



PRINCIPI DI CORPORATE GOVERNANCE

E

GUIDELINES DI VOTO PER IL MERCATO ITALIANO

Stagione Assembleare 2015

L'approccio di Frontis Governance

Frontis Governance è il partner italiano del network internazionale Expert Corporate Governance Service Ltd. ("ECGS"), per cui le guidelines sono state definite applicando alla realtà del mercato italiano i principi di governance definiti di comune accordo dai partner di ECGS, anche sulla base di preventive consultazioni con i clienti del network.

L'applicazione delle norme e dei codici di autodisciplina di volta in volta vigenti è da considerare come elemento basilare di una buona governance, ma quest'ultima non può limitarsi al mero rispetto delle regole. Parimenti, l'applicazione delle guidelines da parte degli analisti non deve basarsi su principi rigidi ed immutabili, ma deve sempre adeguarsi alle caratteristiche dell'Emittente ed alle condizioni contingenti del mercato e del settore di riferimento. In questo senso le raccomandazioni di voto di Frontis Governance sono sempre effettuate sulla base del principio case-by-case.

L'obiettivo imprescindibile di ciascuna analisi assembleare è la difesa degli interessi degli azionisti con un orizzonte temporale di lungo periodo, e sulla base di tale principio sono state stabilite le *guidelines* esposte di seguito.

In generale, le raccomandazioni di voto seguono le seguenti definizioni:

FAVOREVOLE: la risoluzione proposta riflette delle pratiche accettabili, non contrasta con gli interessi della società e non lede i diritti della generalità degli azionisti nel lungo periodo.

CONTRARIO: la risoluzione è in contrasto con i principi di Frontis Governance e può costituire un rischio per la tutela degli interessi degli azionisti nel lungo periodo; la raccomandazione può essere contraria anche quando le informazioni sulle materie da deliberare non siano state messe a disposizione degli azionisti in tempo utile, o in maniera sufficientemente dettagliata per consentirne la più accurata analisi da parte di tutti gli azionisti, anche coloro che non usufruiscono dei servizi di un proxy advisor.

ASTENUTO: la proposta solleva preoccupazioni ma non così gravi da meritare un voto contrario; entrando nel computo del quorum deliberativo, l'astensione equivale di fatto ad un voto contrario, per cui la differenza tra le due raccomandazioni è puramente simbolica.

NON VOTARE: riguarda solo le risoluzioni non soggette all'approvazione assembleare o, in caso di rinnovo degli organi societari, le eventuali liste per cui non sarà espresso il voto favorevole (secondo il meccanismo del "voto di lista" si può esprimere un voto favorevole ad una sola lista di candidati; nel caso ne siano state presentate più di una non si può esprimere il voto contrario ad un'unica lista, ma un eventuale voto contrario può esclusivamente riguardare tutte le liste presentate).



Indice

Introduzione	5
1. Approvazione del Bilancio di esercizio e della destinazione del risultato	6
1.1 <i>Pubblicazione del materiale assembleare</i>	6
1.2 <i>Bilancio consolidato e di esercizio</i>	7
1.3 <i>La destinazione del risultato di esercizio</i>	8
2. Composizione ed elezione degli Organi Societari	9
2.1 <i>Informazione</i>	10
2.2 <i>Composizione e funzionamento del Consiglio</i>	10
2.3 <i>Dimensionamento, compensi e durata del Consiglio</i>	12
2.4 <i>Indipendenza dei Consiglieri</i>	13
2.5 <i>Numero di incarichi</i>	14
2.6 <i>Integrazione e revoca dei Consiglieri</i>	15
2.7 <i>Il Consiglio di Sorveglianza</i>	16
2.8 <i>Il Collegio Sindacale</i>	16
3. Le remunerazioni	17
3.1 <i>Trasparenza</i>	17
3.2 <i>Politiche di remunerazione</i>	18
3.3 <i>Piani di incentivazione</i>	20
3.4 <i>Partecipazione azionaria e piani azionari per i dipendenti (ESOP)</i>	21
3.5 <i>Previsioni contrattuali, clausole di change of control e risoluzione del contratto</i>	22
3.6 <i>Remunerazione dei Consiglieri non esecutivi</i>	23
3.7 <i>Compensi del Collegio Sindacale</i>	23
4. Società di revisione	24
5. Operazioni sul capitale	25
5.1 <i>Aumento di capitale tramite diritti di opzione</i>	25
5.2 <i>Aumento di capitale con limitazione o esclusione dei diritti di opzione</i>	25
5.3 <i>Emissione di azioni privilegiate o di risparmio</i>	26
5.4 <i>Riduzione del Capitale attraverso acquisto e cancellazione di azioni proprie</i>	26



6. Acquisto e disposizione di azioni proprie	27
7. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti	28
7.1 Modifiche relative al diritto di voto	28
8. Fusioni e acquisizioni	30
9. Responsabilità sociale d'impresa (CSR)	31
10. Delibere proposte dagli azionisti	31

Per tornare automaticamente all'indice, cliccare sul simbolo



posto in basso a destra della pagina.



Introduzione

Gli investitori istituzionali sono responsabili nei confronti dei propri clienti, sia per le scelte di investimento che per la difesa del valore dell'investimento stesso nel tempo. La partecipazione attiva alla vita societaria, anche e soprattutto attraverso l'esercizio del diritto di voto, rappresenta lo strumento basilare a disposizione degli investitori per monitorare le pratiche di governance e tutelare i diritti propri dell'azionista. In questo senso, Frontis Governance ed i partner di ECGS mirano a promuovere e favorire la partecipazione attiva alle assemblee di tutte le società, attraverso l'analisi ed il supporto all'esercizio del voto sia in Italia che all'estero.

La tutela dei diritti degli azionisti di minoranza dovrebbe rappresentare il principio cardine di tutti i sistemi di corporate governance, sia nelle realtà a forte controllo proprietario, particolarmente comuni in Italia, che nelle società ad azionariato diffuso, dove è necessaria una maggiore responsabilizzazione del management. Gli emittenti, indipendentemente dalla propria struttura giuridica o proprietaria, devono garantire i medesimi diritti a tutti gli azionisti, anche attraverso la più trasparente e tempestiva informazione sulle pratiche di governance e sulle risoluzioni sottoposte al voto assembleare. Allo stesso modo, i gestori dovrebbero utilizzare i più elevati standard di trasparenza, pubblicando i propri principi di corporate governance ed il dettaglio dei diritti di voto esercitati nel corso dell'anno.

Frontis Governance ed ECGS ritengono che il confronto diretto e continuo tra gli analisti e gli emittenti sia di fondamentale importanza e che possa contribuire alla più corretta definizione delle pratiche di governance. Lo stesso confronto, però, deve cessare nel corso dell'analisi delle proposte assembleari, per garantire sempre la massima autonomia dell'analista. Per tale motivo, Frontis Governance non condivide l'analisi dell'ordine del giorno con gli emittenti, se non successivamente alla distribuzione presso i propri clienti. La responsabilità del proxy advisor è sempre nei confronti dei propri clienti, investitori professionali, che sono gli unici soggetti che potranno definire la validità o meno delle analisi.

Tra Frontis Governance/ECGS ed i propri clienti sussiste un rapporto privato ed assolutamente confidenziale.

Frontis Governance promuove e sostiene la più completa trasparenza nel processo di voto assembleare. Sul sito www.frontisgovernance.com (sezione [Documenti & Links](#)) è disponibile il dettaglio di tutte le raccomandazioni di voto emesse da Frontis Governance per anno solare.



1. Approvazione del Bilancio di esercizio e destinazione del risultato

1.1 Pubblicazione del materiale assembleare

Le società quotate dovrebbero sempre adoperarsi per agevolare la partecipazione assembleare degli azionisti, indipendentemente dalla loro natura o dimensione. Tutta la documentazione rilevante dovrebbe essere messa a disposizione del pubblico in formato elettronico, e fisico su richiesta, con congruo anticipo rispetto alla data prevista per la prima o unica convocazione, in modo da consentire a tutti gli azionisti una partecipazione informata e consapevole. In considerazione delle tempistiche necessarie alla trasmissione del voto da parte degli investitori istituzionali esteri, il termine legislativo per la pubblicazione delle relazioni sugli argomenti all'ordine del giorno, pari a 21 giorni antecedenti l'assemblea, risulta adeguato. Sarebbe comunque preferibile che l'intera documentazione fosse pubblicata contestualmente all'avviso di convocazione (almeno 30 giorni prima dell'assemblea), per consentire un'eventuale attività di engagement nei confronti dell'emittente o del proponente nel caso in cui siano necessari maggiori chiarimenti. Tutti i documenti rilevanti dovrebbero essere pubblicati anche in inglese, con le stesse tempistiche, in modo da consentire anche agli investitori esteri la possibilità di informarsi direttamente, senza la necessaria intermediazione dei proxy advisers.

La medesima tempistica dovrebbe essere rispettata anche dagli azionisti che presentino proposte o integrazioni all'ordine del giorno (ad esempio, nella presentazione di eventuali candidature per l'integrazione degli organi societari, o proposte relative al dimensionamento, durata in carica e compensi degli stessi organi), che siano azionisti di maggioranza o meno. Tutte le proposte comunicate nel corso dell'assemblea stessa, o a ridosso della data di convocazione, impediscono di fatto l'espressione del voto alla grande maggioranza di azionisti che partecipano per delega.

Ogni proposta assembleare dovrebbe essere oggetto di uno specifico punto all'ordine del giorno. Risulta ancora estremamente diffusa la pratica di molte società quotate italiane di accorpare proposte relative a diversi soggetti in un'unica risoluzione (*bundled resolutions*). Tra le pratiche maggiormente riscontrabili sul mercato italiano: l'accorpamento del voto sulla destinazione del risultato d'esercizio con il voto sul Bilancio, l'inserimento in un unico punto all'ordine del giorno della definizione del numero dei Consiglieri, la durata in carica ed i relativi compensi, l'accorpamento del voto su molteplici modifiche statutarie. Anche le *bundled resolutions* costituiscono un grave impedimento al corretto esercizio del diritto di voto, proprio dello status di azionista.

