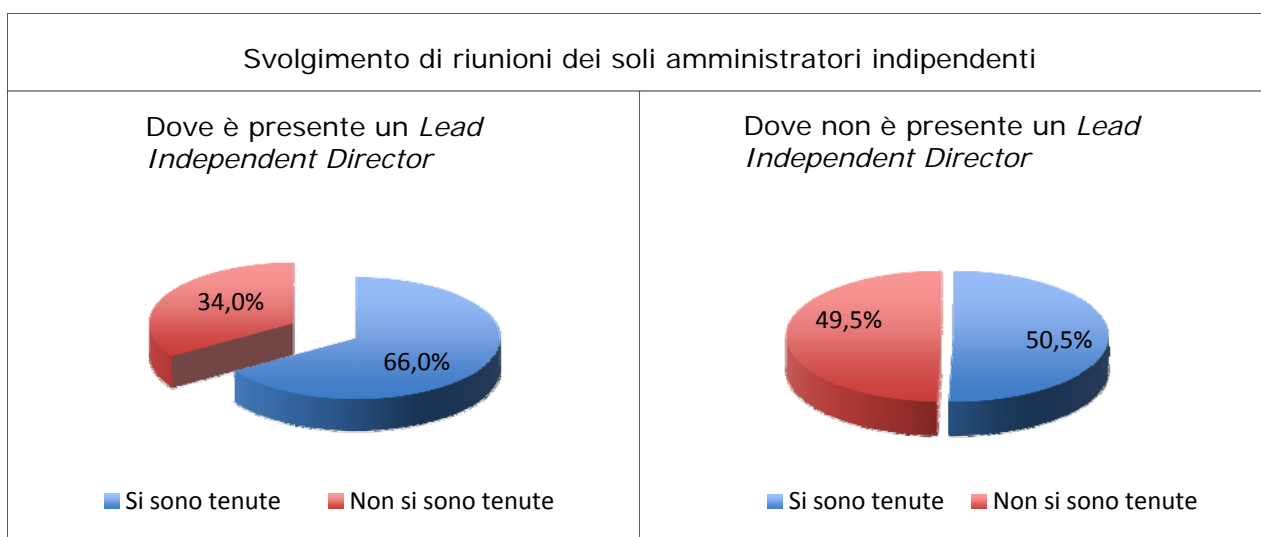
### Riunioni degli amministratori indipendenti

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.

118 società (pari al 58% del totale) hanno comunicato che gli amministratori indipendenti si sono riuniti almeno una volta nel corso dell'anno.

Tale prassi è più frequente tra le società maggiori (75% dei casi nel FTSE Mib) e dove è avvenuta la designazione del *LID* (66% dei casi; è il 50% dove non è stato nominato un *LID*). Solo in metà dei casi (la frequenza sale al 75% nel FTSE Mib) è fornita una giustificazione della mancata riunione degli indipendenti, generalmente riconducibile al fatto che gli amministratori indipendenti non ne hanno ritenuto necessario lo svolgimento.

L'allineamento con le raccomandazioni sulle riunioni degli amministratori indipendenti e la qualità delle informazioni fornite in caso di scostamento non mostrano significativi miglioramenti nel tempo. Il tema può meritare una riflessione anche in sede di autovalutazione del consiglio.



## Valutazione dell'indipendenza

La valutazione dell'indipendenza da parte del CdA e la *disclosure* sulle modalità con cui essa ha avuto luogo sono elementi cruciali dell'applicazione del Codice, la cui importanza va al di là della semplice autodisciplina (ad es. in materia di applicazione della normativa sulle operazioni con parti correlate).

Molte situazioni considerate critiche dal Codice ai fini della valutazione dell'indipendenza sono sostanzialmente sparite: le uniche situazioni tuttora riscontrabili con una certa frequenza sono la corresponsione di una remunerazione "elevata" o di compensi *stock-based* (38 casi su un totale di 981 consiglieri indipendenti – a sua volta spesso connessa alla carica di presidente del CdA dell'emittente o all'assunzione di incarichi presso società controllate o collegate) e la permanenza in carica ultranovenne (117 casi). Il numero di situazioni "a rischio" è in costante calo. Gli indipendenti che non paiono ricadere in alcuna di tali situazioni sono pari all'85% del totale (rispetto al 78% nel 2012).

La situazione è analoga per i sindaci, dove si riscontrano 47 casi di remunerazione "elevata" (su un totale di 687 sindaci), legata a incarichi multipli presso società del gruppo, e 103 casi di permanenza in carica ultranovenne. I sindaci che non paiono ricadere in alcuna situazione a rischio sono pari all'81% del totale. La riduzione del numero di tali situazioni è notevole nel settore finanziario, dove esse sono oggi la metà rispetto a 3 anni fa.

L'intenzione di disapplicare uno o più dei criteri proposti dal Codice per valutare l'indipendenza degli amministratori è comunicata solo dal 6% delle società.

Il criterio disapplicato è quasi sempre quello riguardante la durata in carica ultranovenne. È sempre fornita la spiegazione delle ragioni che hanno indotto tale scelta, riconducibili spesso all'opportunità di privilegiare le competenze acquisite nel tempo, mentre in meno della metà dei casi la disapplicazione di un criterio è accompagnata dalla descrizione del processo seguito per giungere alla decisione.

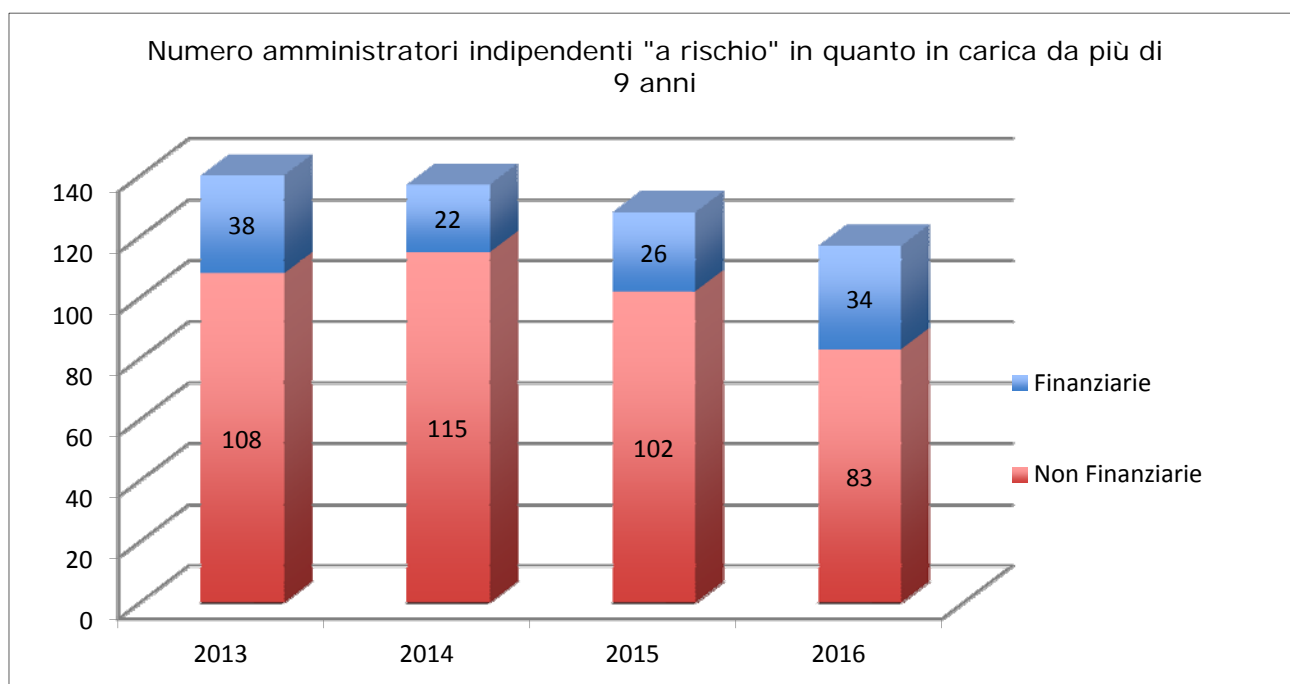
Un caso differente è quello di emittenti che, pur aderendo al Codice, hanno valutato – in concreto – positivamente l'indipendenza di uno o più consiglieri sulla base del principio generale della prevalenza della sostanza sulla forma (di cui al criterio 3.C.1.).

L'applicazione "sostanzialista" di uno o più criteri di indipendenza è comunicata da 35 società (pari al 15% del totale; erano 39 nel 2015) ed è giustificata in modo esplicito con riferimento ai singoli consiglieri.

La giustificazione, nel caso della *tenure* ultranovenne, fa spesso riferimento all'opportunità di evitare automatismi o alle qualità etiche, di professionalità e indipendenza di giudizio del consigliere. Alcune società citano motivazioni specifiche, concernenti l'assenza di relazioni commerciali, professionali o personali e/o la scarsa incidenza del compenso in relazione all'importo complessivo dei redditi professionali del soggetto.

Data l'importanza della tematica, nell'indagine si è condotto un approfondimento sulla *disclosure* fornita dagli emittenti riguardo ai 145 consiglieri che si trovano in situazioni riconducibili a quelle che il Codice considera esplicitamente critiche ai fini della valutazione dell'indipendenza: una

spiegazione esplicita è risultata individuabile nel 61% dei casi (89 consiglieri); nel 22% dei casi si tratta di consiglieri appartenenti a società che hanno disapplicato in via generale uno o più criteri di indipendenza, mentre nel 39% dei casi sono consiglieri la cui indipendenza è stata valutata in modo “sostanzialista” dal CdA. Tra i 56 consiglieri, appartenenti a 31 società, per i quali non è stata fornita una spiegazione esplicita la situazione “a rischio” più frequente è la *tenure* ultranovennale (34 casi), seguita dalla remunerazione “elevata” (20 consiglieri) e dalla percezione di remunerazioni *stock-based* (8 casi).



