

Interventi

L'evoluzione della governance delle società quotate e le raccomandazioni del Comitato

INDICE

Il Note e Studi Assonime: l'evoluzione delle prassi nell'applicazione del Codice di Corporate Governance

Marcello Bianchi, Assonime

Mateja Milič, Assonime

Discussant:

Antonio Matonti, Confindustria

La politica di dialogo con gli stakeholder rilevanti Introduzione:

Marcello Bianchi, Assonime

Relatori:

Paolo Montalenti, Università di Torino

Francesco Vella, Università di Bologna

Gli elementi discrezionali nella politica per la remunerazione: le erogazioni straordinarie e le indennità di fine carica Introduzione:

Mateja Milič, Assonime

Relatori:

Paolo Valensise, Università Roma Tre

Francesco Surace, Georgeson

assonime

L'associazione delle imprese

Note e Studi sulla Corporate Governance delle Società Quotate

Mateja Milič

Milano, 2 febbraio 2026

Il monitoraggio 2025

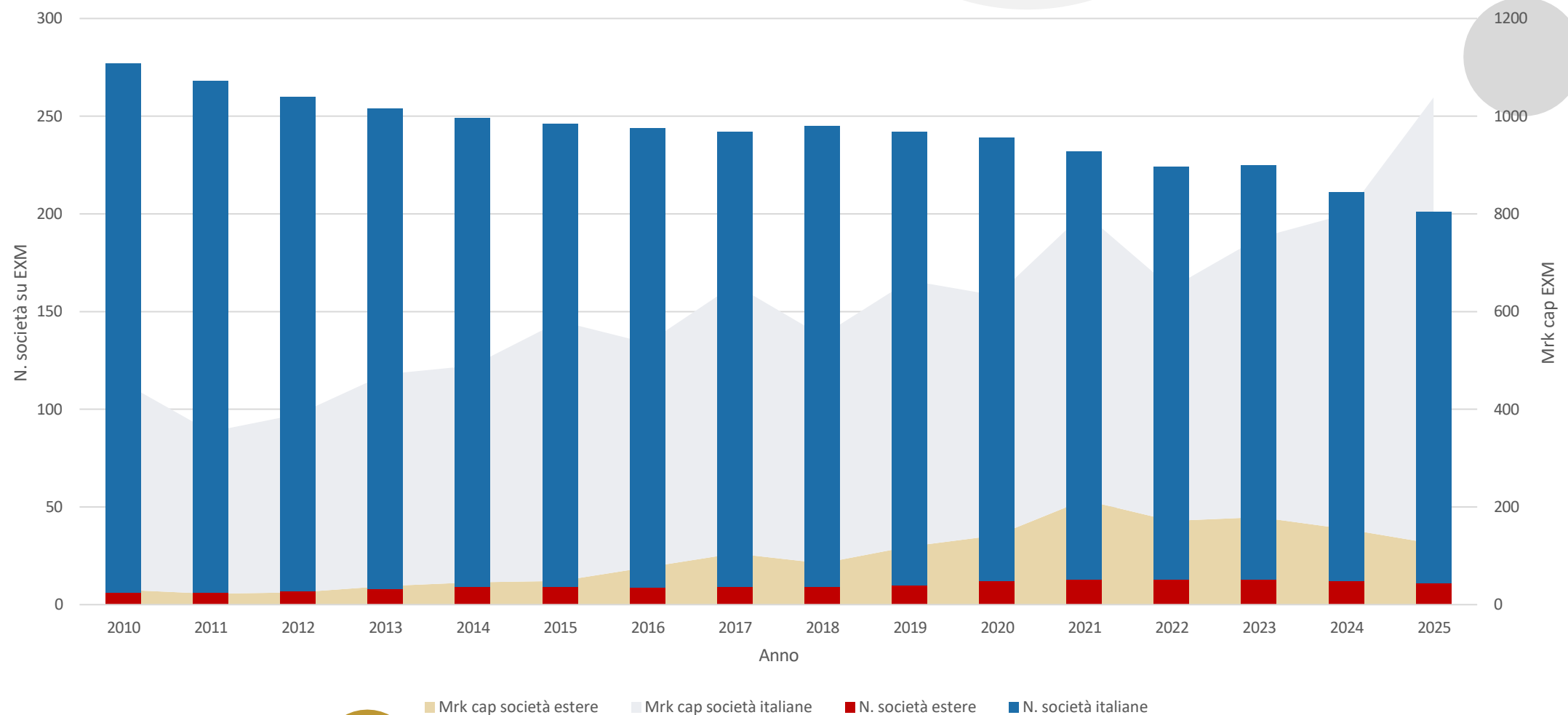
Il monitoraggio 2025 di Assonime analizza la governance delle società quotate nel quarto anno di piena applicazione del nuovo Codice. Anche in base alle rilevazioni avvenute nei primi anni di applicazione dello stesso abbiamo:

- mantenuto il focus sulla **sostenibilità**, affinando l'approfondimento sul grado di coinvolgimento del board e sulle procedure del **dialogo con gli stakeholder**;
- valorizzato la **proporzionalità** del Codice, anche nelle misurazioni di natura più statistica come il «grade»;
- affinato l'esame di alcune aree di particolare interesse, estendendo l'analisi ad alcuni **dati della stagione assembleare 2025**: es. per la gestione del processo di nomina e il ruolo del cda nelle sue diverse fasi (orientamenti, eventuale lista cda e corrispondenza delle liste agli orientamenti), per l'introduzione del voto maggiorato, sia rafforzato che ordinario (motivazioni delle proposte secondo i criteri del Codice).

Le principali risultanze dello studio hanno contribuito alla formazione delle «raccomandazioni» contenute nella Lettera del Presidente del Comitato, tenendo conto delle aree di miglioramento e delle principali criticità emerse (o che continuano a emergere) nelle attività di monitoraggio.

L'evoluzione del mercato negli ultimi 15 anni

ASSONIME - Riproduzione riservata



L'evoluzione del mercato regolamentato

Negli ultimi anni la composizione del mercato, anche per effetto della migrazione di importanti gruppi industriali verso l'Olanda, ha subito un'evoluzione significativa evidenziando uno spostamento del peso relativo tra le diverse categorie di società:

- l'incidenza delle società non finanziarie si è ridotta (a causa dei processi di delisting e di fenomeni di listing shopping) accentuando la polarizzazione del mercato verso SOE e banche;
- Importante peso delle SOE e delle società finanziarie (banche e assicurazioni).

Nel corso del 2024 e 2025 abbiamo assistito a significativa ondata di delisting che ha interessato anche due società di diritto estero (**29 delisting in totale**) a fronte di solo **2 nuove quotazioni** (con market cap media poco superiore a 100 milioni di euro).

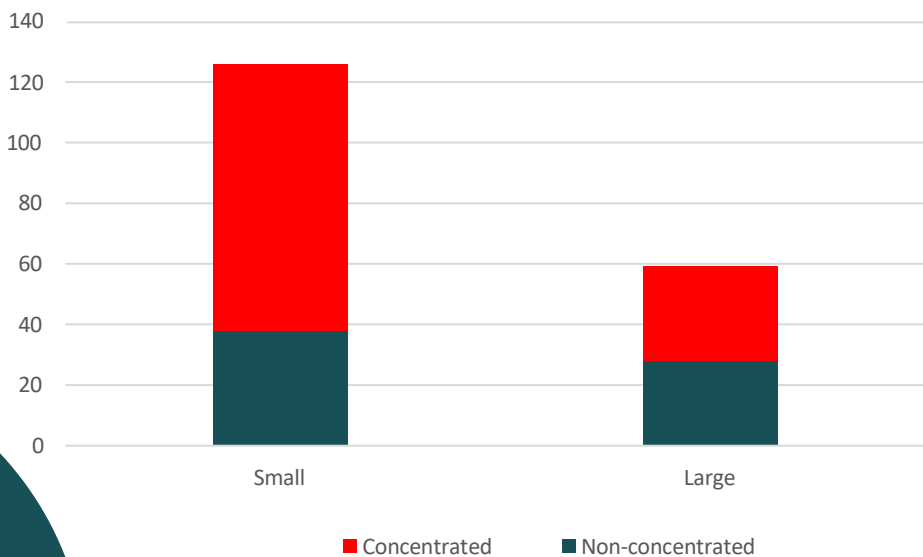
Rispetto al campione analizzato l'anno scorso (208 società italiane), quest'anno analisi copre soltanto **185 società** italiane a causa di 6 casi di delisting nel primo semestre 2025 (divenuti poi complessivamente 11 a fine anno) e 7 casi di società in situazione di crisi (composizione negoziata, liquidazione ecc).