La struttura aggiornata del capitale della società dovrebbe essere adeguatamente comunicata, così come le informazioni dettagliate ed aggiornate sulle azioni proprie, gli azionisti rilevanti ed eventuali patti parasociali. Dovrebbero essere inoltre riportate adeguate informazioni su eventuali partecipazioni incrociate, così come su eventuali privilegi concessi ad alcuni soci (come, ad esempio, il diritto ad eleggere un proprio rappresentante in Consiglio). Frontis Governance ed i partner di ECGS considerano come fondamentale il principio di proporzionalità tra possesso azionario e diritto di voto ("un'azione – un voto"). Ogni deviazione da tale principio (ad esempio, attraverso il voto capitario, l'emissione di classi di azioni con differenti diritti di voto o la possibilità



di assegnare un voto maggiorato agli azionisti registrati) sarà tenuta in considerazione nello svolgimento dell'analisi.

1.2 Il Bilancio consolidato e di esercizio

Un eventuale voto contrario all'approvazione del Bilancio è da considerarsi come il più forte livello di dissenso nei confronti del management, e rischia di portare a conseguenze anche gravi per gli interessi degli azionisti stessi. La raccomandazione di voto può essere negativa solo se sussistono ragionevoli dubbi sulla correttezza delle informazioni riportate in Bilancio o in presenza di gravi inadempienze da parte del top management, e comunque sempre in considerazione degli eventuali effetti negativi per gli azionisti nel medio-lungo periodo. Nei casi in cui sussistano preoccupazioni su specifiche materie finanziarie e di gestione, il dissenso può manifestarsi su altre risoluzioni all'ordine del giorno, quali l'elezione dei Consiglieri, l'approvazione delle politiche di remunerazione, la nomina della società di revisione, eccetera.

Come principio generale, tutti i Bilanci dovrebbero essere redatti secondo standard internazionali e pubblicati sul sito internet dell'emittente, in italiano ed in inglese, con almeno 21 giorni di anticipo rispetto alla prima convocazione ordinaria. In assenza di adeguati standard di trasparenza, potrà essere espressa una valutazione negativa all'approvazione del Bilancio.

Il Bilancio, la Relazione sul Governo Societario e la Relazione sulla Remunerazione, tutti pubblicati seguendo la medesima tempistica e metodologia, dovrebbero riportare almeno le seguenti informazioni dettagliate:

- ✓ le strategie aziendali;
- ✓ gli indicatori chiave di performance (finanziari ed operativi);
- ✓ il modello di corporate governance;
- ✓ la struttura dell'azionariato, con informazioni dettagliate su tutti gli azionisti rilevanti ed eventuali collegamenti, presenti o passati, tra questi e gli Amministratori;
- ✓ eventuali casi di partecipazioni incrociate ed accordi tra azionisti;
- ✓ le politiche di remunerazione e tutti i dettagli relativi alle singole componenti della remunerazione degli Amministratori;
- ✓ il dettaglio di tutti i compensi corrisposti al revisore esterno, inclusa la descrizione degli altri servizi forniti, diversi dalla revisione e dall'attestazione;
- ✓ eventuali contenziosi emersi nel corso dell'esercizio in esame;
- ✓ ogni conflitto di interessi attuale e potenziale;
- ✓ le transazioni con parti correlate, con relativi dettagli rilevanti;
- ✓ procedure e funzionamento dei sistemi di controllo interno.



1.3 La destinazione del risultato di esercizio

La destinazione del risultato di esercizio, sia che si tratti di distribuzione degli utili che di copertura delle perdite, dovrebbe essere oggetto di specifica e separata risoluzione all'ordine del giorno. Nel caso di unica risoluzione relativa sia al Bilancio che alla destinazione del risultato, le considerazioni su quest'ultima possono influenzare il giudizio sull'intera risoluzione.

La raccomandazione di voto di è generalmente favorevole a proposte di distribuzione di dividendi che siano coerenti con la situazione finanziaria della società, con riferimento anche alle specificità del settore, alle caratteristiche contingenti del mercato ed al *track record* dell'emittente in tema di destinazione del risultato di esercizio. In questo senso, tutte le analisi sono effettuate caso per caso.

Valutazioni negative possono verificarsi nei casi in cui la variazione del *payout ratio* nel tempo (ovvero il rapporto tra montante dividendi ed utile netto consolidato) risulti inferiore alla variazione dell'utile netto consolidato di oltre il 30%, e non siano fornite adeguate giustificazioni.

Indicativamente, il dividendo proposto può essere valutato come insufficiente se negli ultimi esercizi il *payout ratio* è risultato costantemente inferiore al 30% dell'utile netto consolidato o costantemente al di sotto delle medie del settore (di almeno il 20%).

La raccomandazione è generalmente negativa quando i dividendi non sono stati interamente coperti dall'utile netto consolidato negli ultimi esercizi, ovvero in presenza di *payout ratio* costantemente negativo o superiore al 100%, in assenza di valide motivazioni e/o di una robusta situazione patrimoniale dell'emittente.

La distribuzione di utili tramite assegnazione di azioni della società (*scrip dividend*) è generalmente valutata favorevolmente, sempre in considerazione della solidità patrimoniale della società e della parità di trattamento di tutti gli azionisti.

Nel caso in cui sia rimessa all'azionista la facoltà di optare per la distribuzione, in tutto o in parte, dei dividendi in forma azionaria, la società dovrebbe utilizzare allo scopo esclusivamente azioni proprie. Se si dovesse procedere ad un aumento gratuito del capitale sociale, l'ammontare non dovrebbe superare il 2% del totale delle azioni emesse, al fine di non diluire eccessivamente le posizioni degli azionisti che non optino per lo *scrip dividend*.



2. Composizione ed elezione degli Organi Societari

Dal 2007 è obbligatoria l'adozione del cosiddetto "meccanismo del voto di lista" da parte di tutti gli emittenti italiani. Attraverso tale meccanismo, i membri degli organi di amministrazione e controllo non sono eletti individualmente, ma all'interno di liste di candidati presentate dagli azionisti (o, se previsto dallo statuto, anche dal Consiglio stesso). È lasciata poi all'autonomia statutaria la definizione delle modalità di elezione dei Consiglieri sulla base dei voti ricevuti da ciascuna lista, ferma restando la previsione normativa che "almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che ha ottenuto il maggior numero di voti" (art. 147-ter, terzo comma, D.lgs. 58/1998).

Alla luce di tale meccanismo, l'analisi dei requisiti dei candidati è svolta considerando i membri da eleggere nella loro complessità, avendo come punto di riferimento la futura composizione del Consiglio. Le guidelines di voto di Frontis Governance sono quindi definite nel senso di favorire la lista che possa garantire i requisiti minimi riportati nel prosieguo del presente capitolo. Nel caso in cui nessuna lista rispetti tali requisiti, la raccomandazione può essere di voto contrario a tutte le liste.

Oltre ai principi elencati di seguito, l'analisi di ciascuna lista prende in considerazione ulteriori fattori determinanti, quali:

- ✓ l'eventuale presenza di candidati che abbiano commesso in passato azioni contrarie alla legge, o le cui azioni abbiano chiaramente prodotto un danno per gli azionisti anche in società terze;
- ✓ le performance dei singoli candidati in eventuali cariche esecutive presso altre realtà;
- ✓ le competenze specifiche di ciascun candidato, con particolare riferimento al settore di attività dell'emittente ed al ruolo che lo stesso candidato ha ricoperto o ricoprirà all'interno del Consiglio;
- ✓ le caratteristiche dei candidati in tema di diversità di genere e di nazionalità (quest'ultima è valutata come particolarmente rilevante nei gruppi fortemente attivi nei mercati internazionali); in linea con le previsioni normative vigenti, ciascun genere dovrebbe essere rappresentato da almeno il 20% dei Consiglieri.

Il Consiglio dovrebbe rappresentare una pluralità di competenze necessarie per il suo buon funzionamento. In particolare, tra i membri non esecutivi dovrebbero essere rappresentate competenze almeno in tema di remunerazioni, diritto societario e contabilità, in modo da garantire le più alte professionalità in grado di bilanciare, ed al tempo stesso supportare, il potere decisionale del management e degli Amministratori esecutivi.



2.1 Informazione

Una trasparente e tempestiva informazione su tutti i candidati è fondamentale per consentire agli azionisti una corretta valutazione. Almeno le seguenti informazioni dovrebbero essere pubblicate, e continuamente aggiornate, in una sezione dedicata del sito aziendale:

- ✓ biografia e curriculum vitae dettagliato di tutti i candidati, che riportino almeno le seguenti informazioni: data di prima nomina (se Consigliere uscente), età, dettagli sulla carriera professionale antecedente ed eventualmente in seno al gruppo, tutte le posizioni eventualmente ricoperte in seno ad altre società italiane ed estere, eventuali cariche di natura politica anche in seno a partiti, stock options ed azioni dell'emittente detenute direttamente ed indirettamente;
- ✓ eventuale definizione del Consigliere quale indipendente;
- ✓ livello di presenza di ciascun Consigliere alle riunioni dell'organo societario e dei relativi Comitati interni;
- ✓ procedure interne di valutazione dell'operato del Consiglio;
- ✓ eventuali piani di successione.

Come previsto dalla normativa vigente, le liste di candidati devono essere messe a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima della convocazione assembleare. In qualsiasi caso tale tempistica non sia rispettata, l'indirizzo di voto è generalmente contrario, indipendentemente da un'eventuale differente legislazione di riferimento, a meno che i soci che sottoscrivono le liste, o l'emittente stesso, si adoperino per rendere pubbliche le identità e caratteristiche di ciascun candidato in tempo utile per una corretta valutazione.

2.2 Composizione e funzionamento del Consiglio

L'analisi relativa al rinnovo del Consiglio prende in considerazione anche la definizione dei ruoli dei singoli membri ed il funzionamento dei principali Comitati interni.

In linea di principio, Frontis Governance si oppone al combinato ruolo di Amministratore Delegato e Presidente del Consiglio di Amministrazione.

La figura del Presidente dovrebbe rappresentare la figura di massima garanzia per il corretto funzionamento del Consiglio, il cui operato non dovrebbe essere influenzato in alcun modo dagli interessi degli azionisti di maggioranza. È quindi valutata favorevolmente la nomina di un Presidente non esecutivo, possibilmente in possesso dei più stringenti requisiti di indipendenza dalla società e dagli azionisti rilevanti. Come raccomandato dal Codice di Autodisciplina, il Presidente perde la qualifica di indipendente al momento della nomina, in quanto esponente di rilievo della società.