### Rappresentanti delle minoranze

Le società che dichiarano di avere almeno un amministratore di minoranza sono 94, cui si aggiungono 3 società dualistiche su 4. Il numero complessivo (97) è in aumento (erano 90 l'anno passato). Il numero totale di amministratori di minoranza è pari a 177. Il quadro è simile per i sindaci di minoranza. Nelle società in cui sono presenti, il peso degli amministratori di minoranza è pari al 17% del totale.

### Comitati consiliari

La costituzione di un Comitato per le Nomine è in lieve, costante, crescita (è stato istituito dal 55% delle società).

Anche la scelta di istituire un comitato autonomo (ossia non unificato con il Comitato per le Remunerazioni) sta diventando più frequente (è adottata nel 39% dei casi). Il Comitato per le Nomine è quasi sempre composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti, come raccomandato dal Codice. Il presidente del comitato è molto spesso (86% dei casi) un consigliere non esecutivo, nell'84% dei casi è un indipendente.

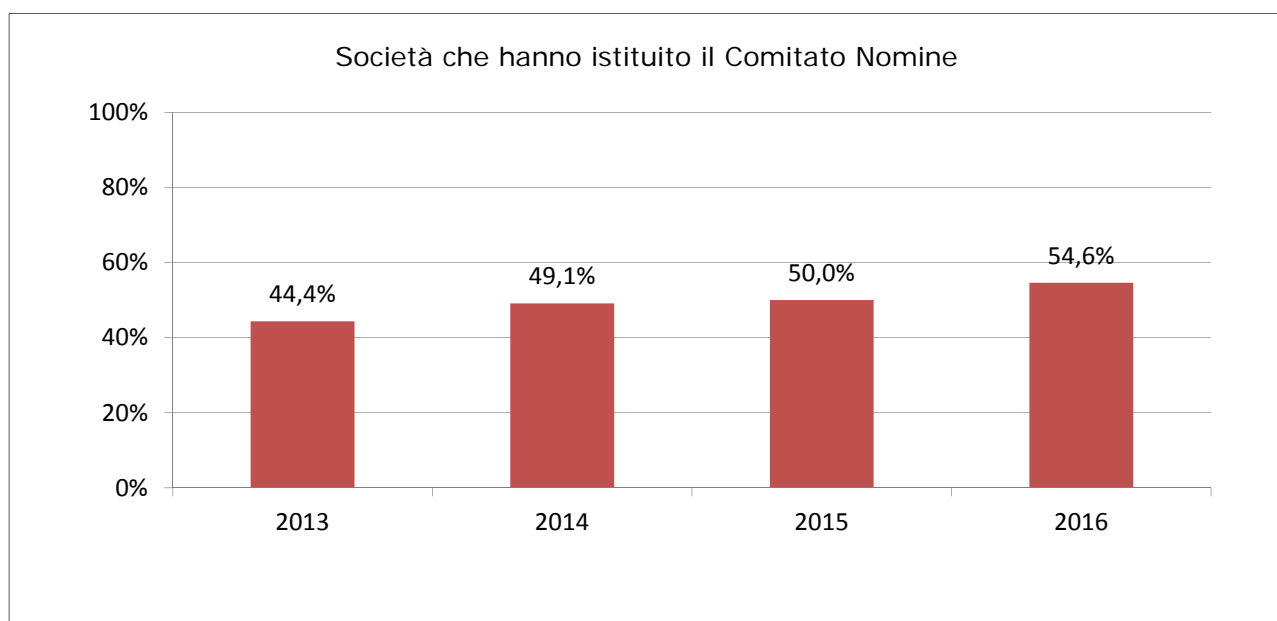
La percentuale media di presenza dei consiglieri alle riunioni dei comitati è intorno al 95%. Nel 93-94% dei casi (a seconda del comitato), i consiglieri hanno partecipato ad almeno tre quarti delle riunioni. Anche sotto tale profilo si registra un lieve miglioramento nel tempo.

Il Comitato per le Remunerazioni e il Comitato per il Controllo e Rischi sono istituiti da una grande maggioranza delle società (89% per il CR, 93% per il CCR).

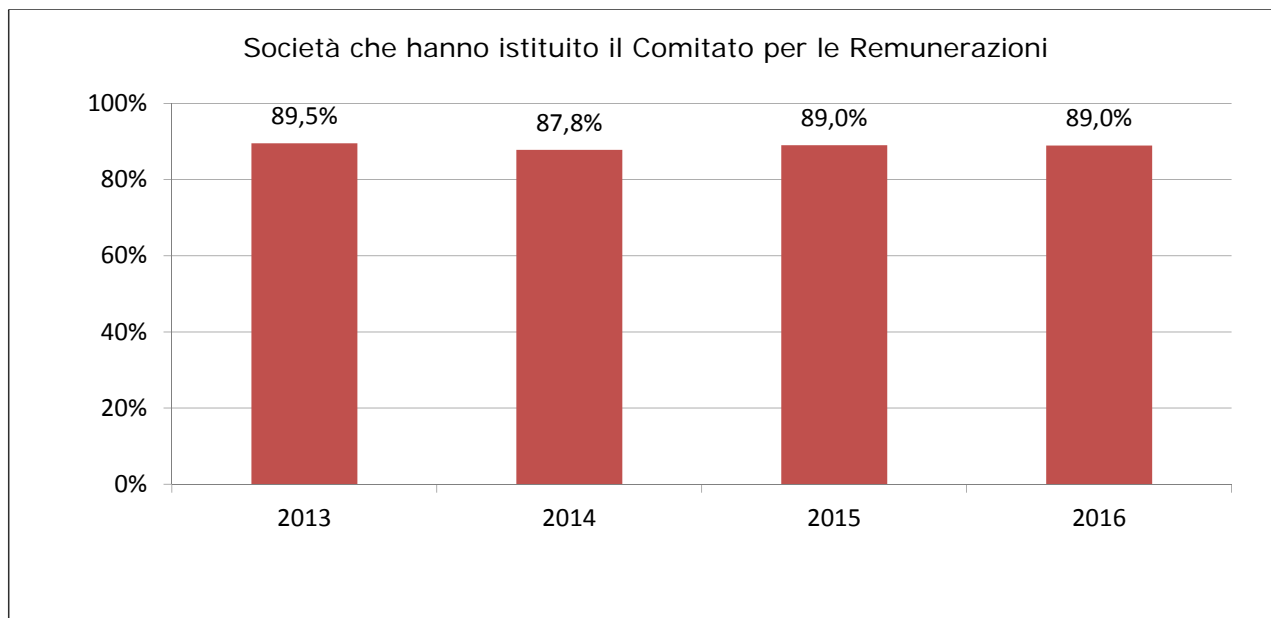
Il Codice raccomanda che tali comitati siano composti di soli indipendenti o, in alternativa, di soli non esecutivi, con una maggioranza di indipendenti, tra cui è scelto il presidente del comitato. La prima opzione (comitato di soli indipendenti) è stata scelta dal 48% delle società per il CR e dal 55% per il CCR; la seconda (comitato formato da non esecutivi, con maggioranza di indipendenti e presidente indipendente scelto tra essi) è stata seguita dal 41% delle società per il CR e dal 35% per il CCR. La composizione del Comitato per le Remunerazioni è allineata alle raccomandazioni del Codice nell'89% dei casi. Analogamente, il CCR è allineato alle previsioni del Codice nel 90% dei casi. In ambedue i casi si riscontra un lieve incremento della *compliance* con il Codice rispetto all'anno passato.

Dove un comitato non è stato istituito, la *disclosure* delle ragioni di tale scelta è fornita in circa il 90% dei casi per il Comitato Nomine e il Comitato Controllo e Rischi (rispettivamente nel 93% e nell'87% dei casi) e in circa l'80% dei casi per il Comitato remunerazione.

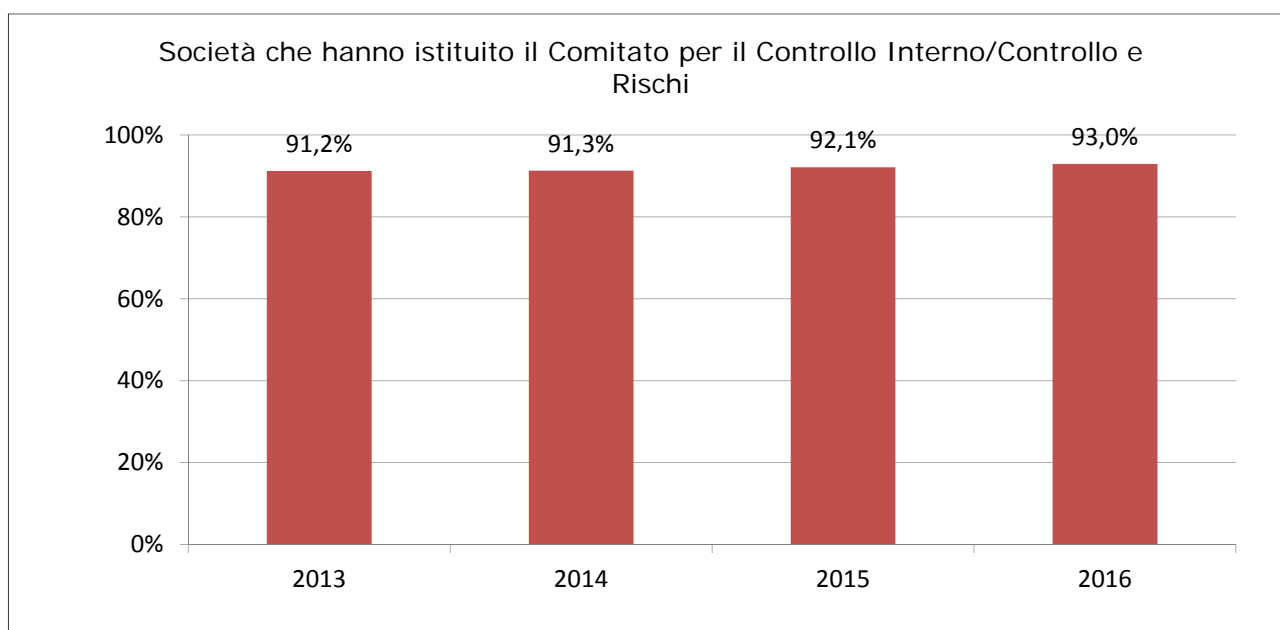
Le giustificazioni offerte nel caso in cui non è stato istituito il Comitato Nomine fanno sovente riferimento alle disposizioni di legge e regolamentari che stabiliscono l'elezione degli amministratori sulla base di liste, normalmente presentate dagli azionisti. A tale riguardo si rileva peraltro che il Codice – pur riconoscendo che l'istituto del comitato nomine nasce storicamente in sistemi a proprietà diffusa, per tutelare l'indipendenza degli amministratori dal management – raccomanda l'istituzione di tale comitato, per l'utile ruolo consultivo e propositivo nell'individuazione della composizione ottimale del consiglio, anche nelle società a proprietà concentrata.



