



Frontis Governance

independent, local, expert

**PRINCIPI DI CORPORATE GOVERNANCE
E
POLITICHE DI VOTO PER IL MERCATO ITALIANO**

Stagione assembleare 2016

**Valido per le Assemblee convocate a partire dal
1 Marzo 2016**

Partner



ECGS

Expert Corporate
Governance Service

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. Le guidelines e politiche di voto del network ECGS, valide per tutti i mercati europei, sono consultabili sul sito www.ecgs.org.

L'obiettivo imprescindibile di ciascuna analisi assembleare, e della corporate governance in generale, è la difesa degli interessi di lungo periodo della società e di tutti i suoi azionisti, e sulla base di tale principio sono state stabilite le guidelines esposte di seguito.

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 analisi di Frontis Governance sono sempre effettuate sulla base del principio case-by-case.

Oltre a fornire le analisi delle proposte assembleari e relative raccomandazioni di voto, Frontis Governance offre analisi di benchmarking e rating di corporate governance. Tutte le analisi sono basate sulle guidelines predisposte da Frontis Governance, per il mercato italiano, e dai partner di ECGS per i mercati internazionali.

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 non siano sufficientemente dettagliate per consentirne la più accurata analisi da parte di tutti gli azionisti, anche coloro che non usufruiscono dei servizi di un proxy adviser.

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 è raccomandato un 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 un voto contrario ad un'unica lista, ma un'eventuale contrarietà può esclusivamente riguardare tutte le liste presentate).

Indice

Introduzione	6
PRINCIPI DI CORPORATE GOVERNANCE	
1. Bilancio di esercizio e destinazione del risultato	8
<i>1.1 Pubblicazione del materiale assembleare</i>	8
<i>1.2 Il Bilancio consolidato e di esercizio</i>	9
<i>1.3 La destinazione del risultato di esercizio</i>	9
2. Organi Societari	11
<i>2.1 Modello di governance</i>	11
<i>2.2 Informazione</i>	12
<i>2.3 Composizione del Consiglio</i>	13
<i>2.4 Comitati interni</i>	13
<i>2.5 Compensi dei Consiglieri non esecutivi e durata del mandato</i>	15
<i>2.6 Il Presidente del Consiglio di Amministrazione e del Consiglio di Sorveglianza</i>	16
<i>2.7 Indipendenza dei Consiglieri</i>	16
<i>2.8 Numero di incarichi</i>	18
<i>2.9 Il Consiglio di Sorveglianza</i>	19
<i>2.10 Il Collegio Sindacale</i>	19
<i>2.11 Compensi del Collegio Sindacale</i>	20
3. Le remunerazioni degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche	21
<i>3.1 Trasparenza</i>	21
<i>3.2 Politiche di remunerazione</i>	22
<i>3.3 Compensi fissi</i>	23
<i>3.4 Compensi variabili</i>	23
<i>3.5 Bonus annuali</i>	24
<i>3.6 Piani di incentivazione di lungo periodo</i>	25
<i>3.7 Clausole di claw-back e malus conditions</i>	26
<i>3.8 Previsioni contrattuali, indennità di fine rapporto e clausole di non concorrenza</i>	26
<i>3.9 Partecipazione azionaria e piani azionari per i dipendenti (ESOP)</i>	27

4. Società di revisione	28
5. Operazioni sul capitale	30
5.1 Aumento di capitale tramite diritti di opzione	30
5.2 Aumento di capitale con limitazione o esclusione dei diritti di opzione	30
5.3 Emissione di azioni privilegiate o di risparmio	31
6. Azioni proprie	32
6.1 Autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie	32
6.2 Riduzione del capitale attraverso acquisto e cancellazione di azioni proprie	33
7. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti	34
7.1 Modifiche relative al diritto di voto	34
8. Fusioni e acquisizioni	36
9. Operazioni con parti correlate	37
10. Responsabilità sociale d'impresa (CSR)	38
11. Delibere proposte dagli azionisti	39

POLITICHE DI VOTO 2016

1. Approvazione del Bilancio e destinazione del risultato	41
1.1 Bilancio di esercizio	41
1.2 Destinazione del risultato	41
2. Nomina degli Organi Societari	43
2.1 Voto di lista	43
2.2 Dimensione del Consiglio, compensi e durata del mandato dei componenti non esecutivi	44
2.3 Nomina del Presidente	46
2.4 Integrazione e revoca dei Consiglieri	46
3. Politiche di remunerazione per gli Amministratori esecutivi ed altri Dirigenti con responsabilità strategiche	48
4. Società di revisione	53
4.1 Conferimento dell'incarico di revisore	53
4.2 Modifiche al compenso del revisore	53

5. Capitale sociale	54
<i>5.1 Struttura del capitale</i>	<i>54</i>
<i>5.2 Autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie</i>	<i>55</i>
6. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti	56
<i>6.1 Modifiche relative al diritto di voto</i>	<i>56</i>
7. Fusioni e acquisizioni	57
<i>7.1 Azioni di difesa</i>	<i>57</i>
8. Delibere proposte dagli azionisti	58

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, se non 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 degli investitori alle assemblee di tutte le società partecipate, 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 informazioni dettagliate su come sono stati esercitati i diritti di voto nel corso dell'anno.