In funzione di caratteristiche specifiche della società, in casi eccezionali adeguatamente giustificati dal proponente e di carattere temporaneo, l'indirizzo di voto può essere favorevole anche alla nomina di un Presidente esecutivo.

Ogniqualvolta il Presidente sia titolare di incarichi esecutivi, o sia un rappresentante dell'azionista di maggioranza, il Consiglio dovrebbe nominare un *Lead Independent Director (LID)*, ovvero un



Consigliere strettamente indipendente che funga da punto di raccordo tra gli esecutivi ed i non esecutivi. Il LID dovrebbe coordinare i lavori dei Consiglieri non esecutivi, ed in particolar modo di coloro definiti come indipendenti, adoperandosi affinché tutte le informazioni rilevanti per i lavori consiliari siano tempestivamente e dettagliatamente comunicate a tutti i componenti il Consiglio. In funzione della delicatezza del ruolo, il LID dovrebbe garantire il massimo impegno in seno al Consiglio, per cui l'analisi terrà in particolare conto il numero e della natura degli ulteriori incarichi ricoperti dal LID, sia all'interno che all'esterno del gruppo di riferimento.

La presenza di Amministratori esecutivi deve essere valutata in base alle specificità della società e del settore di riferimento. In ogni caso, il Consiglio di Amministrazione dovrebbe essere sempre composto in maggioranza da Amministratori non esecutivi. Secondo i principi di Frontis Governance ed ECGS, il Consiglio dovrebbe essere sempre composto in maggioranza da Consiglieri strettamente indipendenti dal management e dagli azionisti di controllo (anche di fatto), indipendentemente dalle dimensioni della società e della struttura proprietaria. In considerazione di tale previsione, la presenza di Amministratori esecutivi dovrebbe essere particolarmente limitata.

I Comitati interni al Consiglio, ad esclusione dell'eventuale Comitato Esecutivo o Strategico e di comitati tecnici specifici per il settore, dovrebbero essere tutti composti da Amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. In particolare:

- ✓ il Comitato Controllo e Rischi, così come l'eventuale Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, dovrebbero essere sempre interamente composti da Consiglieri indipendenti;
- ✓ il Comitato Remunerazioni e l'eventuale Comitato Nomine dovrebbero essere composti in maggioranza da membri indipendenti; nessun Consigliere esecutivo dovrebbe partecipare al Comitato per le Remunerazioni;
- ✓ il Presidente del Consiglio di Amministrazione non dovrebbe presiedere nessuno dei Comitati sopra riportati, che dovrebbero essere sempre presieduti da Consiglieri strettamente indipendenti.

Nella definizione dell'indirizzo di voto, deve essere tenuto in considerazione anche l'operato dai vari Comitati interni, con particolare riguardo a decisioni che possono essere valutate come non adeguate: ad esempio, componenti retributive eccessive per gli Amministratori esecutivi (la cui definizione è esclusiva competenza del CdA) possono risultare in una raccomandazione contraria alla rielezione dei componenti del Comitato Remunerazioni.

Tutte le riunioni del Consiglio e dei Comitati dovrebbero essere verbalizzate. Sarebbe opportuno che i verbali relativi a decisioni particolarmente rilevanti per la gestione della società e per i diritti degli azionisti fossero pubblicati sul sito internet dell'emittente, con l'opportuna omissione di eventuali informazioni riservate. In particolare, gli azionisti dovrebbero essere a conoscenza di tutte le delibere approvate e di eventuali voti contrari, con l'indicazione dei Consiglieri che si sono opposti e le relative motivazioni. Maggiore trasparenza dovrebbe essere applicata alle delibere riguardanti, ad esempio, fusioni ed acquisizioni, operazioni sul capitale, operazioni con parti correlate e proposte di modifiche statutarie che abbiano un impatto sui diritti degli azionisti.

Nel caso di Amministratori uscenti, sarà considerato un fattore di negatività la presenza a meno del 75% delle riunioni del Consiglio o dei singoli Comitati interni.



2.3 Dimensionamento, compensi e durata del Consiglio

Gli emittenti italiani sono soliti includere nella medesima risoluzione sull'elezione dei membri del Consiglio, anche le proposte sul numero di componenti, il relativo compenso e la durata in carica. Tale pratica impedisce di fatto il diritto di voto per la quasi totalità degli azionisti di minoranza che votano per delega. In assenza di indicazioni chiare sulle eventuali proposte assembleari, la raccomandazione di voto è tendenzialmente negativa.

Sia il Consiglio di Amministrazione che il Consiglio di Sorveglianza dovrebbero essere sufficientemente snelli da consentirne una gestione efficiente, ma di dimensioni tali da garantire un'adeguata rappresentazione delle necessarie professionalità e di un numero sufficiente di Consiglieri indipendenti. La valutazione sul dimensionamento non può essere definita a priori, ma va analizzata caso per caso, in rapporto alle specificità della società e del settore di riferimento. In linea di principio, il Consiglio non dovrebbe includere meno di 7 e più di 15 componenti.

La valutazione dei compensi è effettuata sulla base delle medie riscontrate sul mercato, in emittenti dalle dimensioni simili ed operanti nel medesimo settore (*peers*). Non dovrebbero essere previsti gettoni di presenza per la partecipazione alle riunioni del Consiglio: assistere alle riunioni consiliari è il compito minimo richiesto ad un Consigliere, per cui è già retribuito dall'emolumento. I gettoni di presenza sono considerati accettabili con riferimento alla partecipazione ai Comitati interni, ma solo nel caso in cui non sia già previsto un compenso fisso aggiuntivo per i relativi membri.

Qualsiasi componente variabile legata al raggiungimento delle performance è valutata negativamente, in quanto porterebbe ad un eccessivo allineamento di interessi dei Consiglieri non esecutivi con gli esecutivi, di cui devono monitorare l'operato secondo criteri di assoluta indipendenza.

La previsione di una quota non significativa di emolumenti corrisposta in forma azionaria è vista favorevolmente, in quanto volta ad allineare gli interessi dei Consiglieri non esecutivi con gli azionisti, ma deve essere sempre previsto un *lock-up period* pari almeno alla durata dell'incarico (minimo 3 anni). In nessun caso l'attribuzione delle azioni dovrebbe essere legata a criteri di performance né a risultati aziendali, come la distribuzione del dividendo o la presenza di utile netto.

L'indirizzo di voto è generalmente contrario ad ogni previsione di benefici legati al pensionamento o alla risoluzione del rapporto dei Consiglieri non esecutivi.

Nel caso in cui ci siano fondate e gravi preoccupazioni sull'ammontare e la correttezza delle remunerazioni corrisposte ai Consiglieri non esecutivi, o sul dimensionamento del Consiglio, la raccomandazione potrà essere contraria al punto all'ordine del giorno che eventualmente comprenda le tre diverse risoluzioni, inclusa la nomina dell'intero Consiglio (*bundled resolution*).

Anche per quanto riguarda la durata del mandato sarebbe sempre da preferire una tempestiva comunicazione dell'eventuale proposta. Ciononostante, secondo la legge italiana la durata in carica del Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza (così come del Collegio Sindacale) di società quotate non può eccedere i 3 esercizi (art. 2383 Cod. Civ.). Secondo le *best practice* del network ECGS, la durata massima del mandato di un Consiglio di Amministrazione non dovrebbe superare i 4 esercizi, per cui il voto per le società italiane è generalmente favorevole, anche nei casi in cui non sia stata comunicata alcuna proposta a riguardo.



2.4 Indipendenza dei Consiglieri

In linea di principio, almeno la metà (50%) dei Consiglieri dovrebbero essere strettamente indipendenti dalla società, dagli azionisti di maggioranza e da eventuali parti correlate a tali soggetti.

A differenza di quanto previsto dalle norme e dal Codice di Autodisciplina degli emittenti italiani, tale previsione è estesa da Frontis Governance a tutte le realtà, indipendentemente dalle dimensioni e dalla struttura proprietaria. Secondo i principi di Frontis Governance ed ECGS, infatti, il Consiglio di Amministrazione, ed a maggior ragione il Consiglio di Sorveglianza, dovrebbe essere in grado sia di supportare la dirigenza nelle scelte strategiche che di monitorarne l'operato secondo criteri di assoluta indipendenza.

Una rappresentanza minoritaria di indipendenti può essere comunque valutata favorevolmente se lo richiedono le caratteristiche specifiche della società ed in casi eccezionali di carattere temporaneo, sempre che ne sia fornita adeguata giustificazione da parte del proponente o della società. In ogni caso, qualora il Presidente sia titolare di deleghe operative o sia espressione diretta degli azionisti di controllo (ovvero di soggetti che esercitino un controllo di fatto su questi ultimi) la quota minima del 50% di indipendenti è valutata come assolutamente imprescindibile.

Di seguito è riportato un elenco, non esaustivo, dei fattori più comuni che possono compromettere l'indipendenza di un Consigliere:

- ✓ Una precedente carica esecutiva all'interno della società o del gruppo (considerando anche società acquisite successivamente) o un precedente rapporto lavorativo, che sia terminato da meno di 5 anni. Il candidato non è comunque considerato indipendente se ha trascorso la maggior parte della sua vita professionale (oltre 20 anni) all'interno della società o del gruppo, a meno che siano intervenuti cambiamenti sostanziali nella struttura proprietaria del gruppo stesso.
- ✓ L'aver ricoperto la carica per oltre 9 anni.
- ✓ Rapporti di parentela o di affinità con altri Consiglieri, dirigenti, azionisti rilevanti o consulenti della società, il cui rapporto professionale non sia terminato da almeno 5 anni.
- ✓ Legami economici o professionali con consulenti della società o del gruppo, inclusi i revisori esterni, il cui rapporto professionale con la società non sia terminato da almeno 3 anni.
- ✓ Il detenere direttamente o indirettamente una quota significativa del capitale dell'emittente o di società collegate – la definizione della significatività della partecipazione non può essere predeterminata per tutti gli emittenti, ma varia a seconda della composizione dell'azionariato e dei rapporti anche passati del candidato con gli azionisti di controllo (a titolo di esempio, si può considerare come significativa una partecipazione superiore al 3% in emittenti privi di un azionista di controllo o superiore al 10% in presenza di una forte concentrazione azionaria);
- ✓ Rapporti economici o professionali anche pregressi con i soggetti che detengono una quota significativa del capitale dell'emittente o società collegate.
- ✓ Ulteriori compensi, oltre all'emolumento per la carica, ricevuti dalla società, il gruppo o altre parti correlate, quali consulenze, stock options o altre forme di remunerazione condizionale, anche con riferimento a trattamenti pensionistici o altri benefit rilevanti.