Nel caso del Comitato Remunerazioni la spiegazione della mancata istituzione fa riferimento alle limitate dimensioni della società o a esigenze di semplificazione della struttura di *governance* oppure al ruolo dell'assemblea nella determinazione del compenso degli amministratori o, ancora, a struttura e importo delle remunerazioni corrisposte agli amministratori. La mancata indicazione delle ragioni della sua mancata istituzione nel 20% dei casi non consente di valutarne la rispondenza alle specifiche caratteristiche della società.



Infine, nel caso del CCR, si fa riferimento all'esistenza di un efficiente sistema di controllo interno e/o – ancora – alle limitate dimensioni della società (o alla sua natura di *holding* di partecipazioni) o ad esigenze di semplificazione della struttura di *governance*, o si afferma che le sue funzioni sono state assunte dal collegio sindacale. Alcune società comunicano di avere attribuito la funzione di un comitato all'intero CdA, talvolta con espresso riferimento all'art. 4.C.2. del Codice (anche se non sempre il CdA ha i requisiti di composizione raccomandati a tal fine dal Codice).





Nel 90% dei casi la composizione dei comitati è in linea con le raccomandazioni del Codice. La fornitura di una giustificazione nei 47 casi di non *compliance* non è però frequente. Tale giustificazione manca in ben 34 casi (pari al 72% del totale).

Ove fornite, le spiegazioni di una composizione dei comitati difforme dalle raccomandazioni del Codice sono differenziate secondo la specifica situazione di non *compliance*: la bassa numerosità dei componenti dei comitati è sovente riconducibile a cause transitorie; la carenza di indipendenti fa tipicamente riferimento alla mancata adesione al Codice da parte della società e/o all'insufficiente numero di amministratori indipendenti in CdA. La nomina di un consigliere non indipendente a Presidente del Comitato è sovente connessa alle sue caratteristiche di professionalità ed esperienza o ad esigenze di continuità di funzionamento legate al fatto che gli altri membri del comitato sono di nomina recente.

I casi in cui la composizione dei comitati non risulta in linea con le raccomandazioni del codice potrebbero meritare una riflessione esplicita in sede di autovalutazione del consiglio.

### **Amministratore incaricato del sistema dei controlli**

Il Codice raccomanda che il Consiglio di Amministrazione individui al suo interno uno o più amministratori, incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

L'amministratore "incaricato" è individuato nominativamente nelle Relazioni da 192 società (pari all'85% del totale). Alcuni emittenti (6 in tutto) hanno sfruttato la facoltà di individuare due amministratori "incaricati", tra cui sono ripartite le funzioni individuate dal Codice. In 132 casi (pari al 65% del totale) l'amministratore "incaricato" coincide con l'amministratore delegato (ovvero con uno degli AD, ove il consiglio abbia attribuito deleghe a più consiglieri). In 22 casi l'incarico è affidato al presidente, in 13 a un vice-presidente, quasi sempre qualificati come consiglieri esecutivi. In 24 società si tratta di un consigliere esecutivo diverso dai casi precedenti. In 11 casi (corrispondenti a emittenti di piccole dimensioni) il ruolo è ricoperto da consiglieri non esecutivi (non indipendenti); infine, in 2 società il ruolo è affidato a un soggetto espressamente qualificato come indipendente. In simili casi, tale figura ha verosimilmente un ruolo di controllo e garanzia, più che di progettazione e gestione del sistema.

### 3. La remunerazione di amministratori e sindaci: politiche e prassi

#### La policy delle remunerazioni

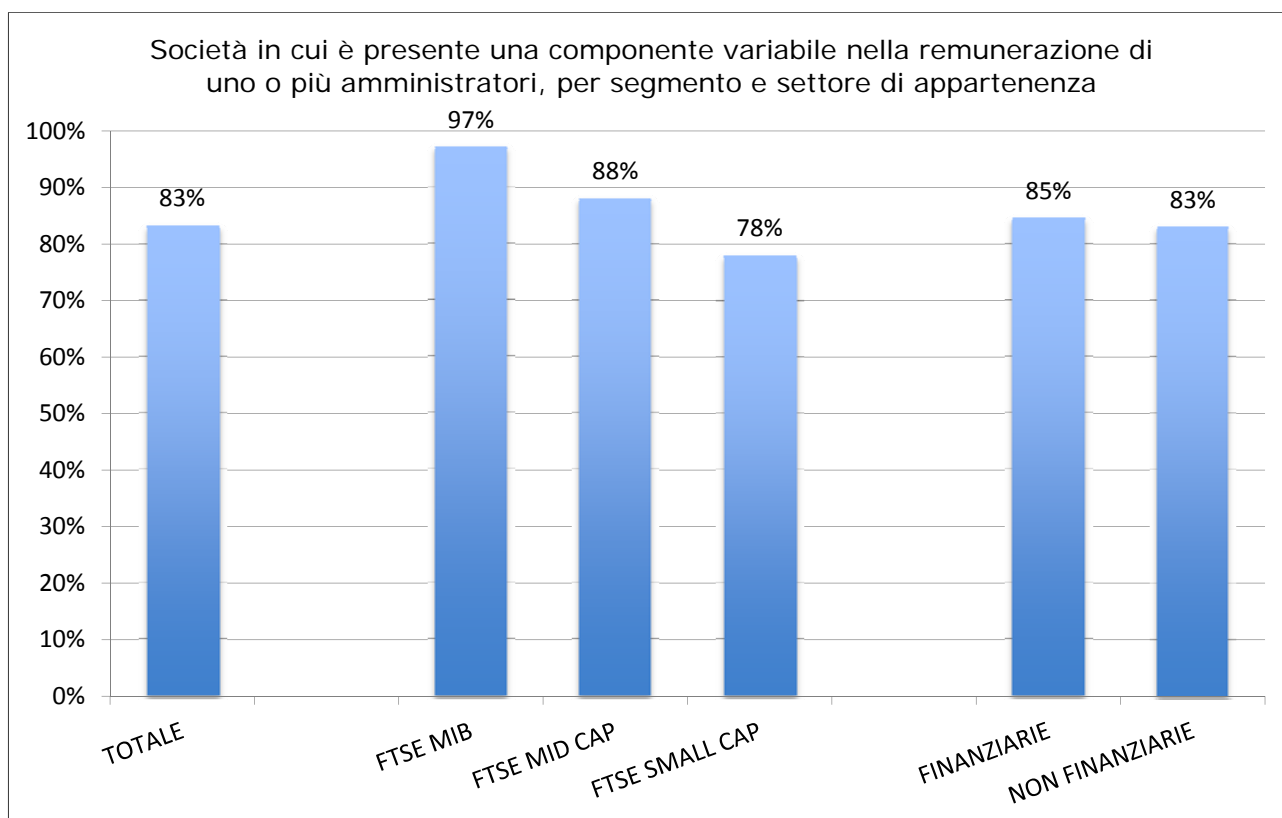
La prima sezione delle Relazioni sulle Remunerazioni contiene informazioni sulla politica delle remunerazioni e sulla *governance* del processo con cui essa viene determinata all'interno della società.

Le politiche rappresentate nelle Relazioni sulle Remunerazioni presentano un grado estremamente diversificato di precisione e dettaglio, spesso legato alla dimensione della società e al settore (più elevati nelle società maggiori e nel settore finanziario). Benché la qualità media delle informazioni fornite sulle politiche di remunerazione sia migliorata nel tempo, permangono aree di indeterminatezza e numerosi casi in cui le società comunicano di non avere formulato previsioni specifiche riguardo a singoli punti o affermano che il CdA “potrà” decidere caso per caso.

#### Remunerazione fissa e variabile

Il Codice raccomanda che una parte significativa della remunerazione degli AD e dei dirigenti con responsabilità strategiche sia legata a specifici obiettivi di *performance*, indicati preventivamente e coerenti con la *policy*.