Caratteristiche del campione: secondo i parametri del Codice

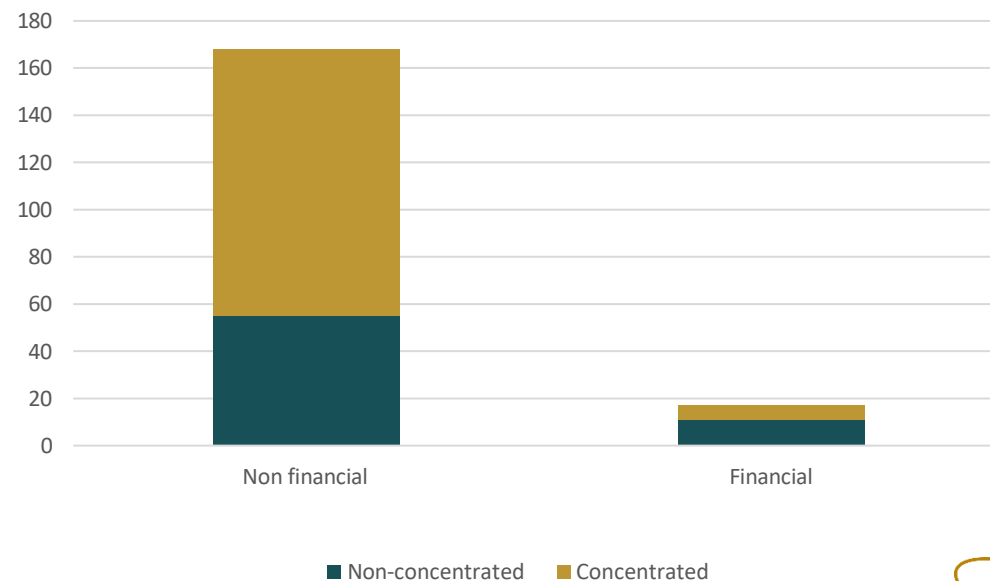
La maggioranza (64%) del campione è rappresentato da società a proprietà concentrate (secondo la definizione del Codice); la percentuale delle società concentrate sale ulteriormente tra le società di minori dimensioni (70% sono concentrate) e tra le società non finanziarie (67% sono concentrate), ma è comunque significativa anche tra le società grandi (53% sono concentrate) e in parte anche tra le finanziarie (35% sono concentrate).

ASSONIME - Riproduzione riservata

Distribution of listed companies, by size and ownership structure



Distribution of listed companies, by sector (fin/non-fin) and ownership structure



Caratteristiche del campione: per modello di controllo



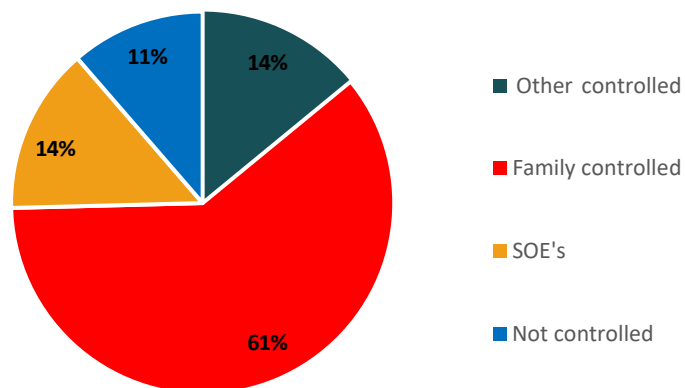
La maggioranza delle società italiane analizzate sono familiari (62%), mentre la restante parte del campione è equamente rappresentata da partecipate pubbliche (SOE: 14%), altre società controllate (14%) e da società "widely held" (11%).

Le SOE e le società "widely held" hanno tuttavia un peso significativo rappresentando oltre due terzi della capitalizzazione dell'EXM.

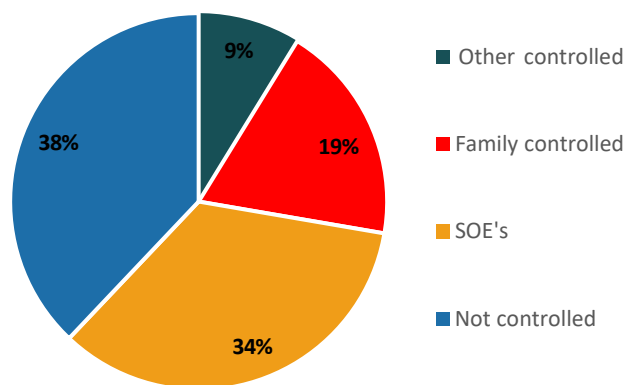
Tuttavia il peso delle familiari incrementa significativamente (dal 19% al 34%) se si considerano nel campione le società estere, prevalentemente di grandi dimensioni e a proprietà familiare.

ASSONIME - Riproduzione riservata

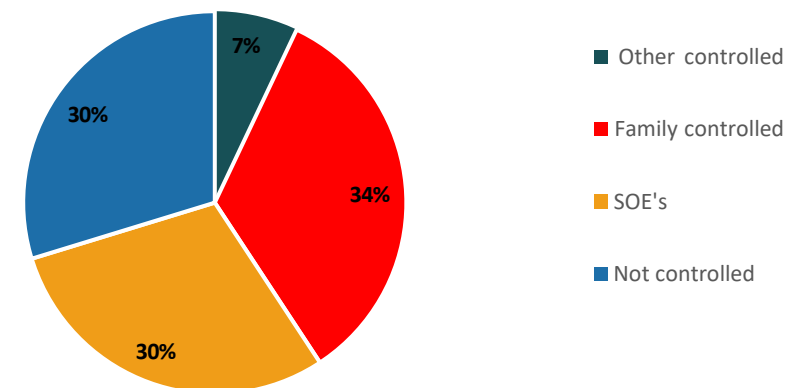
Distribution of Italian listed companies, by control model



Distribution of Italian listed companies, by control model



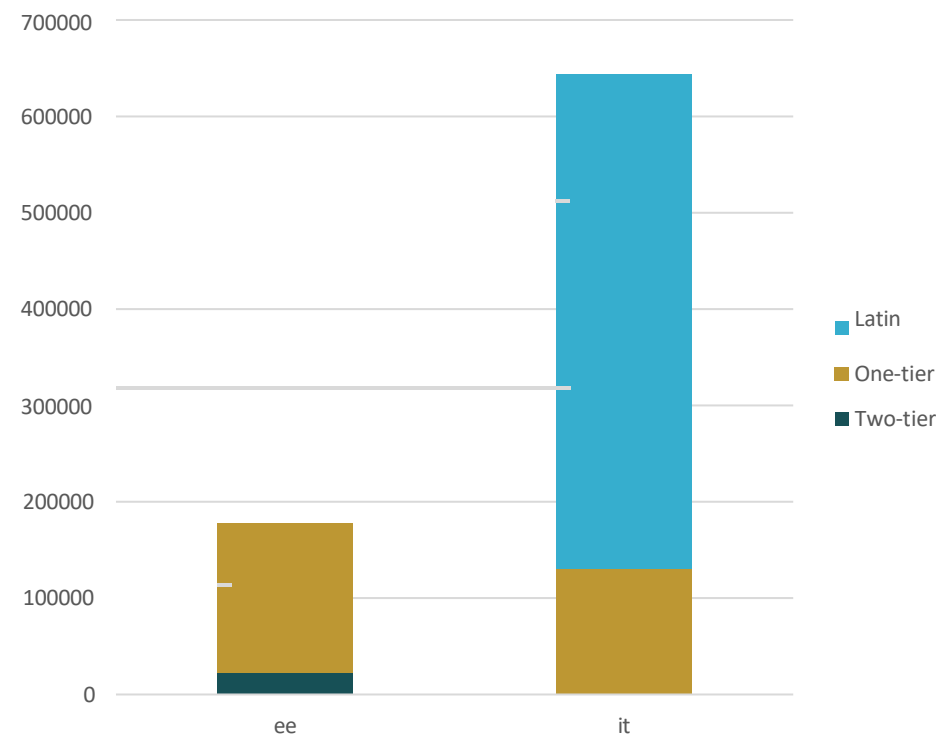
Distribution of all listed companies (it+foreign), by control model