- ✓ Legami diretti ed indiretti con organizzazioni terze concorrenti o che abbiano una relazione finanziaria, economica o commerciale rilevante con l'emittente, o sia un importante cliente, fornitore o partner di tali organizzazioni;
- ✓ Rapporti economici o professionali con Amministratori esecutivi della società, anche attraverso interessi o cariche congiunte in società terze (*cross directorship*).
- ✓ In caso di cooptazione, la relativa nomina non abbia coinvolto il Comitato consiliare preposto ("Comitato Nomine" o "Comitato Remunerazioni e Nomine", in ogni caso composto in maggioranza da Consiglieri indipendenti) o esperti esterni indipendenti, o non abbia seguito procedure equivalenti;
- ✓ Il ricoprire, o l'aver ricoperto negli ultimi 5 anni, rilevanti cariche governative o in seno a partiti politici o ad organizzazioni no profit, cui la società contribuisca economicamente o da cui la società possa ricevere un supporto materiale.

Occorre ricordare che tutta l'analisi relativa alla governance di società quotate si basa sul mandato fiduciario degli azionisti. In questo senso, la definizione di indipendenza potrà venir meno ogniqualvolta lo status, o specifiche azioni del Consigliere anche all'esterno della società, possano sollevare preoccupazioni su eventuali interessi in comune con il management o con gli azionisti di maggioranza.

L'analisi è di volta in volta favorevole alla lista che, attraverso i propri candidati, contribuisce ad aumentare il livello di indipendenza del Consiglio e ad allinearne la composizione con le *best practices*, anche in tema di diversità e di professionalità. Nel caso in cui nessuna lista presenti gli adeguati requisiti di indipendenza, la raccomandazione potrà essere contraria a tutte le liste, a meno che non sussistano fattori eccezionali, ed adeguatamente giustificati, che rendano necessaria una deroga a tali requisiti.

Se sorgono seri fattori di preoccupazione sul processo di selezione dei candidati, con particolare riguardo all'effettiva indipendenza nello scegliere i candidati da parte delle liste di minoranza, la raccomandazione potrà essere contraria a tutte le liste.

2.5 Numero di incarichi

Ciascun Consigliere dovrebbe garantire la massima dedizione al mandato ricevuto dagli azionisti, riservandovi tutto il tempo e le energie necessari. In particolar modo, il Consigliere dovrebbe essere sempre disponibile, anche nell'eventuale sopravvenienza di circostanze eccezionali e di convocazioni del Consiglio con scarso preavviso.

Nella definizione delle raccomandazioni di voto, sono prese in considerazione sia la presenza alle riunioni dei Consiglieri di cui sia proposta la rielezione (in questo caso sarà fattore di preoccupazione la presenza a meno del 75% delle riunioni), sia il numero di posizioni ricoperte in altre società.

Il numero massimo di cariche ricopribili per garantire il sufficiente impegno nella società può variare a seconda delle dimensioni e del settore di appartenenza. In via generale, ciascun Consigliere non dovrebbe ricoprire contemporaneamente:

- ✓ più di 5 incarichi non esecutivi o
- ✓ più di una carica di Amministratore esecutivo ed un ulteriore incarico non esecutivo.



In considerazione della rilevanza dell'incarico e dell'impegno necessario, il Presidente non esecutivo è valutato alla pari di due incarichi non esecutivi. Un eventuale incarico esecutivo esterno, ricoperto dal Presidente non esecutivo, può condurre ad una valutazione negativa.

Nel calcolo del numero di incarichi si considerano: società quotate italiane ed estere, società non quotate di dimensioni rilevanti, incarichi governativi anche locali, organizzazioni ed enti nazionali ed internazionali di particolare rilevanza. Non si includono nel computo del cumulo di incarichi: le società non quotate di minori dimensioni, le società appartenenti al medesimo gruppo (per cui più posizioni all'interno dello stesso gruppo sono calcolate come unico mandato) e gli enti senza fine di lucro. Ad ogni modo, anche l'analisi del cumulo degli incarichi è sempre effettuata tenendo in considerazione le specificità della società, le responsabilità proprie di ciascun mandato e la rilevanza strategica delle società esterne, indipendentemente dalle loro dimensioni.

La valutazione degli incarichi ricoperti assume una rilevanza maggiore per i componenti dei principali Comitati interni al Consiglio: Comitato Controllo e Rischi, Comitato Remunerazioni, Comitato Nomine e Comitato per le Operazioni con Parti Correlate.

2.6 Integrazione e revoca dei Consiglieri

Nel caso in cui uno o più Consiglieri vengano a mancare prima della scadenza, l'assemblea è chiamata ad integrare il Consiglio sulla base di candidature individuali, votate a maggioranza (a meno che non venga a mancare più della metà dei Consiglieri, nel qual caso decade l'intero Consiglio ed occorre procedere al rinnovo attraverso il "voto di lista"). Anche le candidature per l'integrazione sono generalmente presentate da azionisti. Il Consiglio in carica può procedere alla nomina dei nuovi componenti per cooptazione. La prima assemblea successiva alla cooptazione dovrà poi esprimersi sulla conferma dei Consiglieri cooptati, o eleggere nuovi Consiglieri sulla base delle candidature eventualmente presentate.

Una pratica diffusa presso gli emittenti italiani è quella di comunicare gli eventuali candidati all'integrazione del Consiglio a ridosso della data di prima convocazione assembleare, se non nel corso dell'assemblea stessa. Tale pratica è particolarmente diffusa tra gli azionisti di controllo, che hanno la possibilità di eleggere i propri candidati anche senza il consenso degli altri azionisti votanti. La raccomandazione di voto è sempre contraria in caso di comunicazione tardiva delle informazioni relative a ciascun candidato. La mancanza di trasparenza impedisce di fatto il voto informato e consapevole degli azionisti di minoranza, sia che votino per delega o di persona, in quanto limita notevolmente il tempo a disposizione per analizzare accuratamente i profili dei candidati.

Nei casi in cui le candidature per l'integrazione del Consiglio siano state debitamente e tempestivamente comunicate, l'analisi si basa sempre sulla composizione complessiva del Consiglio in seguito all'eventuale elezione, con particolare riguardo ai criteri di indipendenza ed alla composizione dei Comitati interni, tenendo sempre presenti le caratteristiche specifiche della società e del contesto in cui opera.

Alcune normative di settore, come quelle che regolano le banche e le imprese assicuratrici, prevedono che qualora un componente degli organi di amministrazione e controllo sia destinatario di condanne, anche non definitive, che possano far venire meno i requisiti di onorabilità previsti dalla legge stessa, gli azionisti siano chiamati a votare sulla sua revoca definitiva. In questi casi, l'analisi è sempre effettuata caso per caso, l'orientamento generale è favorevole alla revoca in tutti



quei casi in cui la gravità dei reati contestati, seppur non appurati in via definitiva, possa far venire meno la fiducia degli azionisti nel corretto operare del proprio rappresentante negli organi di amministrazione e controllo della società, o possa comportare un grave rischio reputazionale per la società stessa.

Nel caso in cui sia proposta di revoca dell'intero Consiglio, o anche di singoli componenti, l'analisi è sempre effettuata caso per caso, prendendo in considerazione tutti i possibili scenari che si potrebbero realizzare in caso di approvazione o di bocciatura della revoca. Il focus dell'analisi è sempre rivolto alla tutela degli interessi di lungo periodo della società e di tutti gli azionisti.

2.7 Il Consiglio di Sorveglianza

Le funzioni del Consiglio di Sorveglianza, presente nelle società che adottano il sistema di governance duale, richiamano la natura del Collegio Sindacale, orientato maggiormente al controllo della gestione piuttosto che alle scelte operative. Ciononostante, al Consiglio di Sorveglianza sono attribuite anche funzioni amministrative, che nel sistema tradizionale sono tipiche dell'assemblea, quali l'elezione dell'organo gestionale (Consiglio di Gestione), l'approvazione del bilancio e la promozione dell'azione di responsabilità.

In considerazione di tali specifiche funzioni, l'analisi delle caratteristiche dei membri del Consiglio di Sorveglianza seguono i medesimi criteri evidenziati per il Consiglio di Amministrazione, ma con una più rigida applicazione dei requisiti di indipendenza, che dovranno essere strettamente rispettati da oltre la metà dei Consiglieri.

2.8 Il Collegio Sindacale

Il Collegio Sindacale rappresenta la principale funzione interna di controllo sulla correttezza dell'amministrazione e sul rispetto della legge e dello statuto. Secondo l'art. 2397 del Cod. Civ., il Collegio si compone di tre o cinque membri, tutti strettamente indipendenti. Il Collegio Sindacale è nominato attraverso il meccanismo del "voto di lista". Nel caso in cui siano presentate più liste, il Presidente del Collegio Sindacale deve essere tratto dalle liste di minoranza (art. 148 del T.U.F.). La generalità degli statuti societari prevede che il candidato elencato al primo posto della lista di minoranza che ha ottenuto più voti sia automaticamente nominato Presidente.

In virtù della delicata funzione di vigilanza, i requisiti di indipendenza assumono per i Sindaci una rilevanza assoluta. Oltre ai requisiti già elencati con riferimento al Consiglio di Amministrazione, che devono essere rispettati da tutti i candidati, nell'analizzare la nomina dei Sindaci sono valutati con particolare considerazione:

- ✓ il numero di incarichi complessivamente ricoperti, che non deve essere eccessivo per garantire il massimo impegno nella società;
- ✓ il numero di cariche ricoperte in società controllate e collegate;
- ✓ il compenso complessivamente ricevuto dal gruppo;
- ✓ eventuali casi di frode, bancarotta o altri comportamenti lesivi degli azionisti nell'esercizio della carica di Sindaco o Amministratore in altre realtà.