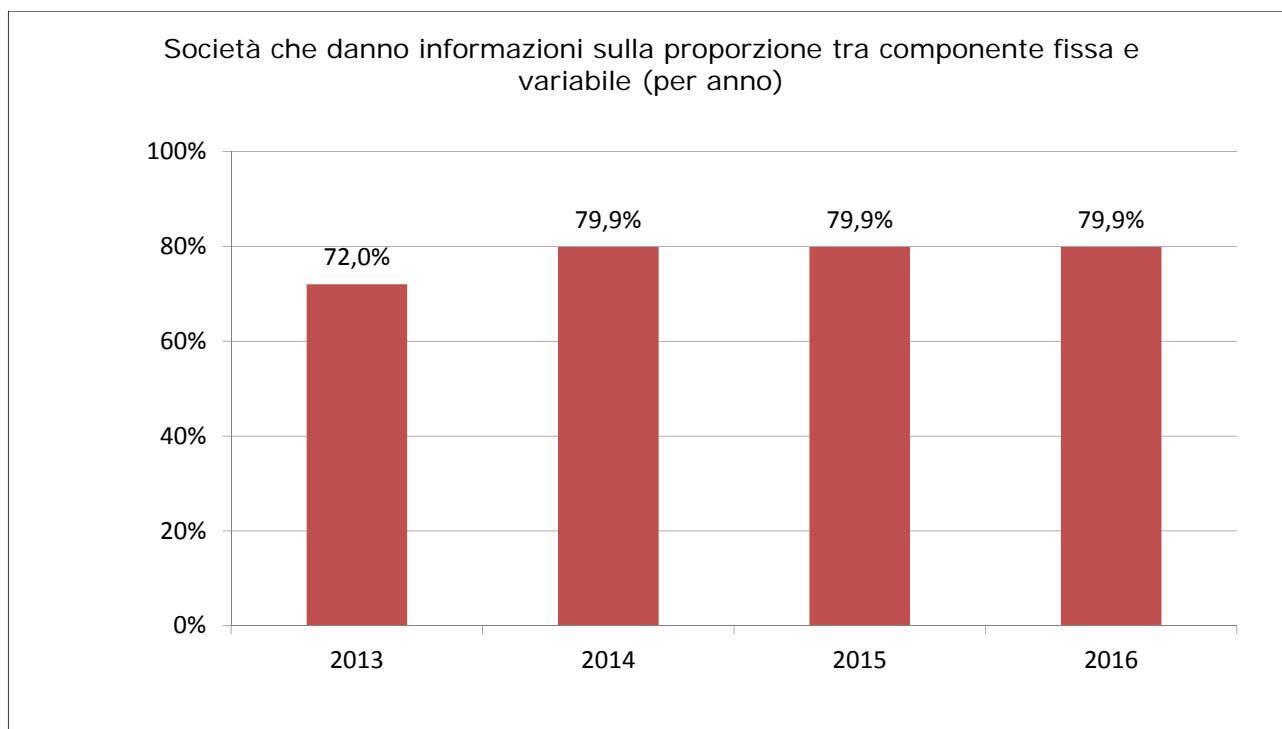
L'esistenza di una componente variabile è comunicata nell'83% dei casi. La frequenza cresce con la dimensione aziendale (è il 97% nel FTSE Mib).



L'80% delle società che prevedono una componente variabile fornisce l'indicazione del peso relativo della parte fissa e di quella variabile.

Nel 20% delle società non vengono fornite informazioni sufficienti a verificare che la componente variabile della remunerazione degli AD e dei dirigenti con responsabilità strategiche costituisca una parte significativa del loro pacchetto complessivo, come raccomandato dal Codice.

Tra le 38 società che non prevedono una componente variabile, il 18% (7 società) non aderiscono al Codice; meno della metà delle altre società giustifica esplicitamente tale scelta. La spiegazione offerta fa riferimento, solitamente, alla volontà di non predefinire nella *policy* l'attribuzione di componenti variabili mantenendo un elevato grado di discrezionalità, o a dichiarate ragioni di principio collegate a esigenze di sana e prudente gestione, o al fatto che gli amministratori esecutivi sono anche i principali azionisti della società e pertanto non necessitano di un piano incentivante *ad hoc* oppure, infine, a ragioni contingenti, in genere connesse a difficoltà economico-finanziarie dell'emittente.

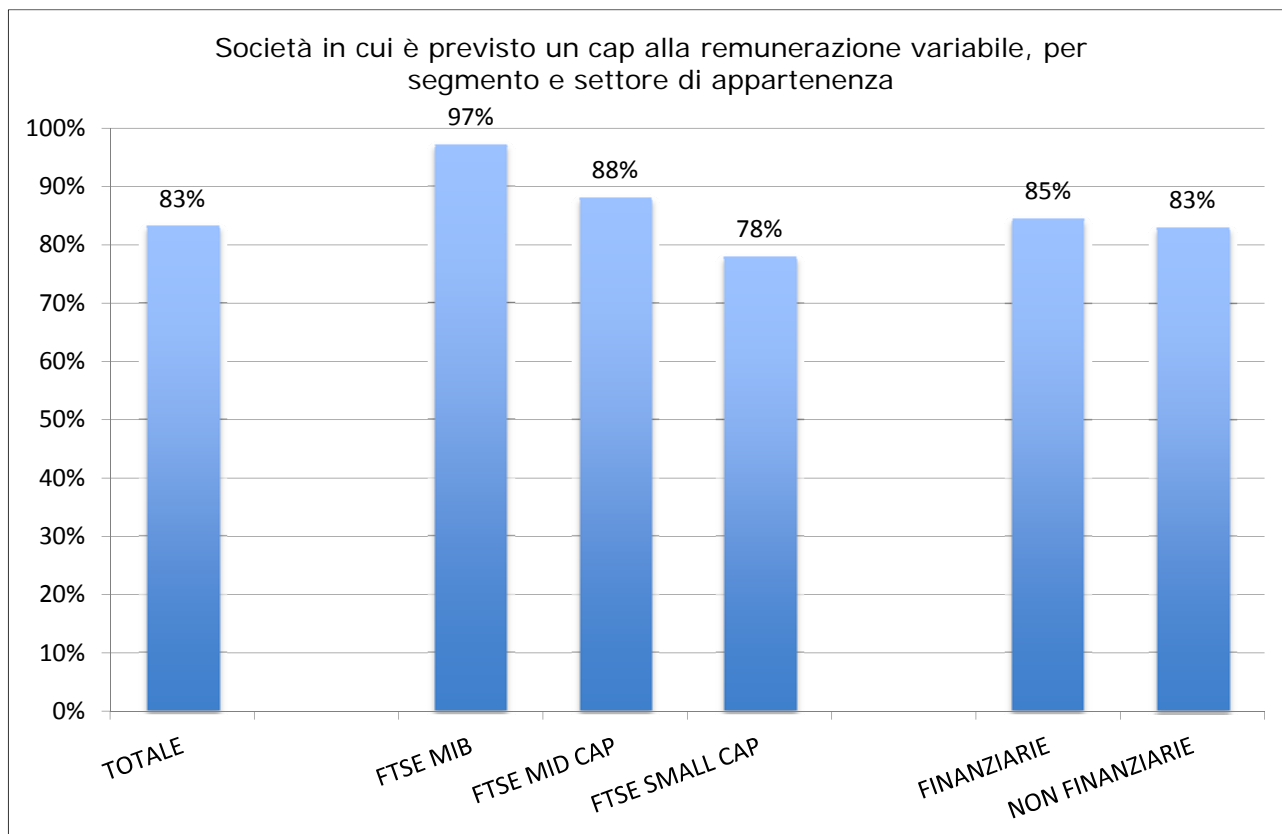


L'84% delle società prevede limiti alla remunerazione variabile. È fornita quasi sempre una descrizione dei parametri – predeterminati – cui essa è legata.

È molto frequente (nel 98% dei casi) il riferimento a indicatori di matrice contabile; lo è meno il riferimento a specifici obiettivi “di *business*” (riscontrabile nel 55% dei casi) o al valore di mercato delle azioni, comunicato dal 48% delle società. L'adozione di piani *stock-based* è più frequente tra le società maggiori (77% nel FTSE Mib). Una componente variabile legata a obiettivi di breve periodo è individuabile quasi sempre (nel 95% delle società). Una componente legata a obiettivi di

medio-lungo periodo è comunicata nel 77% dei casi; la frequenza sale nel settore finanziario (95% dei casi) e tra le società maggiori (94% tra le FTSE Mib).

Nel 16% delle società che, diversamente da quanto raccomandato dal Codice, non indicano la presenza di un *cap* alla componente variabile, le informazioni disponibili non consentono di identificare le ragioni della scelta effettuata.



### Clausole di malus e/o claw-back

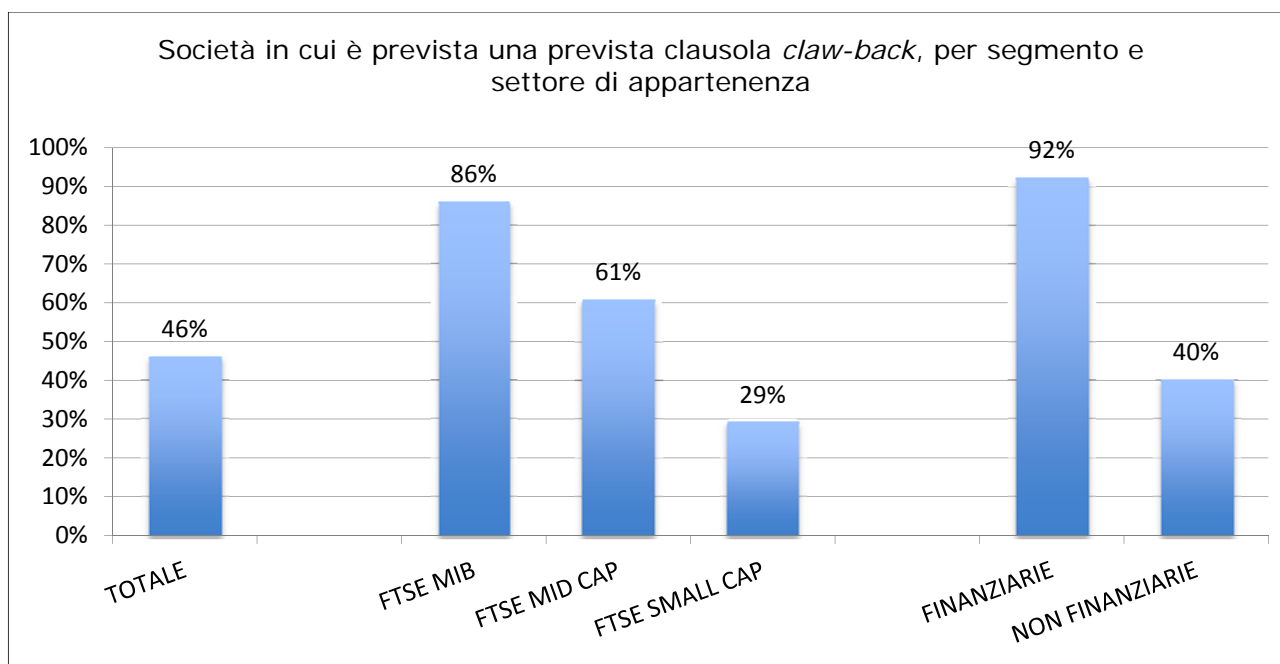
L'edizione 2014 del Codice raccomanda (criterio 6.C.1. lettera f)) la stipula di intese contrattuali che consentono di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate (*claw-back*) o di trattenere somme oggetto di differimento (*malus*), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati.