Caratteristiche del campione: per modello di governance

- La maggioranza delle società italiane analizzate adottano il cd. modello tradizionale.
- Segnali di interesse per il monistico nell'ultimo triennio, 6 società hanno adottato il modello monistico portandole a 10 a fine 2025 (di cui 3 banche e 7 industriali).
- Il peso delle società italiane con il monistico è pari al 20% della market cap delle società italiane (in gran parte determinato dalle banche). Peso del monistico che diventa ancora più significativo se si considerano le società di diritto estero quotate a Milano.
- Tuttavia sono interessanti i casi delle 7 società industriali (5 Small Cap e 2 Mid Cap) che hanno maggiormente valorizzato le caratteristiche del monistico.

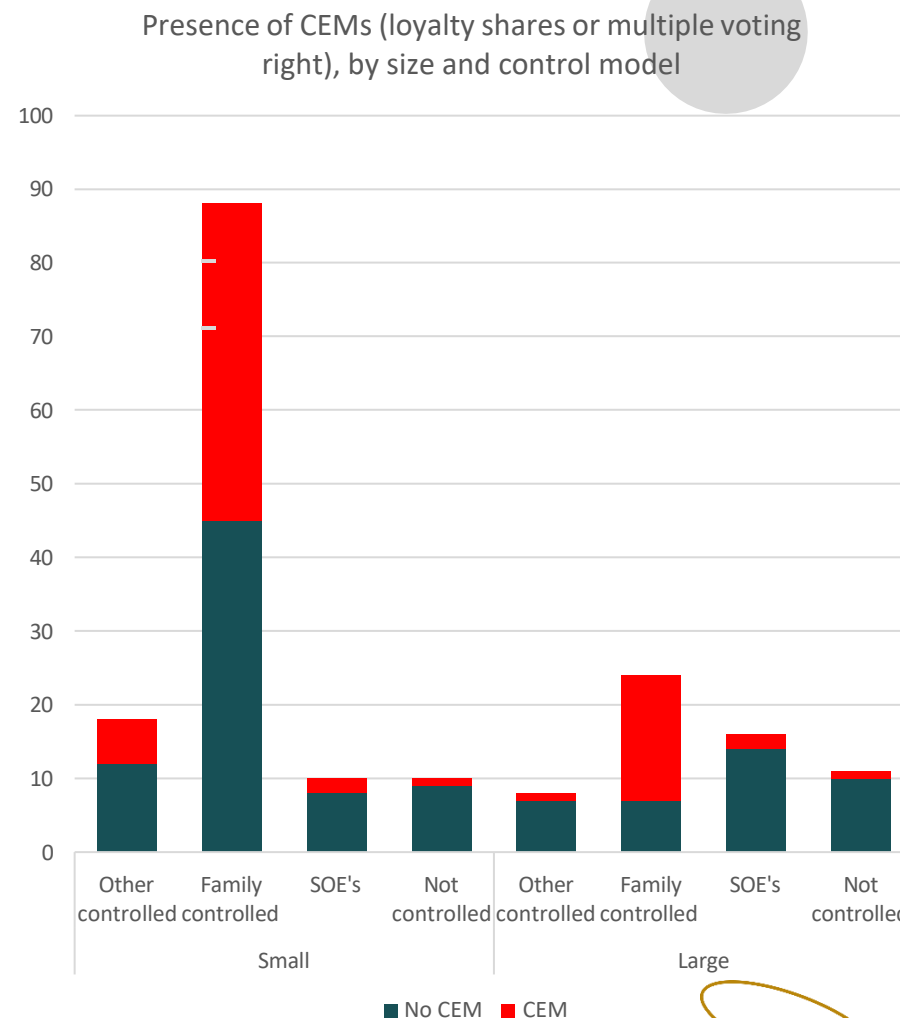
	2010	2015	2020	2025
One-tier	3	2	3	10
Two-tier	7	4	1	1
Latin	262	222	216	174



Caratteristiche del campione: il rafforzamento dei diritti di voto (voto maggiorato o plurimo)

- A fine 2024, quasi il 40% delle società quotate italiane ha previsto meccanismi di rafforzamento del voto (36% maggiorato e 3% plurimo).
- L'utilizzo è diffuso sia nelle società grandi (36%) sia nelle piccole (40%); specie in presenza di assetti proprietari concentrati (49% vs. 21% non concentrate) e nelle società familiari (54%)
- Particolarmente diffusi nelle neoquotate:
 - il 62% delle IPO negli ultimi 5 anni; il 49% delle IPO ultimi 10 anni
 - spesso introdotto in fase pre-IPO (30% del totale delle società che hanno adottato questo strumento dal 2014 ad oggi)
- La presenza di "azioni di risparmio" è limitata (6 casi); tuttavia, ove presenti, pesano in media per un terzo della capitalizzazione di mercato della singola società; 3 su 6 hanno istituito anche il voto maggiorato.

ASSONIME - Riproduzione riservata



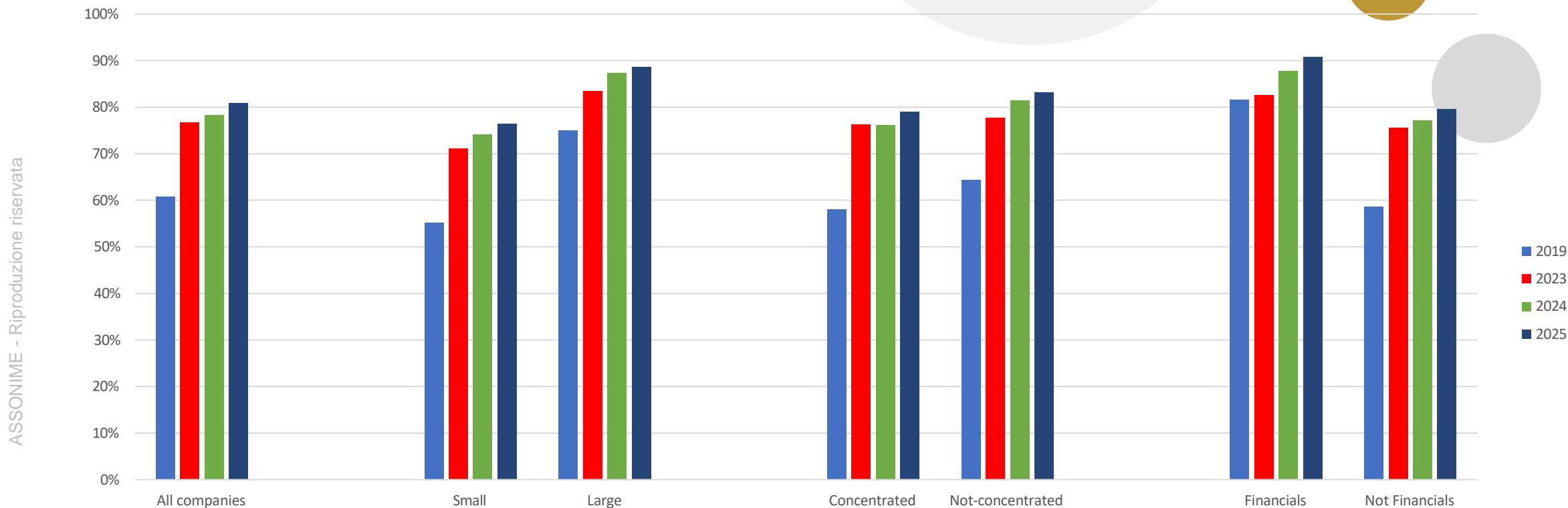
Quadro attuale su maggiorato/plurimo e allineamento al Codice