3. Le remunerazioni

Tutte le componenti della remunerazione degli Amministratori, con particolare riguardo agli esecutivi, devono essere comunicate nella maniera più trasparente e dettagliata possibile, così come la struttura dei piani di incentivazione, sia di breve che di lungo periodo, distribuibili in contanti o tramite strumenti finanziari.

I piani di incentivazione per gli Amministratori esecutivi ed il top management dovrebbero essere sempre sottoposti all'approvazione dei azionisti. I compensi dei Consiglieri non investiti di particolari cariche dovrebbero essere oggetto di uno specifico punto all'ordine del giorno, separato dalla risoluzione relativa al rinnovo del Consiglio.

Secondo quanto previsto dall'art. 2389, terzo comma, del Codice Civile, la remunerazione degli Amministratori esecutivi è stabilita dal Consiglio di Amministrazione e non è quindi soggetta al voto assembleare. L'assemblea ordinaria è invece chiamata ad esprimere un voto solo consultivo sulle politiche retributive, descritte nella prima sezione della relazione sulle remunerazioni. L'analisi delle politiche proposte non può comunque prescindere da come siano state effettivamente applicate le politiche approvate negli esercizi precedenti. Per tale motivo, costituisce elemento di analisi anche la seconda sezione della relazione, che riporta tutte le componenti delle retribuzioni corrisposte nell'esercizio precedente a Consiglieri, Sindaci e Dirigenti con responsabilità strategiche.

3.1 Trasparenza

Un'informazione non sufficientemente trasparente e dettagliata su tutte le caratteristiche dei piani retributivi per il top management può comportare una valutazione negativa della relazione sulla remunerazione.

In particolare, la relazione dovrebbe contenere almeno le seguenti informazioni:

- a) Una descrizione dettagliata dei principi e dei processi seguiti nella definizione delle politiche di remunerazione. Tale informazione è assolutamente rilevante per valutare l'adeguatezza dei piani di compensi con riferimento alle strategie aziendali, così come la necessaria indipendenza dalla struttura dirigenziale nel processo di definizione delle politiche retributive.
- b) Se il Comitato Remunerazioni (composto in maggioranza da Consiglieri indipendenti) si è avvalso della consulenza di esperti esterni indipendenti, che non forniscano ulteriori servizi al top management aziendale, ed il cui nome dovrebbe essere riportato nella relazione.
- c) Tutte le componenti retributive e le previsioni contrattuali, comprese le condizioni in caso di risoluzione anticipata del rapporto di lavoro.
- d) Per quanto riguarda i piani di incentivazione, dovrebbero essere fornite almeno le seguenti informazioni:
 - I. tutti i criteri di performance, anche non finanziari, che dovrebbero essere sempre misurabili e verificabili a posteriori;



- II. il peso di ciascun criterio sull'incentivo finale e la quantificazione dei target predefiniti;
 - III. il periodo di riferimento per il raggiungimento dei target (*performance period*);
 - IV. per ciascun Amministratore esecutivo, per il Direttore Generale ed in aggregato per gli altri Dirigenti con responsabilità strategica, l'ammontare potenziale di ciascuna componente variabile al raggiungimento dei target di performance ed almeno una stima del massimo incentivo attribuibile – nel caso di strumenti finanziari, il livello massimo dovrebbe riferirsi al valore di mercato (per le azioni) o al *fair value* (per le stock options) alla data di attribuzione;
 - V. il periodo di maturazione dei diritti (*vesting period*);
 - VI. eventuali clausole relative alla possibilità di modificare l'importo degli incentivi successivamente alla loro definizione;
 - VII. la possibilità di attribuire bonus discrezionali o non direttamente collegati a parametri di performance misurabili e predeterminati.
- e) L'eventuale previsione di contributi previdenziali, che, in quanto equivalenti ad una componente differita della remunerazione non legata alle performance, dovrebbero essere fortemente limitati in rapporto ai compensi complessivi.

Sarebbe inoltre opportuno consentire il calcolo del compenso degli esecutivi, in particolare dell'Amministratore Delegato e dei Direttori Generali, in rapporto ai salari medi corrisposti ai dipendenti della società. Se è prevista una limitazione od un blocco agli incrementi salariali per i dipendenti, il top management dovrebbe essere soggetto alle medesime condizioni, facendo riferimento anche alle componenti variabili della relativa remunerazione.

3.2 Politiche di remunerazione

La politica di remunerazione del top management deve essere coerente con le strategie e gli obiettivi aziendali di lungo periodo, puntare ad un giusto compenso per i risultati conseguiti e fungere da stimolo per il raggiungimento di target sfidanti. La definizione dei parametri di performance, per l'attribuzione dei compensi variabili, non dovrebbe favorire l'intrapresa di azioni troppo rischiose né di strategie eccessivamente conservative. La struttura della remunerazione dovrebbe inoltre bilanciare gli interessi legittimi del management con il costo potenziale per la società e, di conseguenza, per gli azionisti.

La retribuzione degli Amministratori esecutivi dovrebbe prevedere un adeguato bilanciamento tra le componenti fisse e variabili. Queste ultime dovrebbero essere sufficientemente dettagliate ex-ante e verificabili ex-post. Sono accettabili anche obiettivi di natura non finanziaria, purché misurabili e trasparenti. Nella valutazione dei piani di incentivazione, eventuali criteri non misurabili possono essere considerati alla stregua di incentivi discrezionali.

L'analisi delle remunerazioni prende in considerazione:

- ✓ il livello della componente fissa, con riferimento alle dimensioni ed alla complessità gestionale dell'emittente e nel confronto con le medie del settore e del mercato;



- ✓ il peso delle componenti variabili al livello massimo ed al raggiungimento dei target di performance;
- ✓ la coerenza con le strategie aziendali degli obiettivi di medio-lungo termine espressi nei piani di incentivazione;
- ✓ la coerenza dei compensi corrisposti negli ultimi esercizi con le politiche approvate dagli azionisti, con particolare riguardo all'allineamento tra compensi variabili e performance aziendali, anche in rapporto con società simili.

Nella valutazione dell'applicazione delle politiche di remunerazione, sono prese in particolare considerazione eventuali attribuzioni di incentivi discrezionali o non chiaramente collegati a parametri prestabiliti, così come le indennità di fine rapporto corrisposte a Dirigenti e altri componenti degli organi societari.

In generale, fattori di negatività possono verificarsi nei seguenti casi:

- ✓ **Salario fisso non adeguato**, sia nel senso di eccessivamente elevato (in rapporto alle pratiche del settore ed ai livelli salariali medi del gruppo) che di compensi simbolici o nulli. Il compenso fisso ha la funzione di remunerare adeguatamente l'impegno profuso dall'Amministratore, per cui la previsione di emolumenti simbolici potrebbe rappresentare un rischio di prevalenza degli interessi dell'Amministratore in soggetti esterni (ad esempio, i principali azionisti), piuttosto che un mero risparmio per la società.
- ✓ **Rapporto tra fisso e variabile** eccessivamente sbilanciato a favore dei compensi fissi: la remunerazione variabile dovrebbe rappresentare il principale fattore di allineamento degli interessi dell'Amministratore esecutivo con gli obiettivi strategici della società nel lungo periodo. Preoccupazioni possono quindi sorgere nei casi in cui i compensi variabili non rappresentano almeno il 50% della remunerazione massima potenziale.
- ✓ **Componente variabile eccessiva**: anche la previsione di bonus ed incentivi eccessivi può portare ad una distorsione dei principi fondamentali della remunerazione. In linea di principio, il valore massimo raggiungibile da ciascun piano di incentivazione non dovrebbe superare il 200% del salario fisso, mentre il totale dei compensi variabili non dovrebbe superare il 300% del fisso ai livelli massimi di performance. Possono essere valutati positivamente anche piani di incentivazione che superano i limiti sopra esposti, a condizione che siano in larga parte legati ad obiettivi di lungo periodo (non meno di 3 esercizi) e che il collegamento tra ammontare del variabile e performance sia chiaramente dimostrabile.
- ✓ **Bonus annuale più elevato degli incentivi di lungo periodo**: il focus dovrebbe essere sempre posto sulla crescita sostenibile nel lungo periodo, per cui sono valutate negativamente tutte le politiche di remunerazione che privilegino gli obiettivi annuali rispetto ai risultati di lungo periodo. La retribuzione complessiva dovrebbe essere strutturata in modo che almeno il 50% del variabile sia legato al raggiungimento di obiettivi di lungo periodo. A questo riguardo, l'analisi si concentra sulla durata del *performance period*, e non sulla durata del piano di incentivazione (ad esempio, un piano definito dalla società come di lungo periodo, ma basato esclusivamente su risultati annuali, viene valutato come incentivo di breve periodo, anche se la durata del piano dovesse superare i 3 esercizi). Se il bonus annuale rappresenta oltre il 50% del variabile potenziale, una quota



sostanziale dovrebbe essere differita per un periodo di almeno 3 anni e soggetta ad ulteriori parametri di performance da realizzarsi nel lungo periodo. Se il bonus annuale è corrisposto in azioni, queste dovrebbero essere soggette ad un periodo di indisponibilità (*lock-up*) di almeno 2 anni.

- ✓ **Piani di incentivazione esclusivamente monetari:** lo strumento più forte per realizzare l'allineamento di interessi con gli azionisti è la corresponsione di larga parte degli incentivi di lungo periodo sotto forma di azioni, *stock option* o strumenti simili, che siano però adeguatamente strutturati per incentivare la creazione di valore.

3.3 Piani di incentivazione

I piani di lungo periodo (*LTIP*) dovrebbero avere una durata di almeno 3 – 5 anni, in linea con il piano strategico e/o con la durata della carica degli Amministratori esecutivi, ed essere collegati ad obiettivi ambiziosi, ma sempre nel rispetto di un'attenta gestione del rischio. Quando il CEO è anche azionista di controllo, può essere valutata favorevolmente la sua esclusione dai piani di incentivazione.