L'applicazione della raccomandazione del codice (introdotta dal 2015) in merito alla previsione di clausole di *malus e/o claw back*, pur in sensibile crescita, è ancora parziale. Si sono individuate tali clausole nelle politiche sulla remunerazione di circa la metà delle società censite (circa 46% del totale).

Si registrano notevoli differenze secondo la dimensione aziendale (clausole di *malus/claw back* sono individuabili nell'86% delle FTSE-Mib; la percentuale scende al 29% tra le Small Cap) e a livello settoriale (nel settore finanziario tali clausole sono previste nel 92% dei casi, contro il 40% nel settore non finanziario).

La *policy* fornisce in oltre il 90% dei casi precisazioni sui *trigger events* che innescano l'operatività delle clausole ad esempio sotto il profilo dei comportamenti del percettore, sotto quello dell'elemento soggettivo (in genere, è richiesto il dolo o la colpa grave) e/o sull'orizzonte temporale in cui la clausola opera (è frequente un orizzonte triennale a far data dall'erogazione della componente variabile). Si osservano tuttavia, con una certa frequenza, anche casi in cui la politica si limita a ripetere la formula del Codice, senza ulteriori precisazioni.

L'assenza di clausole di *malus* e/o *claw-back* in oltre metà delle società e la frequente mancata indicazione degli eventi che ne determinano l'applicazione mostrano che la nuova raccomandazione del Codice ha trovato finora un'applicazione ancora parziale, benché in miglioramento rispetto all'anno passato.



### La policy sulle indennità di fine carica

Si tratta di un punto su cui l'informazione fornita dalle società è sovente non 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: nel 30% 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.

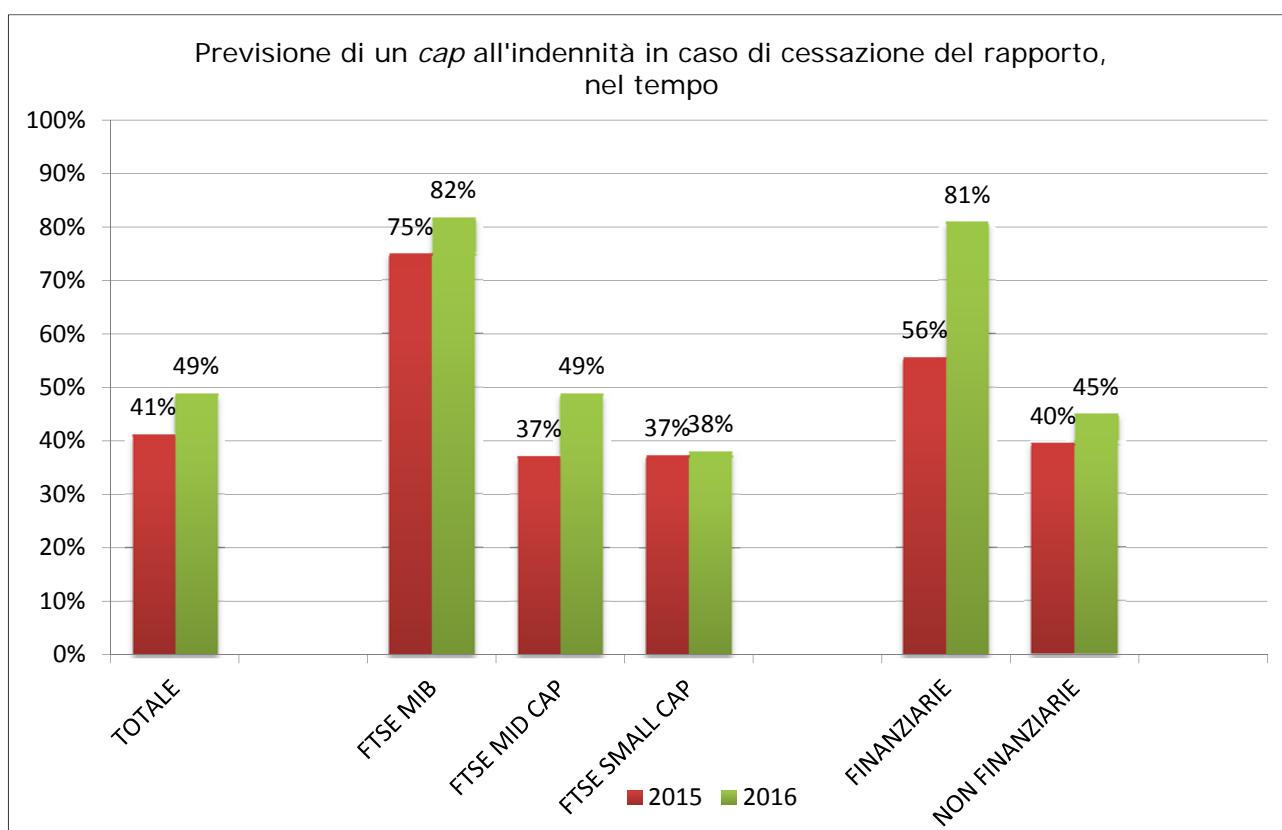
In 94 casi (pari al 49% delle società che prevedono specifiche pattuizioni o comunque la possibilità di erogare indennità; erano il 41% nel 2015) è indicata esplicitamente l'esistenza di un *cap* alle indennità previste in caso di dimissioni o licenziamento, come raccomandato dal Codice. L'indicazione del *cap* è più frequente nel settore finanziario (dove è comunicata nell'81% dei casi, contro il 45% negli altri settori) e tra le società del FTSE Mib (nell'82% dei casi). Gli eventuali *cap* sono fissati secondo modalità differenziate. La previsione più frequente è un *cap* pari a due anni di retribuzione. Si tratta, sovente, della remunerazione globale, inclusiva della quota variabile

eventualmente maturata. Talvolta l'indennità è parametrata alla durata in carica ovvero al periodo mancante alla scadenza.

In 98 società 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. Tale giustificazione appare, peraltro, non perfettamente coerente con la raccomandazione del Codice, in quanto è proprio in assenza di precedenti pattuizioni che manifesta la sua utilità la determinazione di un *cap*, ossia di un impegno a non pagare più di una determinata cifra; in presenza di accordi già stabiliti il *cap* avrebbe, infatti, scarsa utilità in quanto le regole che presiedono alla determinazione dell'indennità sarebbero già pienamente operanti.

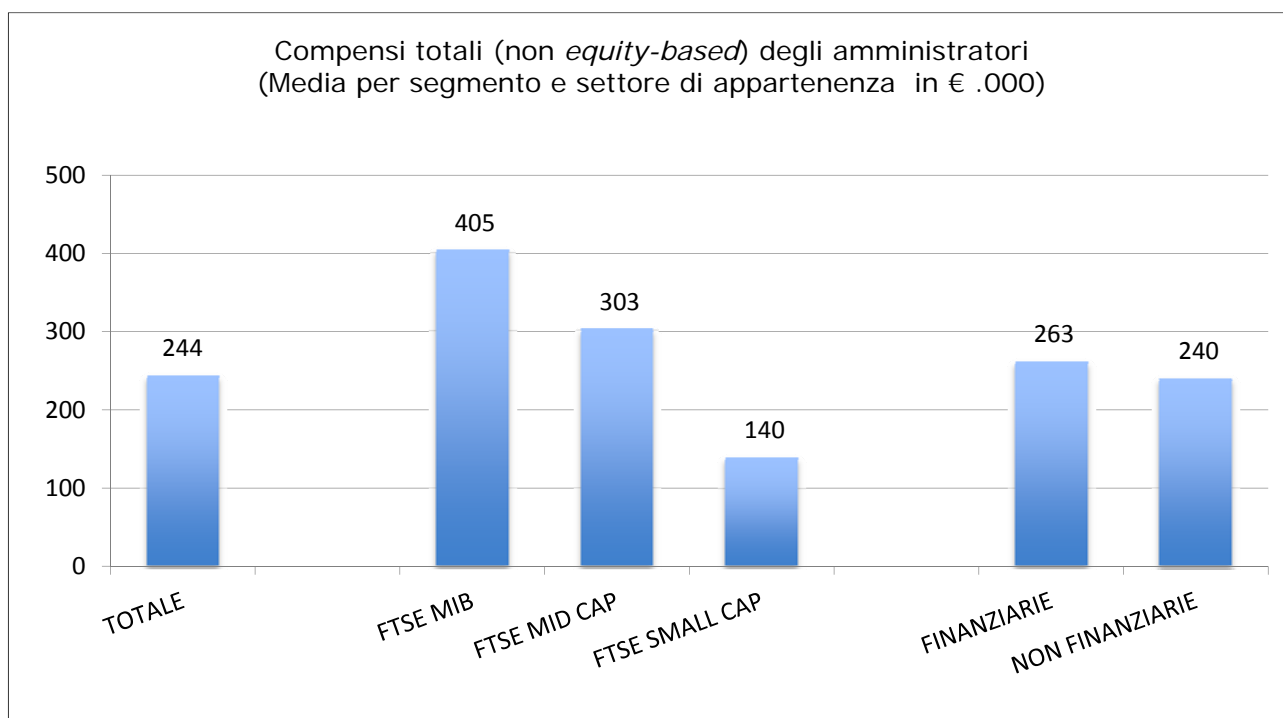
La politica sulla remunerazione della maggior parte delle società presenta ancora elementi di scarsa trasparenza riguardo alle indennità di fine carica, non prevedendo pattuizioni esplicite o misure che limitino la discrezionalità al momento in cui si verifica l'evento.