- A fine 2025, sono 79 le società che hanno adottato il voto maggiorato o plurimo, rappresentando il 43% delle società (il 15% in termini di market cap)
- Nel biennio 2024-2025 è aumentato, in particolare, il numero delle società che hanno adottato il voto maggiorato:
 - 21 società, con introduzione effettiva in 19 casi e due casi in cui si è realizzato il recesso
 - Di cui 13 società hanno introdotto il voto maggiorato "rafforzato":
 - in 11 casi con ratio 1:10
 - in 2 casi con ratio 1:3

Miglioramento della disclosure, in base ai parametri del Codice, anche grazie all'attenzione posta nella Lettera 2023 del Comitato

Macrotema	Codice	Anno	TEMA	2024-2025	2020-2023
Voto maggiorato	Racc. 2	Dicembre 2023	Disclosure su effetti attesi (assetti proprietari e strategie)	70%	25%
			Informazione su iter deliberativo	90%	62%

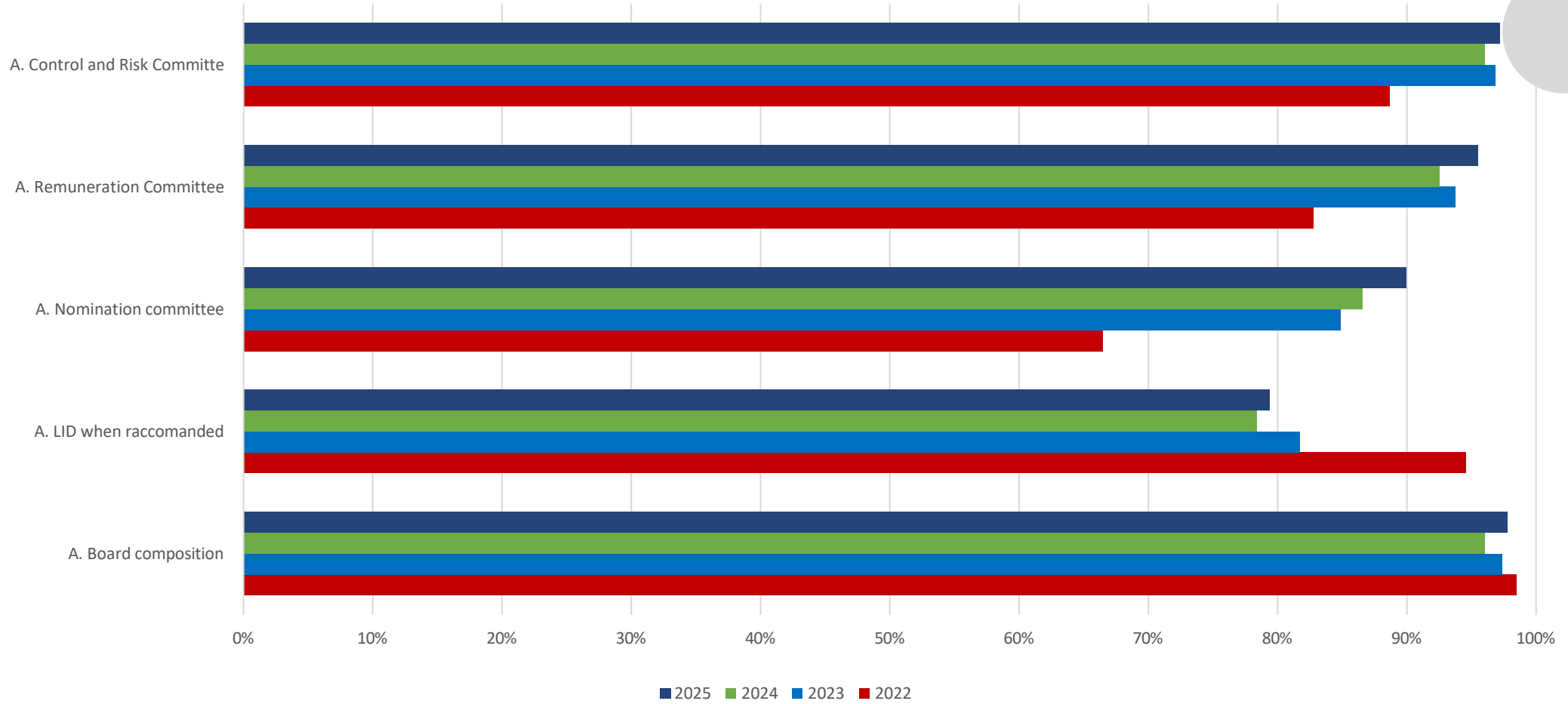
L'evoluzione positiva nelle principali aree di governance nel Corporate Governance Grade di Assonime



- Il grado di compliance medio nel 2025 è molto elevato (81%, +20 punti rispetto al 2019).
- Progressivamente si riduce il gap (dimezzato rispetto al 2019)
 - tra grandi e piccole, anche (ma non solo) grazie alla proporzionalità del Codice e del metodo della sua rilevazione;
 - tra finanziarie e non finanziarie: queste ultime migliorano progressivamente di più rispetto alle finanziarie che hanno storicamente avuto livelli di adesione più elevati

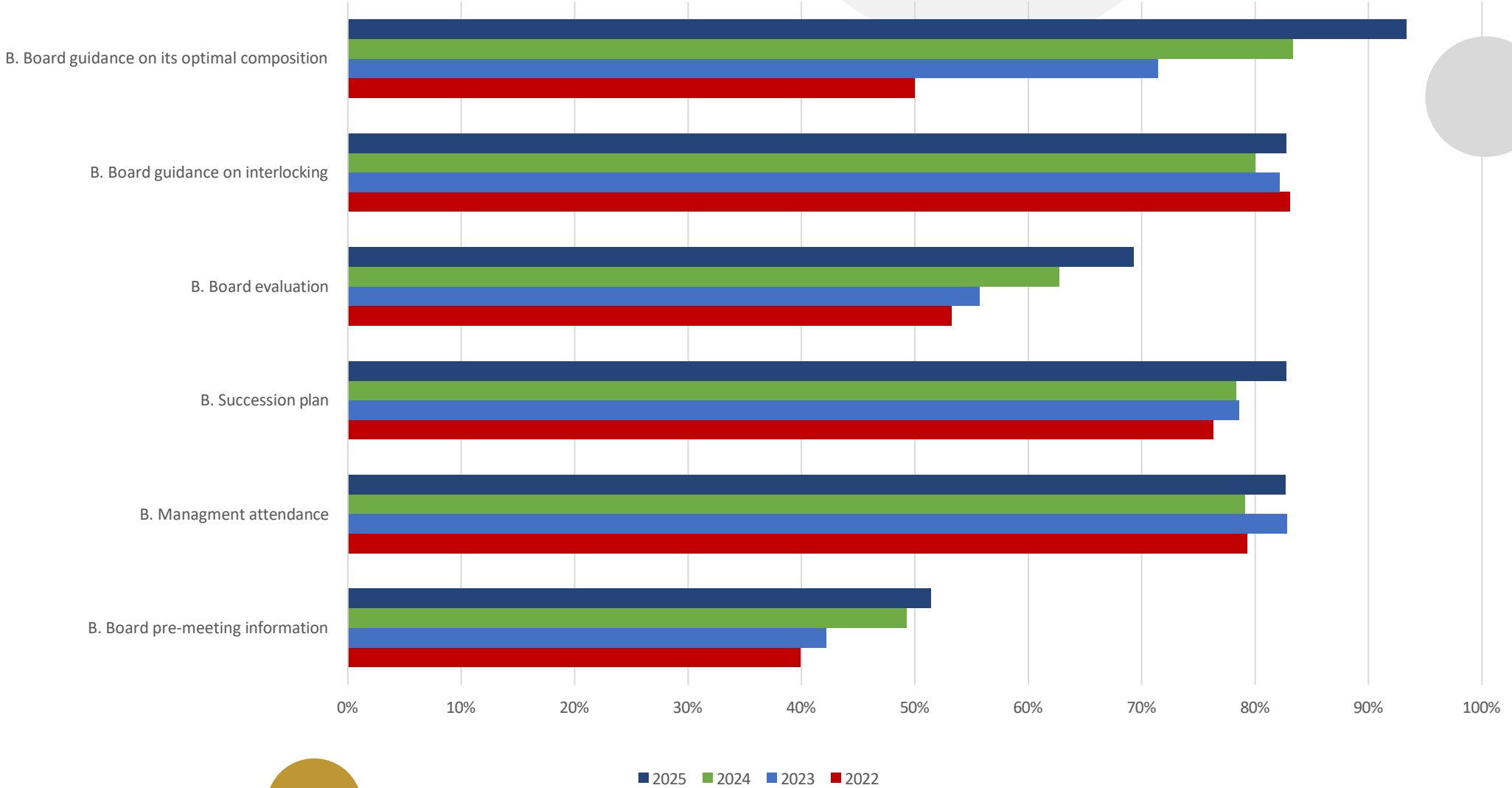
Corporate Governance Grade on Board composition and structure