I parametri di performance devono essere chiari, misurabili ed in linea con le strategie aziendali. La relazione sulle remunerazioni dovrebbe sempre indicare il livello massimo raggiungibile da ciascun piano. Eventuali meccanismi di rientro (*clawback*) anche parziale del premio corrisposto sono valutati positivamente. I meccanismi di *clawback* si attivano se emergono errori nella valutazione dei risultati in base ai quali è maturato l'incentivo, o se tali risultati sono stati raggiunti attraverso attività chiaramente fraudolente o eccessivamente rischiose da parte del beneficiario. Sono valutate positivamente anche le cosiddette clausole *malus*, ovvero che prevedono un ulteriore differimento di una quota dell'incentivo, soggetta al mantenimento nel tempo dei livelli di performance realizzati.

Una parte significativa degli incentivi di lungo periodo dovrebbe essere corrisposta sotto forma di strumenti finanziari quali azioni o *stock options*. In entrambi i casi dovrebbe essere previsto un periodo di indisponibilità (*lock-up period*) di almeno 2 anni delle azioni rivenienti da tali piani. Deve essere chiaramente indicato il prezzo di esercizio delle opzioni (*strike price*), o almeno la relativa metodologia di calcolo al momento dell'assegnazione. La previsione di uno *strike price* scontato rispetto ai valori di mercato dell'azione al momento dell'assegnazione è valutata negativamente.

È generalmente accettata la previsione di cosiddette *phantom shares* (o *phantom stock options*): invece di assegnare i titoli, la società attribuisce un ammontare in denaro pari alla differenza tra il prezzo di mercato del titolo ed un valore predeterminato (prezzo di mercato del titolo al momento dell'assegnazione o *strike price* delle opzioni). Anche se attraverso tale pratica non si realizza un possesso azionario significativo, le *phantom shares* hanno il vantaggio di non diluire i diritti degli altri azionisti e, se è previsto un adeguato *vesting period*, contribuiscono comunque ad allineare gli interessi del management e degli azionisti nel lungo periodo.

Le azioni a servizio di ciascun piano di incentivazione, incluse le *stock options*, non dovrebbero eccedere il 5% del capitale, mentre quelle a servizio di tutti i piani in essere non dovrebbero comportare l'emissione di oltre il 10% del capitale in un periodo di 10 anni. Il superamento di tali limiti può essere valutato favorevolmente in casi eccezionali, adeguatamente giustificati, in società ad elevato potenziale di crescita, *start-ups* e settori fortemente caratterizzati da cicli di ricerca e sviluppo di lungo periodo.



L'utilizzo di azioni proprie al servizio dei piani di incentivazione è generalmente da preferire rispetto all'emissione di nuove azioni. Il limite massimo di strumenti attribuibili al singolo beneficiario non dovrebbe superare lo 0,10% del capitale, in caso di *stock option*, o lo 0,03% nel caso di azioni gratuite.

È valutata negativamente qualsiasi previsione che consenta un certo grado di discrezionalità del Consiglio o del Comitato Remunerazioni nella ridefinizione dei termini del piano, con particolare riguardo al *vesting period*, agli obiettivi di performance ed all'ammontare potenziale del piano, a meno che le modifiche non siano state preventivamente approvate da una specifica risoluzione assembleare. Gli obiettivi dovrebbero essere determinati al momento della definizione del piano, sulla base del piano strategico adottato dalla società, e l'importo dell'incentivo dovrebbe essere ricompreso tra i livelli minimo, target e massimo dichiarati nella relazione sulle remunerazioni approvata dall'assemblea.

La mera permanenza nella carica non è valutato come criterio di performance cui legare l'attribuzione degli incentivi. La previsione di cosiddetti *retention incentive plans* costituisce quindi un fattore di negatività, a meno che una parte significativa del compenso variabile sia chiaramente legata ad obiettivi di lungo periodo misurabili, e fin tanto che la componente di *retention* non porti la remunerazione complessiva potenziale su livelli considerati come eccessivi. Allo stesso modo, tutte le componenti variabili non chiaramente e preventivamente collegate alle performance sono valutate negativamente, inclusi i bonus straordinari il cui importo massimo e le cui condizioni non siano stati preventivamente fissati e comunicati.

Ulteriori fattori di negatività emergono nel caso in cui sia previsto un importo minimo garantito nell'attribuzione degli incentivi (il minimo deve essere sempre pari a zero), così come la previsione di obiettivi di performance non sufficientemente sfidanti o peggiorativi rispetto alle medie riscontrate sul mercato.

3.4 Partecipazione azionaria e piani azionari per i dipendenti (ESOP)

La partecipazione azionaria degli Amministratori dovrebbe essere sempre incentivata. La previsione di un obbligo al mantenimento di un quantitativo minimo di azioni per un certo periodo è valutata favorevolmente. Gli Amministratori esecutivi dovrebbero detenere in azioni l'equivalente di un multiplo degli emolumenti per un determinato periodo di tempo (ad esempio, investendo in azioni della società, nell'arco di 5 anni, l'equivalente di almeno 2 annualità di compenso fisso, e mantenendole almeno fino alla cessazione della carica).

Anche il possesso azionario da parte dei Consiglieri non esecutivi dovrebbe essere incentivato, seppure in misura non significativa rispetto ai compensi complessivi. In tal modo si realizzerebbe un allineamento degli interessi degli azionisti anche con i non esecutivi, senza però legare eccessivamente il ritorno economico di questi ultimi alle decisioni operative del management.

I piani azionari per i dipendenti (*Employee Share Ownership Plan*) sono valutati positivamente, se includono meccanismi che favoriscono il mantenimento delle azioni nel lungo periodo (almeno 3 anni). Gli ESOP dovrebbero essere realizzati utilizzando le azioni proprie, attraverso piani di riacquisto che rispettino i criteri elencati al successivo Capitolo 6, "Acquisto e disposizione di azioni proprie".

In caso di emissione di nuove azioni, il singolo piano non dovrebbe superare il 5% del capitale, e



tutti i piani in vigore non dovrebbero comportare l'emissione di azioni nuove per oltre il 10% del capitale. L'ESOP può prevedere l'acquisto delle azioni ad un prezzo agevolato, che non dovrebbe essere di oltre il 20% inferiore al prezzo di mercato. Nel caso in cui sia previsto un obbligo al mantenimento delle azioni per periodi più lunghi, possono essere valutati favorevolmente anche sconti di importo maggiore.

Se sono già titolari di piani di incentivazione azionaria, gli Amministratori esecutivi ed i Dirigenti strategici non dovrebbero rientrare tra i beneficiari degli ESOP.

3.5 Previsioni contrattuali, clausole di change of control e risoluzione del contratto

Dovrebbero essere evitate, o comunque fortemente limitate, tutte le previsioni contrattuali che prevedano compensi legati a cambiamenti degli assetti proprietari o alla risoluzione anticipata del rapporto di lavoro degli Amministratori esecutivi. Eventuali elementi retributivi di tale genere, previsti dal contratto o da accordi siglati con il singolo Amministratore, dovrebbero essere sempre resi pubblici.

Secondo la Raccomandazione della Commissione delle Comunità Europee 2009/35, relativa alle remunerazioni degli Amministratori delle società quotate, "il trattamento di fine rapporto di lavoro non dovrebbe superare un determinato importo o un determinato numero di anni, che non deve in genere oltrepassare due anni della componente non variabile della retribuzione o del suo equivalente. Il trattamento di fine rapporto non dovrebbe essere versato se il recesso è dovuto a risultati inadeguati".

In linea di principio, Frontis Governance valuta negativamente ogni previsione contrattuale che porti l'indennità di fine rapporto (*severance*) a superare il limite raccomandato dalla Commissione Europea, ovvero l'equivalente di 2 annualità di compenso fisso. Nonostante ciò, è prassi del mercato italiano includere nel calcolo relativo ai *severance* anche la media dei bonus annuali corrisposti negli anni precedenti. Seppure tale pratica dovrebbe essere sempre evitata, la valutazione complessiva può essere positiva nel confronto con le pratiche del mercato, sempre che l'importo complessivo dei *severance* non risulti eccessivo, sia in termini assoluti che rispetto alle medie del settore di riferimento.

Un'altra pratica molto comune nel mercato italiano è quella di combinare le cariche di Amministratore Delegato e Direttore Generale. Attraverso l'attribuzione di tale ulteriore carica dirigenziale, l'Amministratore Delegato assume tutte le tutele della contrattazione nazionale di lavoro, in quanto dipendente della società. Occorre considerare, però, che i compensi annuali del massimo dirigente, derivanti dalle specifiche responsabilità, risultano spesso pari ad un multiplo dei compensi dei normali dirigenti. Risulta quindi inopportuno estendere all'Amministratore Delegato le medesime tutele previste per i dipendenti, che risultano spesso in un indebito incremento dell'indennità di fine rapporto. Nel caso in cui un dirigente della società assuma l'incarico di Amministratore Delegato, il vecchio contratto dirigenziale dovrebbe essere concluso (con la corresponsione di tutte le indennità spettanti da contratto) e dovrebbe esserne stipulato uno specifico per la nuova carica ricoperta, che limiti le indennità all'equivalente di 2 annualità di compenso fisso.



3.6 Remunerazione dei Consiglieri non esecutivi

La remunerazione dei Consiglieri non esecutivi è definita dall'assemblea ordinaria, e per tale motivo dovrebbe essere tempestivamente e dettagliatamente comunicata agli azionisti, e costituire l'oggetto di uno specifico punto all'ordine del giorno. La prassi di molti emittenti di includere la determinazione dei compensi nella delibera di elezione del Consiglio (*bundled resolution*) è valutata negativamente, in quanto impedisce di fatto il voto della grande maggioranza di azionisti che partecipano all'assemblea per delega.

La proposta di delibera assembleare relativa ai compensi del Consiglio è generalmente effettuata dagli azionisti, contestualmente alla presentazione delle liste per il rinnovo degli organi societari. Anche in questi casi, la proposta deve essere comunicata in maniera dettagliata e con congruo anticipo (possibilmente nella stessa comunicazione relativa al deposito della lista di candidati), in modo da consentire un'accurata analisi da parte di tutti gli azionisti votanti.

La valutazione dei compensi è effettuata sulla base delle medie riscontrate sul mercato, in emittenti dalle dimensioni simili ed operanti nel medesimo settore (*peers*).