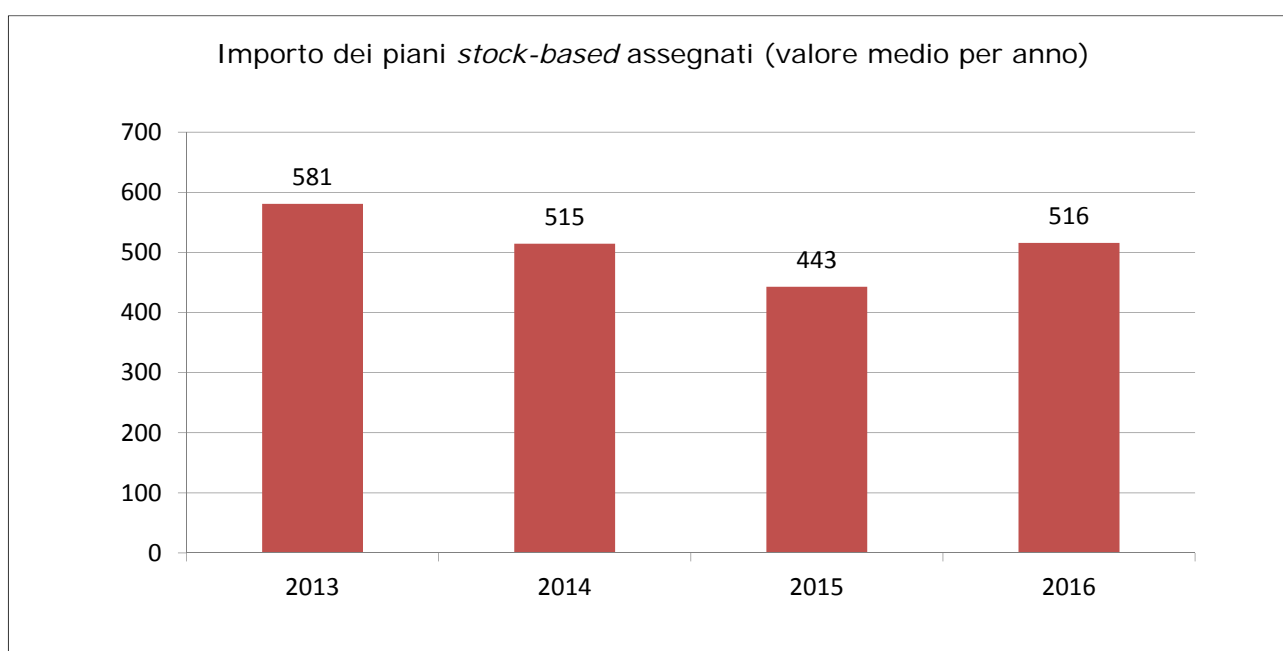
### Le remunerazioni effettivamente corrisposte

La seconda sezione delle Relazioni fornisce indicazioni sugli importi corrisposti ai singoli amministratori (e sindaci) dalla società quotata e dalle società controllate o collegate.

La remunerazione media (*non-equity*) degli amministratori è pari a 244 mila €. Essa è lievemente superiore a quella del 2015 e varia in misura notevole secondo la dimensione dell'impresa e il settore.



Le Relazioni forniscono, su base sintetica e comparabile, un'indicazione del numero degli amministratori beneficiari di piani *stock-based* e del loro controvalore, misurato utilizzando il criterio convenzionale del "costo" per l'emittente di competenza dell'esercizio ai sensi dei principi contabili internazionali; solo un numero ristretto di amministratori risulta beneficiario di piani "spesati" nell'esercizio. I compensi *equity* da essi "percepiti" sono peraltro di importo considerevole (in media 516 mila €).



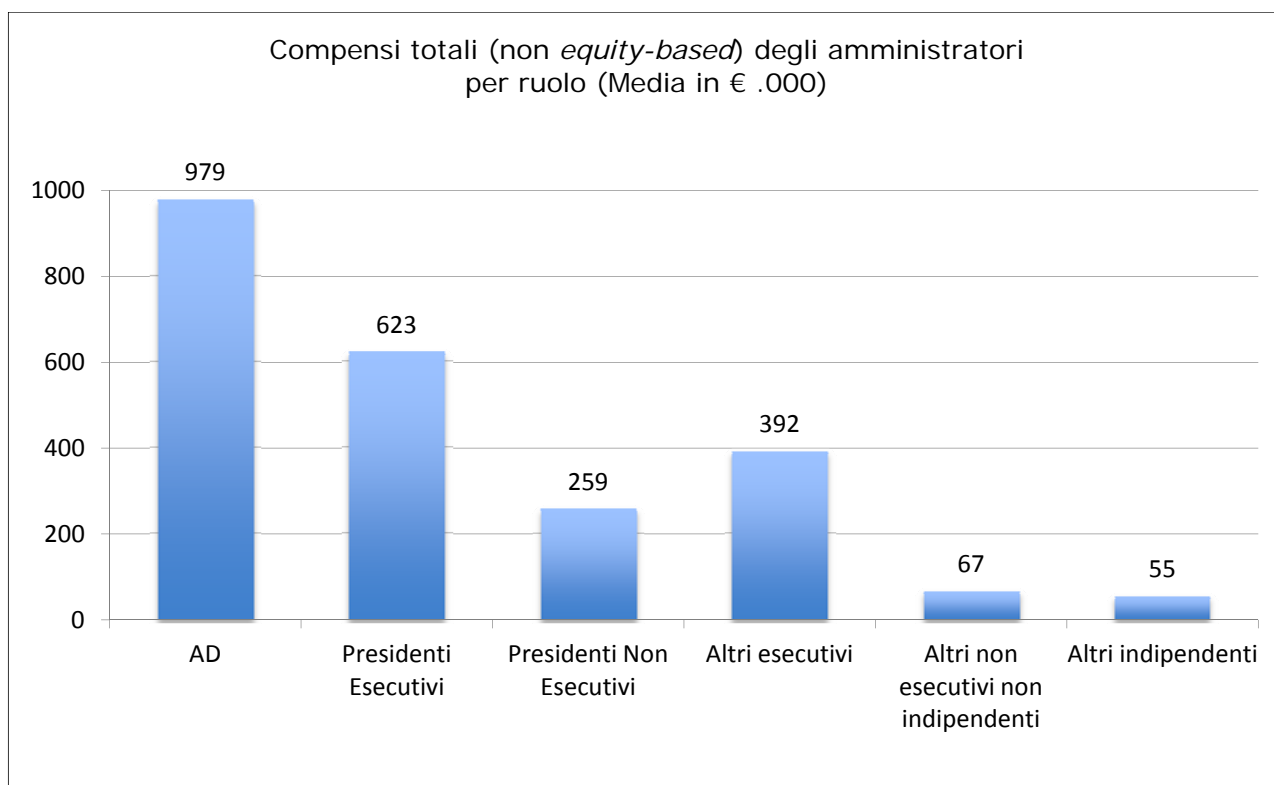
## Remunerazione e ruolo degli amministratori

I compensi ricevuti sono notevolmente differenziati a seconda del ruolo.

Gli amministratori delegati percepiscono una remunerazione (compensi *equity* esclusi) intorno a 980 mila €. I presidenti esecutivi ricevono circa il 36% in meno (623 mila €). Vice presidenti e altri consiglieri esecutivi percepiscono una remunerazione intorno a 400 mila €. Seguono i presidenti non esecutivi (259 mila €). Gli altri non esecutivi (67 mila €) e gli indipendenti (55 mila €) si collocano sui gradini più bassi.

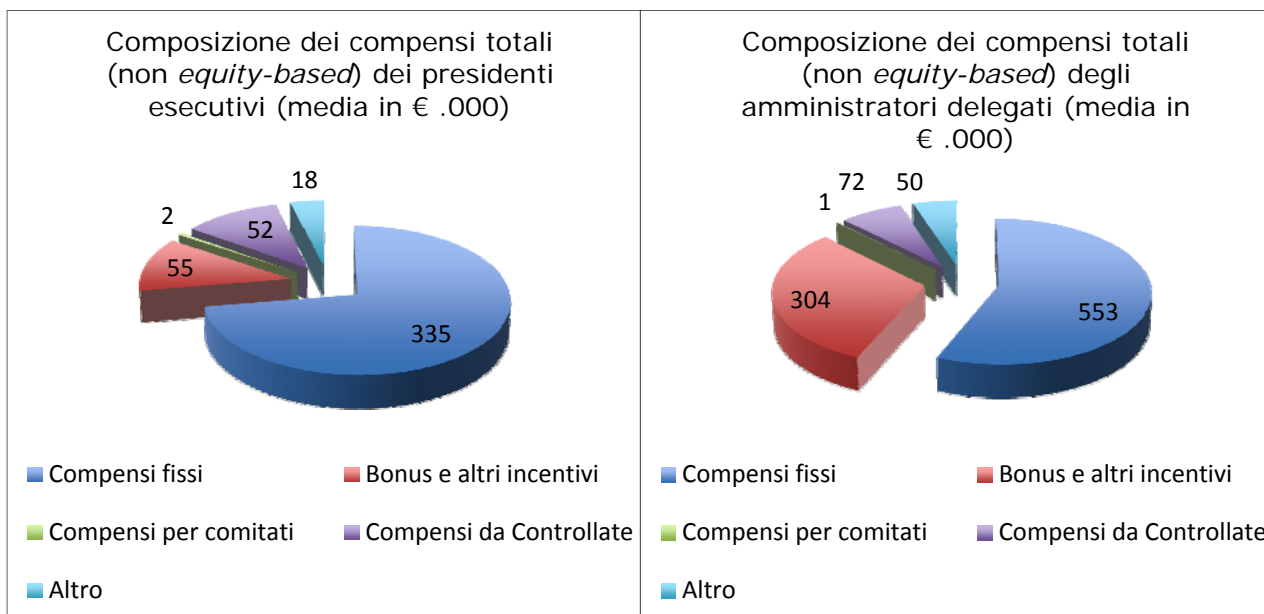
Coerentemente con le raccomandazioni del Codice, gli indipendenti non percepiscono mai compensi *equity* mentre è frequente, accanto al compenso fisso pari a quello degli altri amministratori, l'assegnazione di "indennità di carica" per la partecipazione a comitati.