ASSONIME - Riproduzione riservata



Corporate Governance Grade on Board Effectiveness

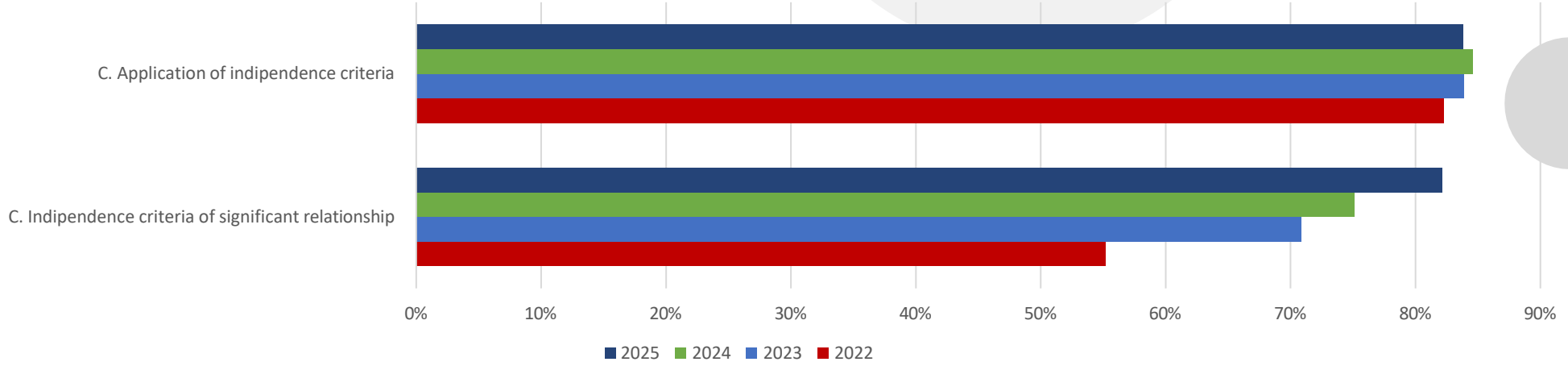
ASSONIME - Riproduzione riservata



Focus sulla proporzionalità del Codice

- L'analisi di dettaglio delle misure di proporzionalità evidenzia che le semplificazioni non hanno determinato un massivo «abbandono» da parte delle società piccole e/o concentrate delle best practice, anzi:
 - Le **società «non grandi»**:
 - hanno un numero molto elevato di indipendenti (49%), molto superiore agli «almeno 2» che sarebbe circa il 22%)
 - hanno mantenuto l'adozione di best practice non più raccomandate come: l'orientamento sul numero massimo degli incarichi (41%), istituzione del CCR (98%), piani di successione (25%)
 - Le **società «concentrate»**:
 - hanno mantenuto l'orientamento del cda uscente (46%)
 - aumentato sia la presenza del CN (76% vs 67% nel 2020) sia la attribuzione delle sue funzioni al cda quando non è istituito il CN (18% vs 10% nel 2020)
 - Tra le misure di proporzionalità maggiormente seguite vi è quella della **autovalutazione su base triennale** (72% delle «non grandi» vs 29% nel 2022; 43% delle «grandi concentrate» vs 24% nel 2022)

Corporate Governance Grade on Board Independence

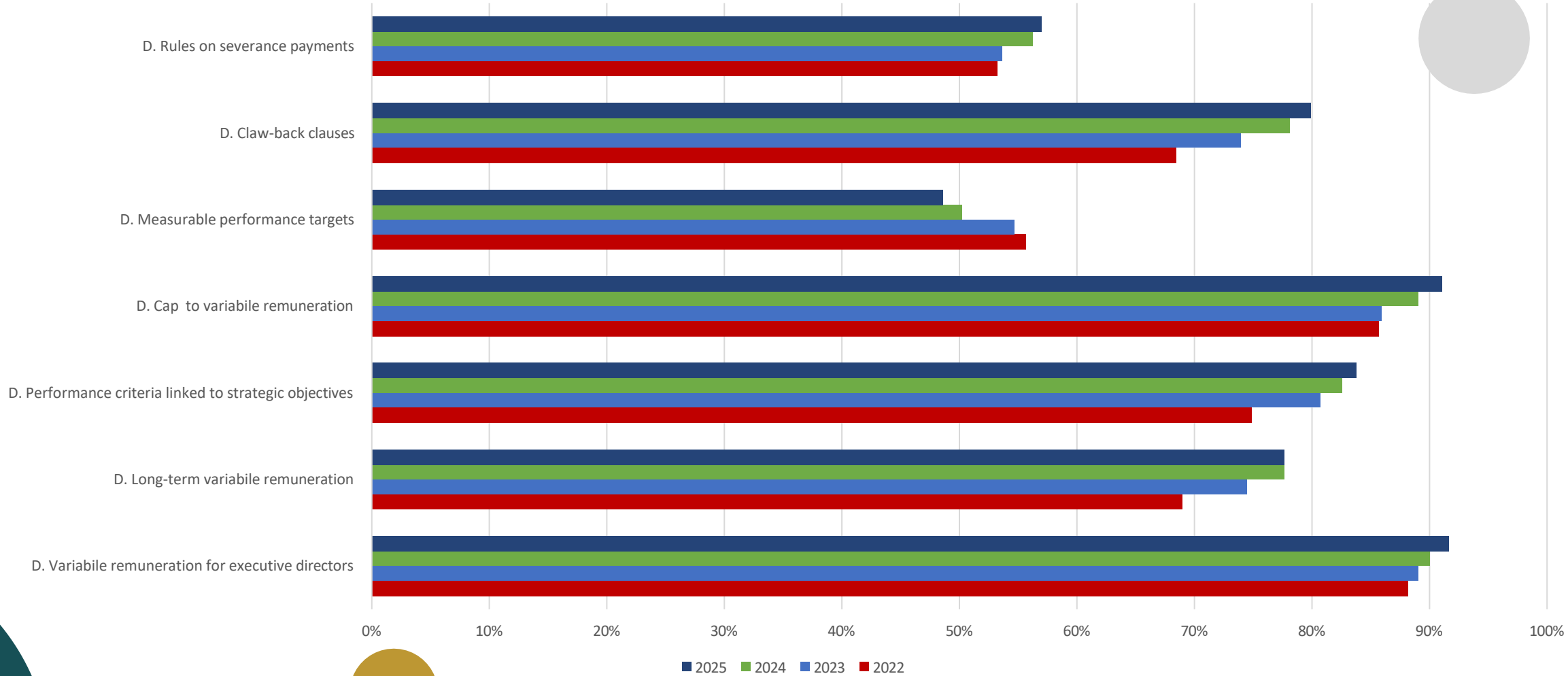


ASSONIME - Riproduzione riservata

- Casi di disapplicazione residuali (1%); casi di applicazione sostanzialista poco significativi (15%)
- Nell'8% delle società rileviamo disapplicazioni sostanziali non spiegate (es. 9 anni, compensi)
- Continua il significativo aumento della disclosure dei criteri per valutare la significatività delle relazioni professionali, commerciali, finanziarie (circa 80% vs 55% nel 2022 e al 9% nel 2020) con variabilità di criteri:
 - in circa 1/2 dei casi è utilizzato un criterio relativo a fatturato/reddito, mentre oltre 1/3 utilizza cap assoluti; in circa 1/3 dei casi il parametro è il compenso per la carica
- Simili i dati sui criteri per misurare la significatività delle remunerazioni aggiuntive: riportati nel 70% delle società:
 - nel 74% dei casi, il parametro utilizzato è il compenso per la carica