Non dovrebbero essere previsti gettoni di presenza per la partecipazione alle riunioni del Consiglio, che dovrebbe essere considerato come il compito minimo richiesto ad un Consigliere, per cui è già retribuito dall'emolumento base. Gettoni di presenza possono essere valutati favorevolmente se limitati alle riunioni dei Comitati interni, ma solo nel caso in cui non sia già previsto un compenso fisso aggiuntivo per la carica speciale.

Qualsiasi elemento che possa legare la remunerazione dei Consiglieri non esecutivi a criteri di performance o a risultati aziendali (ad esempio, all'utile netto o al dividendo) è valutato negativamente. Di contro, è vista con favore la previsione di una quota non significativa di emolumenti corrisposta in forma azionaria, in quanto volta ad allineare anche gli interessi dei non esecutivi con gli azionisti. Le azioni attribuite dovrebbero essere sempre soggette ad un *lock-up period* pari almeno alla durata della carica del Consigliere (3 anni). In nessun caso l'attribuzione delle azioni dovrebbe essere legata al raggiungimento di performance.

Ogni previsione di benefici legati al pensionamento o alla risoluzione del rapporto dei Consiglieri non esecutivi costituisce un fattore di negatività nell'analisi delle remunerazioni.

3.7 Compensi del Collegio Sindacale

Al pari di quanto avviene per l'organo amministrativo, anche la determinazione dei compensi per il Collegio Sindacale è rimessa all'assemblea ordinaria. Trovano quindi applicazione le medesime considerazioni evidenziate per i Consiglieri non esecutivi, al precedente paragrafo 3.6, tranne la previsione di compensi in forma azionaria, che deve essere sempre evitata nel caso dei Sindaci.

Oltre alle valutazioni relative alle prassi del mercato e del settore, l'analisi dei compensi dei Sindaci prende in considerazione anche quanto complessivamente corrisposto negli esercizi precedenti, includendo nella valutazione anche quanto eventualmente erogato da società controllate e collegate. Un compenso eccessivo ricevuto dagli azionisti di controllo o da società collegate può sollevare serie perplessità riguardo la stretta indipendenza del Sindaco.



4. Società di revisione

L'indipendenza, l'obiettività e l'efficacia del revisore esterno sono di fondamentale importanza per la tutela degli interessi degli azionisti. Nell'analisi della nomina della società di revisione esterna sono presi in particolare considerazione i seguenti fattori:

- ✓ il livello di trasparenza sui compensi corrisposti alla società di revisione nell'esercizio di riferimento, che dovrebbe includere il dettaglio dei costi per ciascuna tipologia di servizio fornito;
- ✓ i compensi pagati dal gruppo per i servizi di revisione, che sono analizzati in relazione alle dimensioni dell'emittente, con particolare riferimento al fatturato consolidato, ed alle pratiche del mercato;
- ✓ i corrispettivi pagati per servizi non connessi alla revisione contabile ed all'attestazione (ad esempio, per consulenze ed altri servizi), che non dovrebbero essere superiori a quanto corrisposto per i servizi collegati alla revisione durante l'ultimo esercizio, e complessivamente non superiori al 50% degli stessi negli ultimi tre esercizi;
- ✓ eventuali operazioni o eventi straordinari che abbiano determinato un giustificato incremento dei compensi annuali;
- ✓ eventuali legami, personali ed economici, con l'emittente e/o il top management: preoccupazioni possono sorgere se un Amministratore esecutivo è stato titolare di incarichi presso il revisore o se il responsabile della revisione abbia ricoperto incarichi esecutivi presso l'emittente negli ultimi 5 anni;
- ✓ nel caso di revoca anticipata dell'incarico, i motivi che hanno portato al cambiamento del revisore, che dovrebbero essere dettagliatamente e tempestivamente giustificati dalla società.
- ✓ se sono sorti evidenti motivi di preoccupazione sulla correttezza del revisore nello svolgimento dell'incarico in realtà simili.



5. Operazioni sul capitale

In linea di principio, Frontis Governance si oppone a tutte le operazioni sul capitale che mirano a limitare la contendibilità della società (*anti-takeover*) o che favoriscono un “trinceramento” del management a danno degli interessi degli azionisti.

Le policy di voto di seguito esposte si applicano anche alle proposte relative e titoli convertibili in azioni.

5.1 Aumento di capitale tramite diritti di opzione

L'autorizzazione all'emissione di nuove azioni è generalmente valutata favorevolmente se le motivazioni sono descritte in maniera dettagliata e se le nuove azioni sono offerte in opzione agli azionisti esistenti. In ogni caso, l'autorizzazione dovrebbe essere limitata nel tempo (al massimo 5 anni) ed il totale delle nuove azioni non dovrebbe comportare un'eccessiva diluizione dei diritti degli azionisti esistenti.

In caso di autorizzazioni generiche, l'aumento di capitale offerto in opzione non dovrebbe superare il 50% delle azioni già emesse. Tale limite può comunque venire meno se le motivazioni alla base dell'aumento sono chiaramente dettagliate da parte della società ed ampiamente condivisibili sulla base di necessità contingenti.

Le condizioni ed i termini delle offerte in opzione sono soggetti all'approvazione della Consob, generalmente a ridosso dell'inizio del periodo di offerta in opzione, per cui è possibile che l'effettivo ammontare delle nuove azioni non sia noto alla data dell'assemblea. Anche in questi casi, la relazione sulla proposta assembleare dovrebbe riportare informazioni sufficientemente dettagliate per consentire almeno una stima della diluizione potenziale massima dei diritti degli azionisti esistenti.

5.2 Aumento di capitale con limitazione o esclusione dei diritti di opzione

La richiesta di autorizzazione all'emissione di nuove azioni, con esclusione anche parziale del diritto di opzione, dovrebbe sempre riportare le motivazioni alla base dell'aumento e dell'esclusione del diritto di opzione, i soggetti beneficiari e tutti i dettagli relativi alle modalità di attribuzione delle nuove azioni.

In caso di autorizzazioni generiche o non adeguatamente giustificate alla società, l'aumento di capitale non dovrebbe riguardare più del 10% del capitale emesso (esclusi eventuali piani azionari per i dipendenti) e dovrebbe essere limitata al massimo a 3 anni.

In ogni caso, tutte le proposte di aumento di capitale sono valutate caso per caso, con particolare attenzione alla situazione finanziaria e patrimoniale della società ed ai diritti degli azionisti di minoranza.



5.3 Emissione di azioni privilegiate o di risparmio

Le azioni che attribuiscono un privilegio nell'attribuzione del dividendo, e contestualmente minori diritti di voto, non dovrebbero rappresentare più del 50% del capitale sociale. Tale limite non dovrebbe essere superato neanche in seguito ad operazioni societarie, come fusioni ed acquisizioni, che prevedano l'emissione di tali classi di azioni.

Qualsiasi misura anti-scalata (*anti-takeover device*), che possa costituire una protezione per il management anche in caso di inefficienze, e quindi potenzialmente dannose per gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi azionisti, è valutata negativamente. Tra tali misure rientra anche l'emissione di classi speciali di azioni o di cosiddette *poison pills*, come l'attribuzione gratuita di warrants agli azionisti quando la società è oggetto di un'offerta.

5.4 Riduzione del capitale attraverso acquisto e cancellazione di azioni proprie

La raccomandazione sarà generalmente favorevole alla proposta, a meno che non si verifichi una delle seguenti condizioni:

- ✓ non è rispettato il principio di uguaglianza di trattamento degli azionisti e/o la riduzione del capitale rischia di favorire indebitamente il principale azionista, rafforzandone il controllo sui diritti di voto;
- ✓ la riduzione ha un impatto eccessivo sulla liquidità dei titoli in circolazione;
- ✓ la riduzione del capitale è incompatibile con la situazione finanziaria della società o con il suo potenziale di crescita nel lungo periodo;
- ✓ i diritti degli azionisti di minoranza potrebbero esserne danneggiati;
- ✓ l'autorizzazione non è coerente con la proposta di destinazione del risultato di esercizio o sostituisce la distribuzione di dividendi;
- ✓ l'acquisto di azioni proprie può avvenire ad un premio eccessivo rispetto al valore di mercato (oltre il 10%).



6. Acquisto e disposizione di azioni proprie

L'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie è valutata favorevolmente se parte di una più ampia strategia di redistribuzione di valore agli azionisti, rappresentando una valida alternativa alla distribuzione dei dividendi. Ciononostante, la detenzione di azioni proprie può anche rappresentare un ostacolo alla contendibilità della società, ad esempio aumentando i costi di un'eventuale offerta per acquisirne il controllo. Risulta quindi di fondamentale importanza che la proposta assembleare indichi chiaramente le motivazioni per cui l'autorizzazione è richiesta, che giustifichino tale utilizzo di risorse aziendali alternativamente destinabili ad investimenti, acquisizioni o altre attività volte a creare valore per gli azionisti nel lungo periodo.

La proposta deve essere valutata sulla base della situazione finanziaria attuale della società, dell'eventuale necessità di capitale e delle previsioni future relative a ricavi e cash flow. Anche quando è mirato a redistribuire capitale agli azionisti, l'acquisto di azioni proprie non dovrebbe portare ad un deterioramento del profilo di rischio finanziario della società. La valutazione è generalmente negativa se la società non è in grado di distribuire dividendi.

La richiesta di autorizzazione dovrebbe sempre indicare l'ammontare massimo di azioni proprie da acquistare. Ogni autorizzazione che autorizzi la società ad acquistare o a detenere azioni proprie pari ad oltre il 10% del capitale ordinario è valutata negativamente, a meno che non sia ampiamente giustificata dalle motivazioni riportate nella relazione all'assemblea. Come previsto dall'art. 2357 Cod. Civ., la specifica autorizzazione deve avere una durata massima di 18 mesi.

Le procedure relative all'acquisto di azioni proprie dovrebbero essere sempre dettagliate nella proposta, incluso l'eventuale utilizzo di strumenti derivati (preferibilmente limitato al 5% del capitale) ed il prezzo massimo di acquisto, che non dovrebbe superare di oltre il 10% il valore di mercato. In ogni caso, l'analisi deve prendere in considerazione anche il *track record* dell'emittente in tema di acquisto e disposizione di azioni proprie, per valutare l'effettiva applicazione dell'autorizzazione approvata dall'assemblea.