Netta è la differenza di andamento nell'ultimo anno tra amministratori esecutivi e non esecutivi: gli esecutivi hanno visto un incremento generalizzato dei compensi, dovuto in parte ai bonus, in parte a un incremento dei compensi fissi (ad es. gli AD vedono un incremento di 78 mila € dei compensi fissi e di 91 mila € dei bonus; i presidenti esecutivi vedono un incremento di 11 mila € dei compensi fissi e di 74 mila € dei bonus), mentre calano i compensi da controllate e collegate. Al contrario, gli amministratori non esecutivi hanno ricevuto una remunerazione sostanzialmente stabile. Gli indipendenti hanno ricevuto un compenso medio lievemente più alto (passato da 52 a 55 mila €, ossia circa pari a quello di tre anni fa); tale incremento è sostanzialmente dovuto a un aumento del compenso fisso.





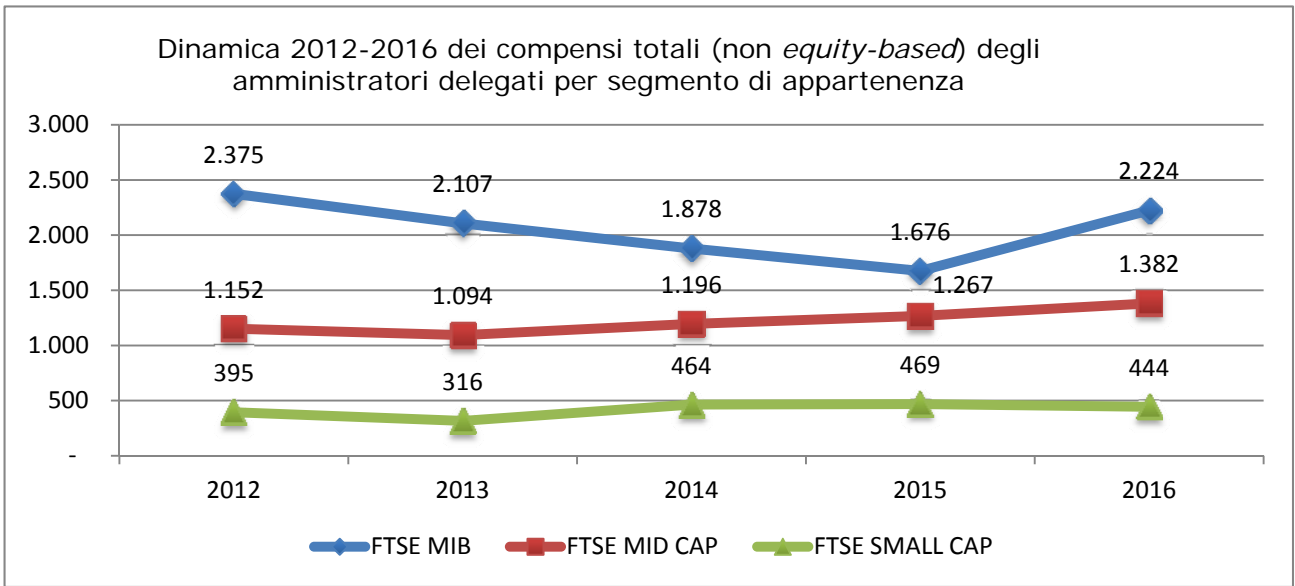
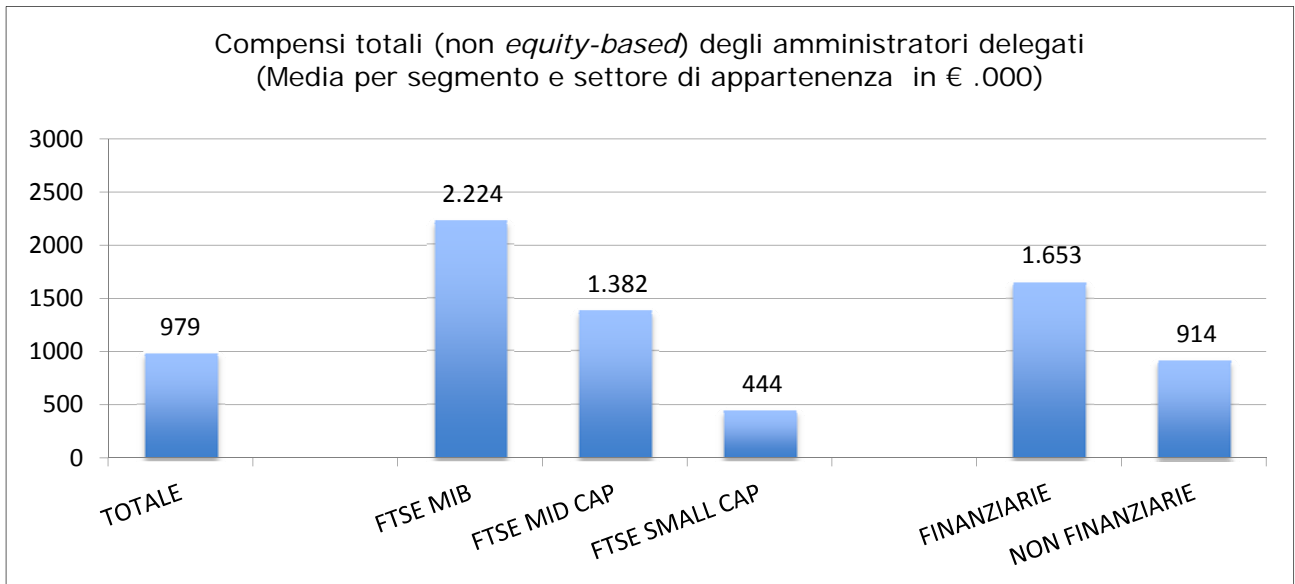
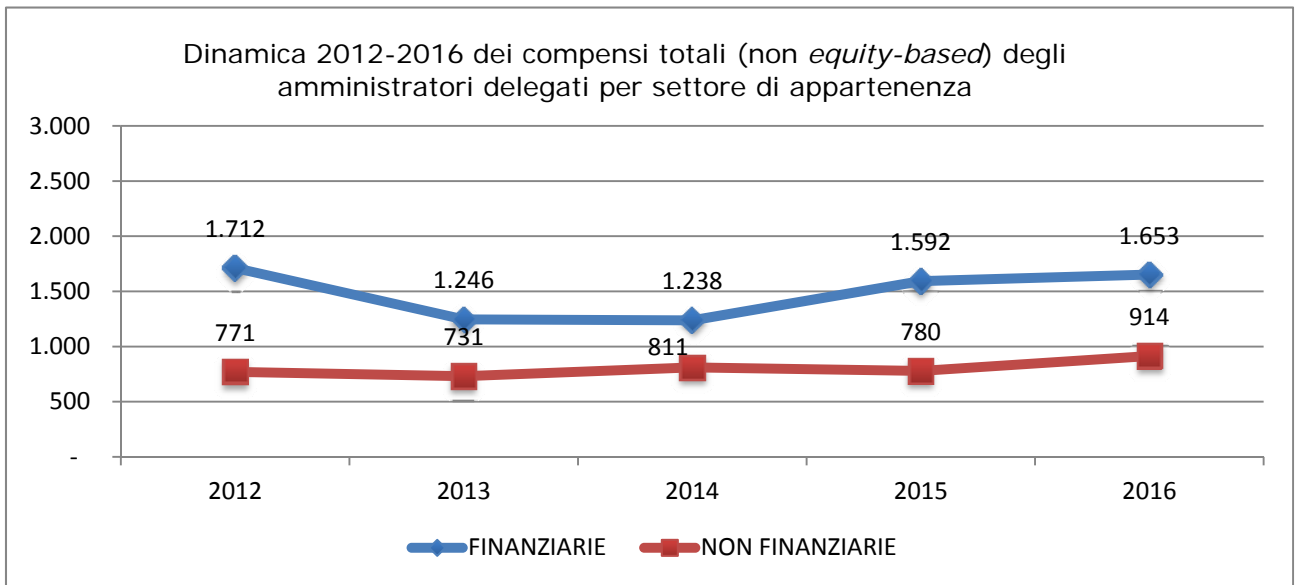
Al variare del ruolo ricoperto cambia anche la struttura della remunerazione *cash*: quella degli AD è formata – mediamente – da compensi fissi per il 56%, bonus monetari per il 31% e compensi da controllate per il 7% (le altre voci hanno importi più ridotti). Per i presidenti esecutivi è composta da compensi fissi più elevati (66%); bonus più limitati (16%) e compensi da controllate lievemente più elevati di quelli degli AD (13%). I presidenti non esecutivi registrano un peso preponderante dei compensi fissi (90% del totale). Gli amministratori non esecutivi (diversi dagli indipendenti) percepiscono significativi “compensi da controllate” (24 mila €). Gli indipendenti percepiscono compensi aggiuntivi solo per la partecipazione a comitati, per importi limitati in valore assoluto (16 mila €).