Corporate Governance Grade on Directors' Remuneration

ASSONIME - Riproduzione riservata



La governance della sostenibilità

- Primo anno di applicazione delle Relazioni di Sostenibilità: informazione più standardizzata in entrambi i documenti (grandi) o con rinvio alla relazione cg (non grandi che però fanno RS)
- Migliora significativamente l'integrazione della sostenibilità nelle strategie (70% vs. 30% nel 2021) e aumentano i piani di sostenibilità (circa 72% vs. 56% nel 2021)

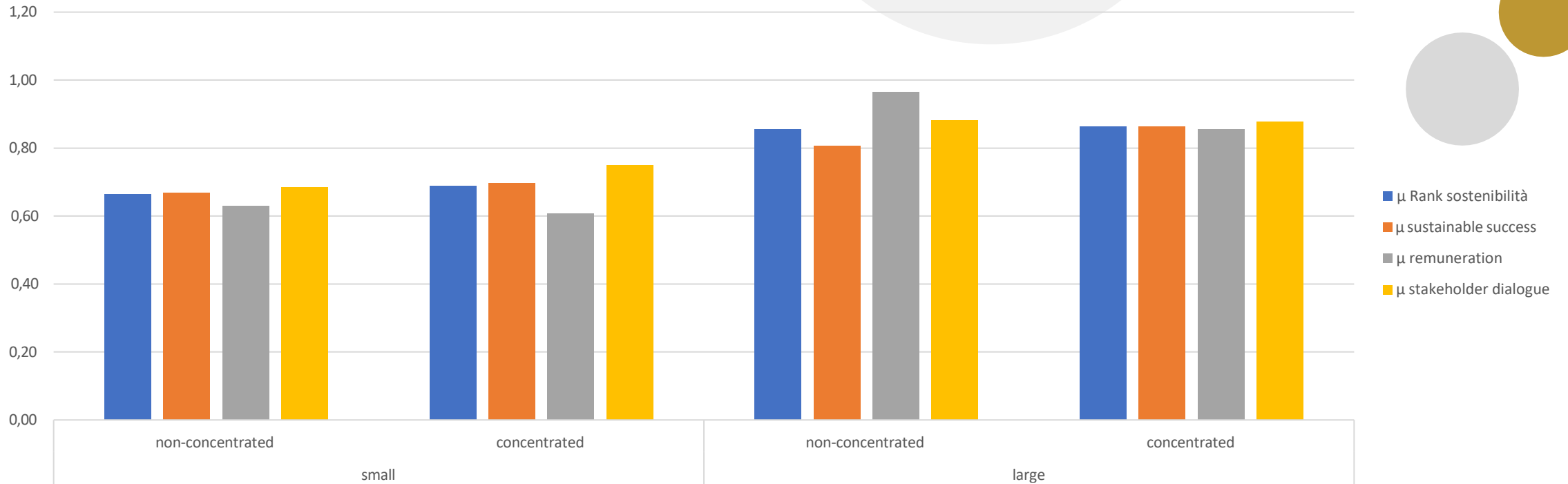
Aumenta significativamente l'informazione sul compito del cda di esaminare e approvare i piani industriali anche in base «all'analisi dei temi rilevanti per il perseguimento del successo sostenibile» (circa l'80% vs. 60% nel 2022).

È consolidata la istituzione di uno o più comitati aventi funzioni in materia di sostenibilità (81% delle società, in aumento rispetto al 41% del 2021):

- Endoconsiliari esistenti (39%)
 - Endoconsiliari ad hoc (27%)
 - Misti/manageriali (34%)
- ✓ 25% di questi casi, la società ha più di un comitato sostenibilità (20% di tutte le quotate)
 - ✓ 44% di questi casi, il comitato sostenibilità ha componente esecutiva (35% di tutte le quotate)

- Tuttavia, soltanto il 61% dei comitati sostenibilità ha il compito esplicito di supportare il cda nell'esame dei fattori di sostenibilità (circa 50% di tutte le società)

Una misurazione della governance della sostenibilità: sustainability governance grade di Assonime



- Consolidate le aree tipiche della governance della sostenibilità («sustainable success» e «remuneration»)
- Significativo miglioramento nella informazione generica sulla promozione del dialogo con gli stakeholder (87%), la identificazione delle categorie di stakeholder rilevanti (83%), il reporting al board sugli esiti del dialogo (63%)

assonime

L'associazione delle imprese

La politica di dialogo con gli stakeholder rilevanti

Marcello Bianchi

Milano, 2 febbraio 2026

I Principi del Codice di Corporate Governance

Principio I

L'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile (creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società).

Principio IV

L'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società.

Successo sostenibile e stakeholder rilevanti

Gli interessi degli stakeholder rilevanti per la società qualificano quindi il successo sostenibile che orienta:

- Il piano industriale (obiettivi strategici dell'impresa e le azioni da compiere)
- La natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società
- Le competenze del board
- La politica per la remunerazione (in particolare gli obiettivi di performance)
- Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi
- L'informazione periodica sulla sostenibilità

L'engagement con gli stakeholder nella CSRD

I risultati dell'engagement con gli affected stakeholder sono un input chiave nella valutazione della materialità d'impatto.

Gli affected stakeholder (da CSRD) possono essere considerati gli stakeholder rilevanti per la società (da Codice): individui o gruppi i cui interessi sono o possono essere influenzati dalle attività dell'impresa e della sua value chain.

La società deve inserire nel sustainability report:

- una descrizione del coinvolgimento degli stakeholder, incluse informazioni sui principali stakeholder con cui ha interagito,
- la sua comprensione degli interessi e delle opinioni dei suoi principali stakeholder in relazione alla sua strategia e al modello di business; e
- come gli organi amministrativi, di gestione e di supervisione siano informati sulle opinioni e gli interessi dei principali stakeholder interessati e ne tengano conto nel definire la loro strategia e modello di business

Convergenza tra Codice e CSRD

- Gli interessi degli affected stakeholder contribuiscono alla definizione delle strategie e del business model, attraverso il management dei rischi e delle opportunità.
- Necessario un dialogo (engagement) con gli stakeholder per rilevare e incorporare i loro interessi
- Responsabilità del board nel promuovere il dialogo e valorizzarne i risultati
- Trasparenza nella definizione e nell'attuazione del dialogo

Le raccomandazioni del Comitato: le ragioni

In progressivo miglioramento:

- l'informazione sul perseguimento del successo sostenibile, (definizione di obiettivi di sostenibilità e la loro integrazione nelle strategie)
- il coinvolgimento del board nella valutazione dei fattori di sostenibilità (esame e approvazione dei piani industriali) e la loro integrazione nelle politiche di remunerazione.