La valutazione è generalmente negativa se la società si è avvalsa della facoltà deroga alla *passivity rule*, prevista dall'art. 104 del TUF nel caso sia stata lanciata un'offerta di acquisto sui suoi titoli, dato che l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie potrebbe essere utilizzata come meccanismo di *anti-takeover*.



7. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti

Lo statuto rappresenta la base su cui si definiscono le modalità di esercizio e di tutela dei diritti degli azionisti. In funzione della rilevanza di tali norme, gli azionisti dovrebbero essere sempre posti nelle condizioni di valutare con consapevolezza le modifiche proposte.

Ogni singola modifica dovrebbe essere oggetto di una specifica risoluzione. È ancora pratica diffusa tra gli emittenti italiani l'inclusione di tutte le proposte di modifica statutaria in un unico punto all'ordine del giorno (*bundled resolutions*), impedendo di fatto il voto sulle singole materie da modificare. Tale pratica può essere valutata favorevolmente solo se tutte le modifiche incluse nell'unica risoluzione sono relative alla medesima materia statutaria e/o rispondono alle medesime necessità.

L'analisi sulle proposte di modifica statutaria deve essere sempre effettuata caso per caso. Una valutazione negativa si può verificare ogniqualvolta si ravvisi un rischio di deterioramento dei diritti degli azionisti. In caso di *bundled resolutions*, la valutazione è generalmente negativa quando il rischio di deterioramento dei diritti causato da una singola modifica è considerato superiore rispetto ai benefici apportati dalle altre proposte.

Nella valutazione delle modifiche statutarie sono presi in considerazione anche gli eventuali effetti sugli altri stakeholders della società.

7.1 Modifiche relative al diritto di voto

La proporzionalità tra rischio economico e potere decisionale costituisce un principio cardine imprescindibile per una buona corporate governance, che possa stimolare nuovi investimenti e consentire una crescita sostenibile nel lungo periodo di qualsiasi organizzazione economica. Di contro, il venir meno del controllo del mercato e l'accentramento del potere decisionale nelle mani di pochi soggetti contribuiscono ad aumentare la rischiosità, disincentivando l'investimento con un'ottica di lungo periodo, che è propria di quegli investitori istituzionali, soprattutto società di gestione del risparmio e fondi pensione, che sono soliti partecipare attivamente alla vita societaria.

Il Decreto Legge n.91/2014, convertito nella Legge n.116/2014, ha introdotto anche in Italia la possibilità di emettere azioni a voto multiplo e di attribuire un voto maggiorato ad alcune categorie di azionisti.

Voto multiplo: la nuova normativa consente alle piccole e medie imprese non quotate l'emissione di una categoria speciale di azioni che attribuiscono un voto multiplo, fino ad un massimo di tre voti per azione. Le società già quotate non possono emettere tale categoria di azioni, ma il voto multiplo può essere mantenuto dalla piccola e media impresa in caso di successiva quotazione.

Voto maggiorato: attraverso una modifica statutaria, le società italiane quotate possono prevedere la possibilità di incrementare il diritto di voto, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione ordinaria che sia registrata in un elenco speciale per almeno 24 mesi. La normativa lascia ampia discrezionalità statutaria nel definire i termini per l'attribuzione del voto maggiorato, inclusa la periodicità con cui si possono registrare le azioni ed attribuire il diritto aggiuntivo, così come la previsione di un intermediario presso cui dover depositare le azioni.



La possibilità di attribuire un voto maggiorato non solo causa di per sé una netta spaccatura tra rischio economico e diritti degli azionisti, ma rischia di avere come unico risultato il rafforzamento ulteriore del potere degli azionisti di maggioranza, per altro in un mercato ancora caratterizzato da una forte concentrazione azionaria. Inoltre, la deviazione dal principio "un'azione – un voto" rischia di disincentivare gli investitori esteri dalle società italiane.

L'attribuzione del voto addizionale non differenzia tra azionisti di lungo o breve periodo, ma tra azionisti stabili registrati e non registrati. Il processo di registrazione, infatti, può risultare eccessivamente complesso e costoso per gli investitori istituzionali, ed in particolare gli esteri, a fronte di un beneficio meramente marginale in termini di diritti di voto (la grandissima maggioranza degli azionisti istituzionali, anche quelli di grandi dimensioni e di lunghissimo periodo, detengono posizioni inferiori all'1% del capitale).

La previsione dell'iscrizione in un elenco speciale rischia di provocare ulteriori distorsioni, a causa della non sempre tempestiva registrazione e cancellazione degli azionisti esteri, che detengono le proprie azioni attraverso una lunga catena di intermediari. Le nuove previsioni legislative, quindi, rischiano di favorire indebitamente solo gli azionisti italiani di controllo, che attraverso il voto addizionale potrebbero cedere una quota anche significativa del capitale mantenendo sempre la maggioranza dei diritti di voto, così come quelli di maggioranza relativa, che potrebbero controllare tutte le risoluzioni assembleari senza aumentare il proprio investimento né il conseguente rischio economico.

L'osservazione di quanto avviene nei mercati in cui tale strumento è già applicato da tempo conferma che la quasi totalità delle azioni registrate sono detenute dagli azionisti di maggioranza.

Frontis Governance emetterà quindi una raccomandazione contraria a qualsiasi proposta di modifica statutaria volta a consentire l'attribuzione del diritto di voto maggiorato, così come a qualsiasi deviazione dal principio fondamentale di proporzionalità tra rischio economico e potere decisionale. Parimenti, la raccomandazione sarà favorevole a qualsiasi proposta volta ad eliminare tali distorsioni, come la cancellazione delle azioni a voto multiplo, eventualmente emesse da piccole e medie imprese e mantenute successivamente alla quotazione.



8. Fusioni e acquisizioni

Le analisi relative alle operazioni di fusione o acquisizione sono svolte caso per caso, prendendo in particolare considerazione:

- ✓ gli interessi di lungo periodo dell'operazione, che devono combaciare con gli interessi della società e della generalità degli azionisti;
- ✓ la trasparenza dell'informativa, che deve essere resa disponibile in tempi adeguati per consentirne un'analisi accurata e la formazione di un'opinione consapevole da parte di tutti gli azionisti, incluse le *fairness opinion* eventualmente rilasciate da consulenti strettamente indipendenti;
- ✓ il rispetto delle *best practice* nel processo di valutazione interna e da parte di esperti indipendenti;
- ✓ le condizioni finanziarie, con particolare riferimento alla valutazione degli asset e delle azioni rispetto ai relativi prezzi di mercato;
- ✓ la governance della nuova entità e l'impatto potenziale dell'operazione sui diritti degli azionisti di minoranza;
- ✓ l'impatto potenziale sugli altri stakeholders della società.



9. Responsabilità sociale d'impresa (CSR)

Le analisi di Frontis Governance prendono in considerazione anche gli effetti su tutti gli stakeholders derivanti dalla gestione societaria, con particolare riguardo ai temi sociali ed ambientali. Gli emittenti, indipendentemente dal settore in cui operano, dovrebbero pubblicare un rapporto sulla responsabilità sociale d'impresa, con le medesime tempistiche previste per gli altri documenti assembleari. Tale rapporto, che può anche essere oggetto di una specifica sezione del Bilancio Annuale, dovrebbe riportare in maniera dettagliata, trasparente ed obiettiva, tutti i principali effetti della gestione societaria sull'ambiente e sulle comunità di riferimento, oltre alle politiche in tema di lavoro.

I seguenti fattori sono presi in particolare considerazione, con differente risalto a seconda del settore di riferimento dell'emittente:

- ✓ la trasparenza ed il dettaglio della reportistica rispetto agli standard internazionali;
- ✓ le politiche ambientali;
- ✓ le politiche del lavoro, con particolare riferimento alla formazione ed alla sicurezza del personale;
- ✓ l'impatto sulle comunità di riferimento (italiane ed estere);
- ✓ l'aspetto etico dei business di riferimento;
- ✓ la trasparenza e le procedure eventualmente utilizzate nelle attività di contrasto alla corruzione.

L'analisi di Frontis Governance prende in considerazione le politiche, i dati quantitativi e gli obiettivi prefissati, così come eventuali procedimenti o indagini a carico dell'emittente o di dirigenti.

10. Delibere proposte dagli azionisti

L'analisi delle proposte presentate da azionisti di minoranza è sempre effettuata caso per caso, tenendo in particolare considerazione i seguenti aspetti:

- ✓ se l'assemblea degli azionisti sia la sede più appropriata per deliberare sulla materia;
- ✓ la trasparenza, il dettaglio e la tempistica di pubblicazione di tutto il materiale informativo;
- ✓ il rispetto delle *best practice* in tema di corporate governance;
- ✓ la coerenza con gli interessi di lungo periodo della società e della maggioranza dei suoi stakeholders.



Chi è Frontis Governance

Frontis Governance fornisce agli investitori istituzionali una consulenza indipendente sulla *governance* degli emittenti italiani. Frontis Governance è partner del network ECGS, l'unico *proxy advisor* costituito da esperti locali. Le analisi si basano sui principi di ECGS, che riflettono i più alti standard internazionali di *corporate governance*, avendo come riferimento le norme, i codici e le pratiche consolidate sul mercato italiano.

Ulteriori partner di ECGS sono: Proxinvest (Francia, Managing Partner), DSW (Germania), Ethos (Svizzera), Manifest (Regno Unito), Shareholder Support (Olanda), GIR (Canada) e Siris (Australia).

Frontis Governance

info@frontisgovernance.com

www.frontisgovernance.com

Disclaimer

Le analisi si basano su informazioni reperite da fonti disponibili per gli investitori ed il pubblico in generale, come i report societari, siti internet e contatti diretti con rappresentanti degli stessi Emittenti. Nonostante si effettuino molteplici controlli, non è possibile garantire l'accuratezza di tutte le informazioni fornite. Le analisi si intendono a sostegno degli investitori (clienti di Frontis Governance o di qualunque utilizzatore potenziale), al fine di supportarli nelle decisioni di voto alle assemblee degli azionisti, ma non possono in alcun caso essere considerate come strumento decisionale per investimenti in titoli quotati.

© Frontis Governance di Sergio Carbonara 2015. È vietata la riproduzione non autorizzata, il prestito, il noleggio, la trasmissione o la distribuzione di qualsiasi dato.