### La remunerazione degli AD

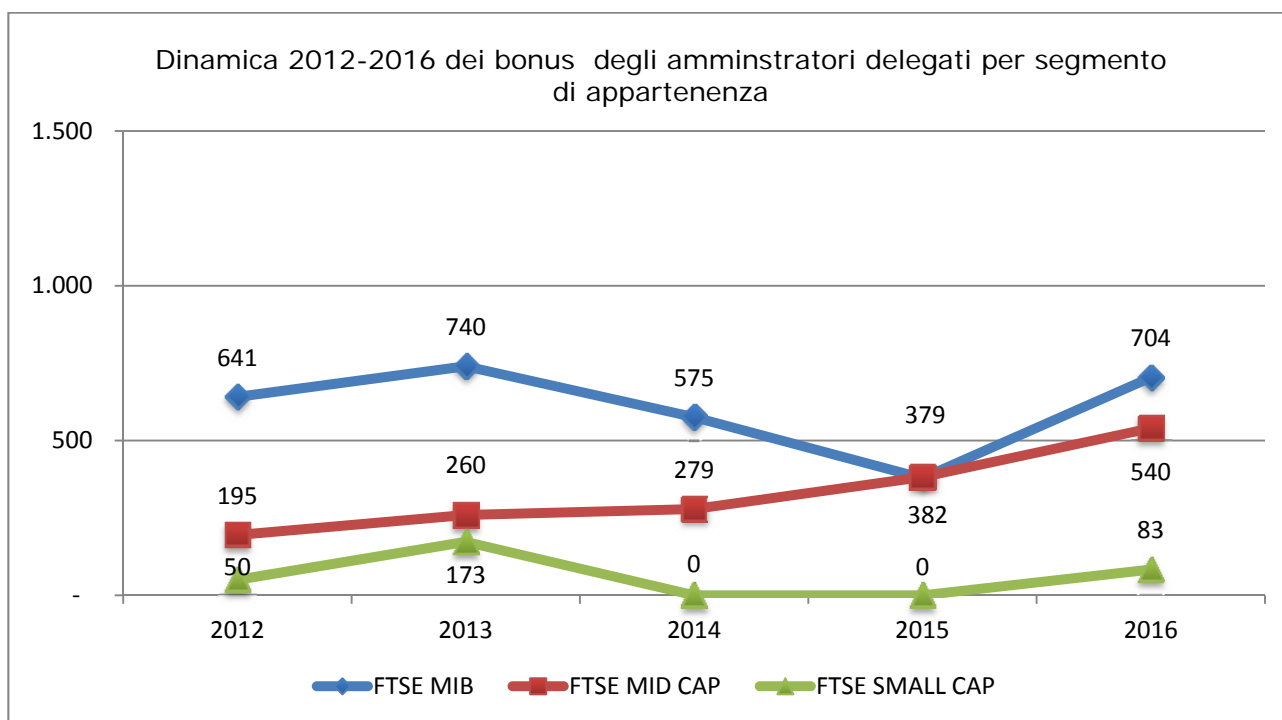
I compensi (*non-equity*) degli AD mostrano andamenti notevolmente differenziati secondo la dimensione della società: tra le FTSE-Mib i compensi medi sono risaliti in misura sensibile, recuperando quasi interamente il calo (circa il 30%) subito nel triennio precedente (11% all'anno). Prosegue (9%) la crescita dei compensi medi tra le Mid Cap (dove erano saliti del 6% nel 2015 e del 9% nel 2014); tra le Small Cap i compensi medi scendono del 5%, ma le remunerazioni medie erano salite di quasi il 50% nel 2014.

La causa di tale dinamica risiede principalmente nel diverso andamento dei bonus. Nell'ultimo anno, i bonus sono aumentati dell'86% nelle FTSE-Mib e del 41% nelle Mid Cap mentre sono diminuiti del 22% nelle Small Cap. Nel settore bancario i bonus sono più che raddoppiati (e il loro peso è salito dal 10 % al 19% del totale della remunerazione *cash*, dopo anni di crescita modesta).



## Le remunerazioni variabili (cash e equity) erogate

Lo Schema Consob offre informazioni di dettaglio per gli amministratori (quasi sempre qualificati come esecutivi) destinatari di piani di incentivazione. Per quanto riguarda i piani *cash*, il controvalore medio dei bonus di competenza dell'anno è pari 592 mila €, in forte aumento rispetto al 2015. Ovviamente, gli importi variano in misura molto sensibile al variare della dimensione aziendale. Per quanto riguarda i piani *stock-based*, come negli anni passati, il controvalore totale delle assegnazioni di competenza dell'esercizio è superiore per gli "altri strumenti finanziari" (1.086 mila €, contro 567 mila € di controvalore dei piani di *stock option*). Ovviamente, gli importi variano in misura sensibile da un caso all'altro, soprattutto in relazione alla dimensione aziendale.



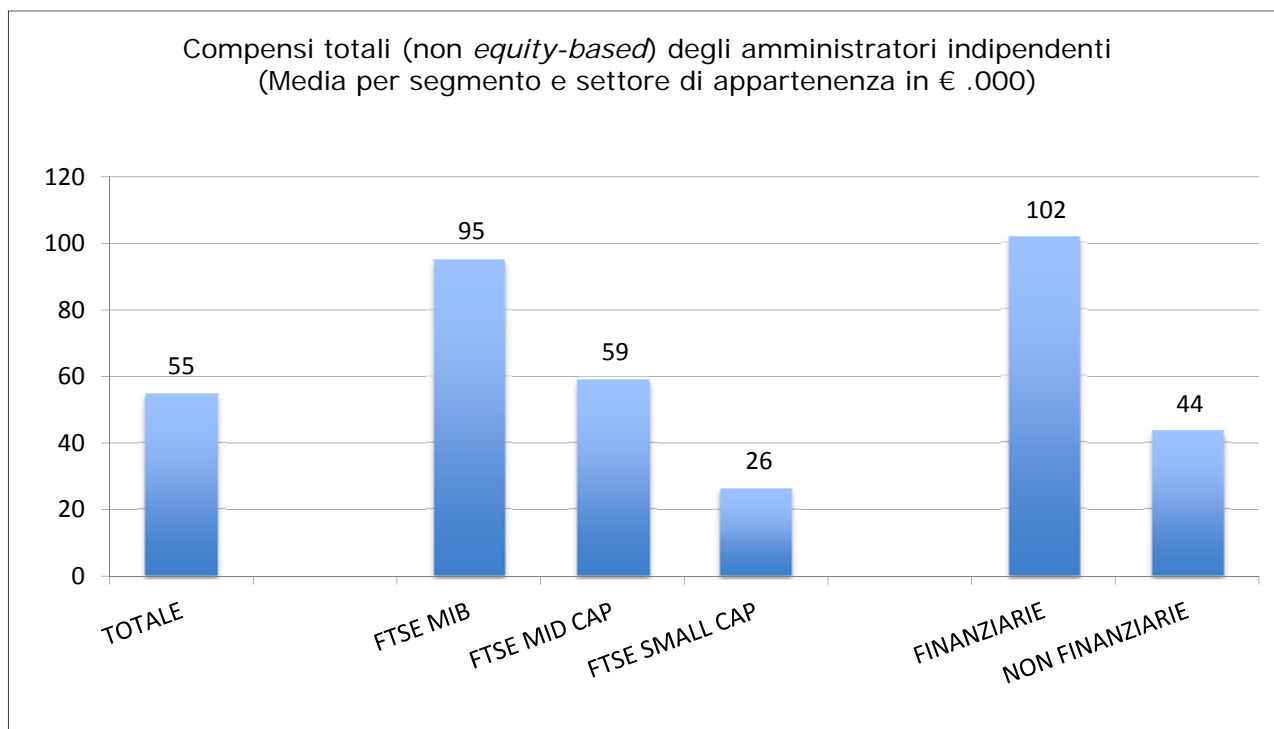
## Le indennità di fine carica corrisposte

Tra i 66 amministratori esecutivi cessati nel 2015, solo 14 hanno ricevuto indennità; l'importo medio è intorno a 650 mila €. Le indennità di fine carica si riferiscono anche a consiglieri ancora in carica in caso di mutamenti di ruolo che creano significative discontinuità o di trattamenti c.d. "di fine mandato", "corrisposti" (in realtà, sovente, differiti) anche in continuità di rapporti. Nei 31 casi in cui il beneficiario risulta ancora consigliere a fine anno, gli importi sono mediamente pari a 407 mila €. Numero di beneficiari e importi erogati sono diminuiti in misura sensibile rispetto al 2015. La variabilità a livello di singolo beneficiario è molto forte, da un minimo di 6,5 mila € a un massimo di 6,4 milioni di €.

## Remunerazione e valutazione dell'indipendenza

Gli indipendenti con *tenure* lunga (carica ultranovennale) percepiscono compensi sensibilmente più alti nelle società maggiori (FTSE Mib) e nelle banche, dove il compenso è quasi doppio rispetto gli

altri (oltre 100 mila € in più, differenza in forte aumento rispetto all'anno passato). Nel settore non finanziario, al superamento della soglia novennale non corrisponde, in media, un aumento di remunerazione. Le informazioni diffuse dalle società offrono un quadro molto netto: la *tenure* ultranovennale è uno dei criteri, da applicarsi "con riguardo più alla sostanza che alla forma", che il Codice propone per valutare il rischio di perdita dei requisiti di indipendenza. Le informazioni disponibili consentono agli investitori di formarsi un'opinione precisa in merito alle valutazioni condotte dai singoli emittenti.



### La remunerazione dei sindaci

La remunerazione dei sindaci è pari a 47 mila €, lievemente inferiore a quella degli amministratori indipendenti. Contrariamente a quanto auspicato dal Codice, a fronte dell'aumento dell'impegno richiesto ai sindaci, la loro remunerazione si è ridotta progressivamente dai 54 mila € del 2013. Come già osservato per gli amministratori, la remunerazione dei sindaci varia in misura notevole secondo la dimensione dell'impresa (è 78 mila € nel FTSE Mib, pari a circa 2,7 volte quella presso le Small cap) e secondo il settore (93 mila € nelle società finanziarie, 41 mila € nelle non finanziarie). I compensi fissi costituiscono oltre l'80% della remunerazione totale; i compensi da controllate contano per il 13%. Le altre voci hanno un peso molto limitato. I presidenti del collegio percepiscono circa il 25% (11 mila €) in più rispetto agli altri sindaci: la differenza è riconducibile ai compensi fissi.

Al contrario che per gli amministratori indipendenti, per i sindaci la durata in carica ultranovennale è ovunque associata a maggiori compensi (14 mila €, pari al 33% in più rispetto ai sindaci con *tenure* più breve); la differenza sale a 63 mila € (il 76% in più) nel settore bancario.

Alla luce delle raccomandazioni del Codice sull'adeguatezza della remunerazione di amministratori indipendenti (commisurata all'impegno, anche in sede di comitati) e sindaci (commisurata a impegno, rilevanza del ruolo, dimensioni e settore dell'impresa), i compensi effettivamente corrisposti evidenziano l'opportunità di una riflessione circa l'allineamento con la best practice ivi raccomandata.