Sul dialogo con gli stakeholder:

- aumentate le informazioni sul dialogo (identificazione delle categorie di stakeholder rilevanti e l'intenzione di promuovere un dialogo)
- carenze informative sulla proceduralizzazione del dialogo: il 62% delle società ha fornito informazioni sul coinvolgimento del board sulle risultanze del dialogo (aumento significativo rispetto al 26% dell'anno scorso), ma soltanto circa il 20% indica puntuali informazioni sullo svolgimento del dialogo stesso e sulla valutazione degli esiti da parte del consiglio.
- Meno del 10% delle società ha adottato una «politica» per il dialogo

Le raccomandazioni del Comitato: i contenuti

Il Comitato invita i board delle società grandi ad adottare, nel corso dell'esercizio 2026, una politica di dialogo con gli altri stakeholder rilevanti per l'impresa.

La politica:

- identifica i criteri per individuare le categorie di stakeholder rilevanti
- definisce modalità adeguate per la comunicazione con i destinatari del dialogo;
- individua i soggetti e le funzioni aziendali cui è delegata la gestione del dialogo;
- identifica specifiche aree tematiche di interesse per il dialogo;
- attribuisce al Presidente del board il compito di assicurare che l'organo stesso sia adeguatamente informato sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo

Il dialogo con gli stakeholder negli altri Codici europei

La maggior parte dei Codici europei indicano espressamente il dialogo con gli stakeholder tra i compiti del board (Belgio, Olanda, Regno Unito, Spagna).

Solo in Olanda è richiesta una policy formalizzata:

"To ensure that the interests of the relevant stakeholders of the company are considered when the sustainability aspects of the strategy are determined, the company should draw up an outline policy for effective dialogue with those stakeholders."

Nel Regno Unito, il Codice prevede l'adozione di forme specifiche di engagement con i lavoratori:

- "a director appointed from the workforce;
- a formal workforce advisory panel; or
- a designated non-executive director"

L'esperienza olandese su alcune scelte di fondo da adottare nella Policy

Unificare o meno con la policy per il dialogo con gli azionisti (in Olanda presenza la separazione)

La «direzionalità» del dialogo: come gestire le richieste degli stakeholder (in Olanda tema non sempre affrontato)

Il «livello» organizzativo della gestione del dialogo (in Olanda spesso funzione aziendale sulla sostenibilità)

Conclusioni

Le società, per ora solo quelle grandi, sono chiamate ad adottare una politica per il dialogo con gli stakeholder nel corso del 2026.

L'esperienza olandese, e in parte quella del Regno Unito, costituisce un riferimento utile e offre una serie di spunti sui temi da affrontare nel definire le politiche.

Assonime intende avviare un gruppo di lavoro degli associati per offrire un'occasione di confronto e identificare possibili best practices.

Gli elementi discrezionali nella politica per la remunerazione: le erogazioni straordinarie e le indennità di fine carica

Mateja Milič

Milano, 2 febbraio 2026

I Principi del Codice di Corporate Governance

Principio XV

La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è **funzionale al perseguimento del successo sostenibile** della società e tiene conto della necessità di **disporre, trattenerne e motivare** persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società.

Principio XVI

Responsabilità dell'organo di amministrazione nella elaborazione della politica attraverso una **procedura trasparente**.

Principio XVII

L'organo di amministrazione assicura che la remunerazione erogata e maturata sia **coerente con i principi e i criteri** definiti nella **politica**, alla luce dei risultati conseguiti e delle altre circostanze rilevanti per la sua attuazione.

Le raccomandazioni del Codice di Corporate Governance

Racc. 25

Ruolo del comitato per la remunerazione e funzione dei **benchmark**, anche internazionali

Racc. 27

I criteri della remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management, tra cui:

- adeguato **bilanciamento** tra la componente fissa e la componente **variabile**; quest'ultima dovrebbe comunque rappresentare una **parte significativa** della remunerazione complessiva;
- **limiti massimi** all'erogazione di componenti variabili;
- obiettivi di performance **predeterminati, misurabili** e legati **in parte significativa** a un **orizzonte di lungo periodo**;
- **coerenza** con gli obiettivi di **successo sostenibile**;
- un adeguato lasso temporale di **differimento** per parte significativa del variabile;
- malus/clawback;
- **regole chiare** e **predeterminate** per l'eventuale erogazione di **indennità** per la cessazione del rapporto di amministrazione; indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.

I paletti del quadro normativo

Art. 123-
ter TUF

- Politica con **orientamento di lungo termine** (contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società; voto almeno ogni 3 anni)
- Le società attribuiscono compensi solo **in conformità** con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci
- Le **deroghe** in presenza di circostanze eccezionali:
 - le società possono derogare temporaneamente alla politica, purché siano identificate: le **condizioni procedurali** della deroga e gli **specifici elementi della politica** a cui si può derogare.
 - per **circostanze eccezionali** si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato.

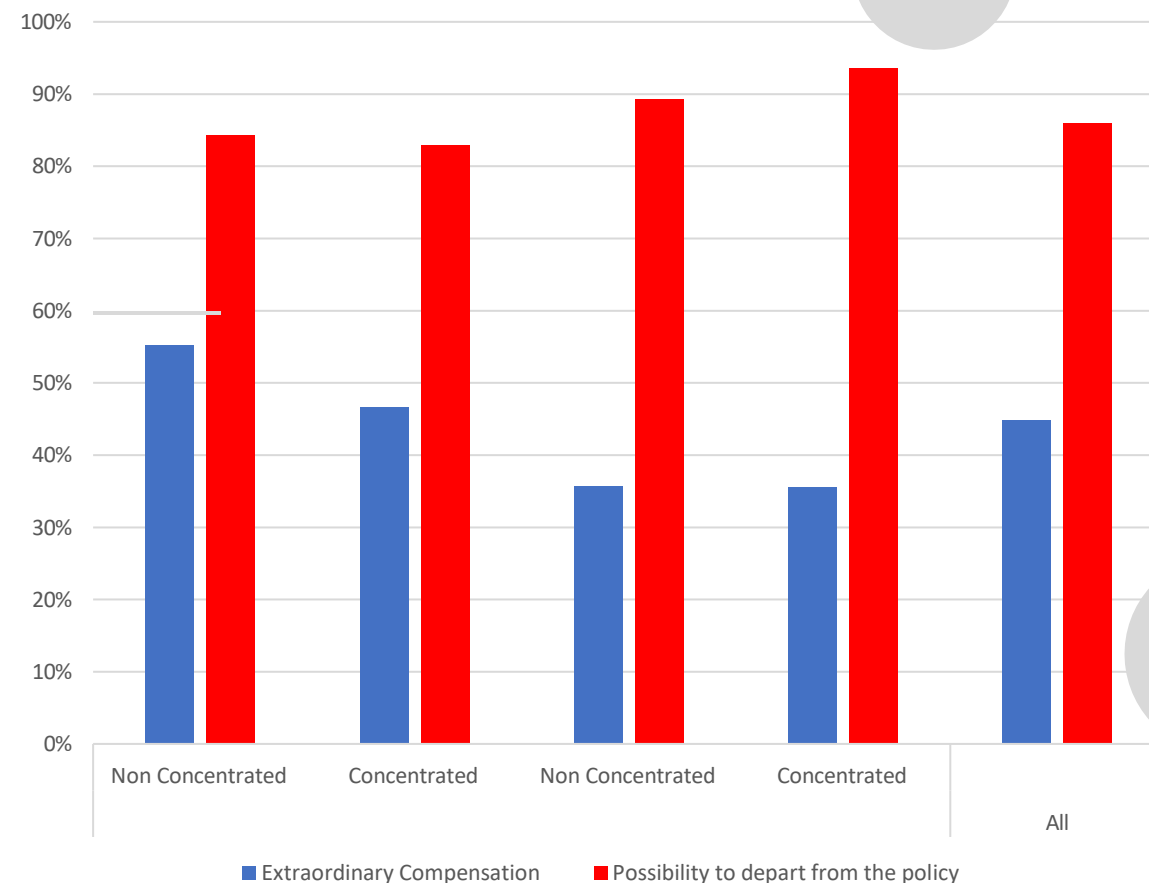
Condizioni di esenzione OPC delle remunerazioni:

- **politica di remunerazione** approvata dall'assemblea e definita con il coinvolgimento del comitato (maggioranza indipendenti)
- la remunerazione assegnata **in conformità** con tale politica e quantificata sulla base di criteri che **non comportino valutazioni discrezionali**

I dati sulla misurabilità dei compensi variabili

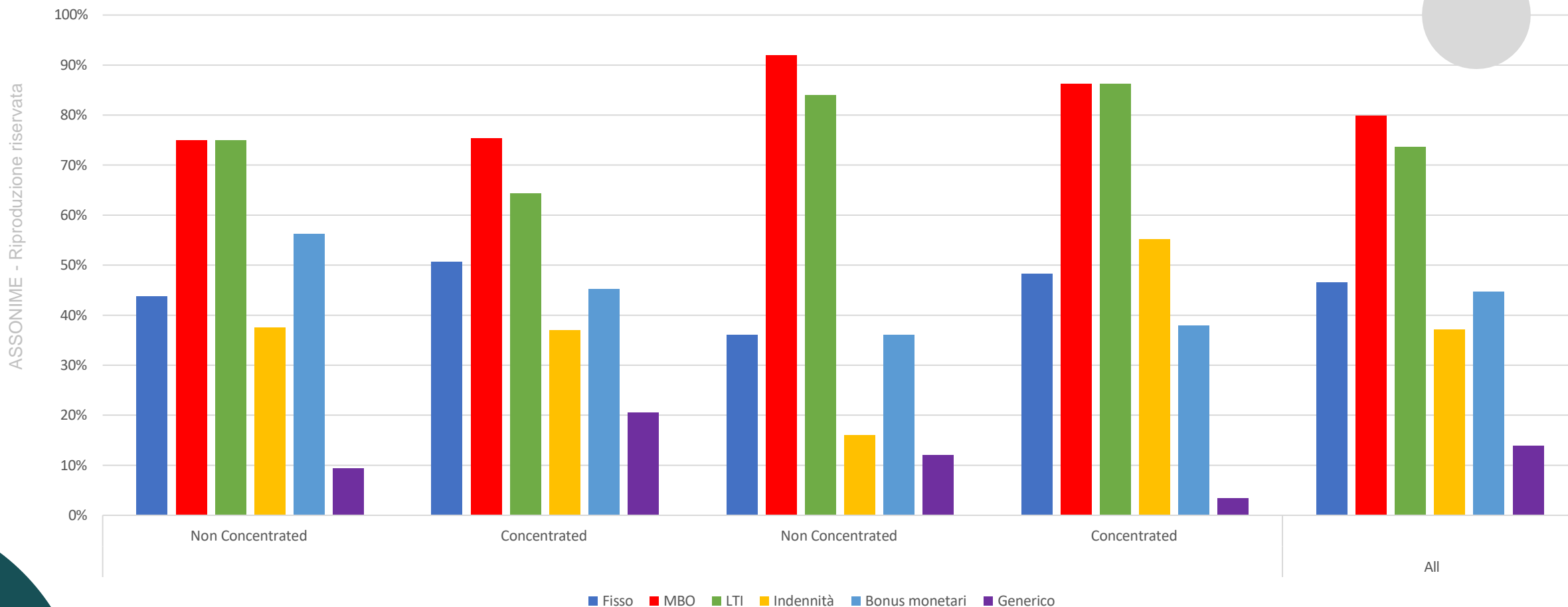
- Circa il **45%** delle politiche per la remunerazione prevede la possibilità di erogare **compensi straordinari** (cd. bonus ad hoc): dato sostanzialmente stabile nel tempo (41% nel 2024 e 40% nel 2020) e omogeneo tra grandi e piccole.
- Nella metà dei casi, la previsione di bonus straordinari è accompagnata da almeno un elemento che ne circostanzia la portata (es. target o cap) o che guida la governance del processo (es. parere del CR)
- Circa l'**86%** delle politiche prevede la possibilità di **derogare** a parti della politica: dato in progressivo aumento a partire dalla sua introduzione con l'implementazione della SRD II (circa 60% nel 2020)

Remuneration policy 2025: Extraordinary compensation and Possibility to depart from the policy



Remuneration components that are covered by possible departures

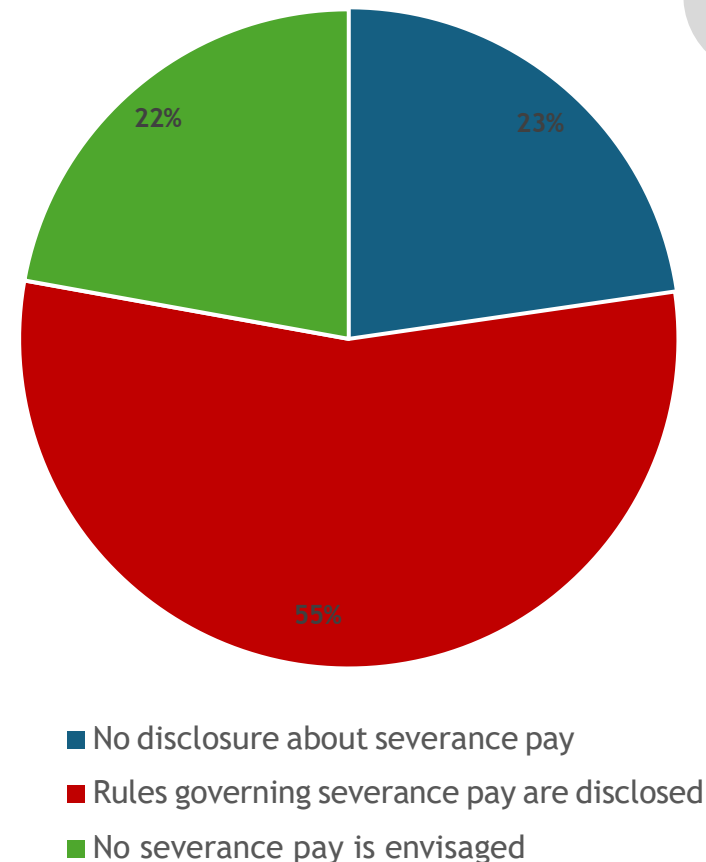
Possible departure covers:



Le politiche sulle indennità di fine carica

- Soltanto il 55% delle società quotate prevede chiare regole per la erogazione di eventuali indennità di fine carica
- Nella restante metà dei casi circa le politiche per la remunerazione o sembrano escludere la possibilità di erogare indennità (22%) o non contengono alcuna regola per la loro possibile erogazione (23%)
- Le regole, ove previste, sono spesso definite in mesi/annualità di remunerazione fissa (24 mesi è la più utilizzata); è frequente che le regole ricomprendano anche la componente variabile (MBO; talvolta anche LTI)
- Considerata la frequenza del cumulo della carica di CEO "puro" con quella di DG (34% dei CEO "puri"), le regole di indennità, ove previste, contengono anche riferimenti alla contrattazione collettiva
- Voci ulteriori: patti di non concorrenza

Remuneration policies on severance pay



La raccomandazione del Comitato per la Corporate Governance

Il Comitato pertanto invita le società quotate a esaminare le proprie politiche per la remunerazione che saranno sottoposte al voto assembleare a partire dal 2026 al fine di:

- **verificare l'esistenza** di previsioni circa possibili erogazioni straordinarie e/o possibili indennità di fine carica per gli amministratori esecutivi;
- **valutare l'adeguatezza** di tali previsioni rispetto al principio di misurabilità raccomandato dal Codice e, **in caso di valutazione negativa, integrare** tali previsioni con limiti massimi e chiari parametri di riferimento;
- nello svolgimento di quest'analisi, **tenere conto delle eventuali istanze** esplicite presentate su questi temi **dagli investitori rilevanti** in occasione del voto assembleare sulle politiche e/o durante le occasioni di dialogo extra-assembleare.

Il Comitato invita gli organi di amministrazione **a dare conto di tale verifica e delle eventuali iniziative intraprese** per la modifica della politica per la remunerazione nella prossima relazione sul governo societario.