Frontis Governance ed ECGS ritengono che il confronto diretto e continuo tra analisti ed emittenti sia di fondamentale importanza e che possa contribuire alla più corretta definizione delle pratiche di governance. Il confronto, però, non deve influire in alcun modo sull'indipendenza e l'autonomia di giudizio dell'analista. Per tale motivo, Frontis Governance non condivide l'analisi assembleare con gli emittenti prima della distribuzione presso i propri clienti. La responsabilità del proxy adviser è sempre nei confronti dei propri clienti, investitori istituzionali in possesso delle più adeguate professionalità e competenze, che sono gli unici soggetti che potranno definire la validità delle analisi e delle raccomandazioni di voto, e decidere se seguirle o meno sulla base dei propri principi e delle proprie considerazioni. I report dei proxy advisers dovrebbero facilitare, ma mai sostituire, l'analisi e le decisioni di voto da parte degli azionisti.

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.



PRINCIPI DI CORPORATE GOVERNANCE

1. 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 assembleare, 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 diffusa la pratica di accorpare proposte relative a diverse risoluzioni in un unico punto all'ordine del giorno (*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, e proporre in un'unica risoluzione modifiche statutarie riguardanti aspetti sostanzialmente differenti tra loro. Anche le *bundled resolutions* costituiscono un grave impedimento al corretto esercizio del diritto di voto degli azionisti, che dovrebbero essere sempre messi nelle condizioni di esprimersi su ciascuna proposta.

La struttura aggiornata del capitale dovrebbe essere adeguatamente comunicata, anche sul sito internet dell'emittente, includendo 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 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 imprescindibile 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

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 dell'assemblea annuale. 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, attuali o recenti, 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 alla società di revisione, inclusa la descrizione degli eventuali 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.

Il voto sul Bilancio di esercizio rappresenta anche un'occasione per gli azionisti per esprimere eventuali preoccupazioni sulla corporate governance della società partecipata, e sul grado di aderenza alle best practices internazionali e di mercato. Tutti gli emittenti, indipendentemente dalle dimensioni, dovrebbero comunicare se aderiscono o meno a codici di autodisciplina di riferimento, con il dettaglio del livello di adesione a ciascun principio e criterio applicativo del codice ed una puntuale ed esauriente spiegazione dei motivi che hanno eventualmente portato a discostarsi dalle raccomandazioni del codice stesso.

1.3 La destinazione del risultato di esercizio

Gli azionisti dovrebbero sempre essere in grado di esprimersi sulla destinazione del risultato di esercizio e sull'eventuale distribuzione di dividendi. Nei casi in cui l'approvazione del Bilancio e la destinazione del risultato siano proposte in un'unica risoluzione, le considerazioni sulla destinazione del risultato possono influenzare il giudizio sull'intera risoluzione, con il rischio di un voto contrario anche sul Bilancio.

Tutti gli emittenti dovrebbero sempre dotarsi di una politica sui dividendi, che dovrebbe essere comunicata agli azionisti e pubblicata sul sito internet. Secondo i principi di ECGS, sarebbe auspicabile consentire un voto annuale degli azionisti anche sulla politica in tema dividendi, in

quanto quest'ultima rappresenta un importante elemento di valutazione del proprio investimento nel lungo periodo.

L'analisi di Frontis Governance prende come riferimento la coerenza della proposta con la situazione finanziaria della società, con particolare riguardo alle specificità del settore ed alle caratteristiche contingenti del mercato. In questo senso, tutte le analisi sono effettuate caso per caso.

In linea di principio, la distribuzione del dividendo dovrebbe essere sempre interamente coperta dall'utile netto consolidato. La valutazione può essere negativa se è proposta una distribuzione di dividendi in presenza di una perdita netta di esercizio, ovvero se il *pay-out ratio* (rapporto tra montante dividendi ed utile netto consolidato) risulta negativo, o se il *pay-out ratio* è stato costantemente superiore al 100% negli ultimi esercizi, a meno che non si tratti di distribuzioni straordinarie ed ampiamente giustificate dal Consiglio di Amministrazione. In ogni caso, la valutazione è generalmente negativa se la proposta di distribuzione del dividendo rischia di indebolire la solidità finanziaria dell'emittente.

La valutazione di dividendi interamente coperti dall'utile netto consolidato è generalmente positiva, a meno che il *pay-out ratio* diminuisca significativamente nel tempo a fronte di un incremento dell'utile netto consolidato, oppure se negli ultimi esercizi il *pay-out ratio* è risultato costantemente inferiore al 30%, o al di sotto delle medie del settore di almeno il 20%, in assenza di un'adeguata giustificazione da parte della società.

La distribuzione di utili tramite assegnazione di azioni della società (*scrip dividend*) è generalmente valutata favorevolmente, in particolare se volta a rafforzare la struttura patrimoniale della società. La valutazione può però essere negativa se la società è in grado di distribuire dividendi *cash* ed il ricorso allo *scrip dividend* non sia adeguatamente giustificato dal Consiglio di Amministrazione.

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, l'analisi prende in considerazione la capacità della società di far fronte all'ammontare massimo dei dividendi *cash*. 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 le azioni gratuite.

2. Organi Societari

Dal 2007 è obbligatoria per tutti gli emittenti italiani l'adozione del cosiddetto "meccanismo del voto di lista". In base a tale meccanismo, tutti gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una percentuale minima dei diritti di voto stabilita annualmente dalla Consob, possono presentare delle liste di candidati in occasione del rinnovo degli organi societari. Se lo statuto societario lo consente, una lista di candidati può essere proposta anche dal Consiglio di Amministrazione uscente.

I candidati non possono quindi essere votati individualmente, ma gli azionisti possono votare a favore di una sola tra le liste presentate. Un voto contrario ad una singola lista non è consentito, ma un'eventuale opposizione può essere espressa su tutte le liste.

Le modalità di riparto dei Consiglieri eletti dalle varie liste presentate e votate dall'assemblea è lasciata all'autonomia statutaria, 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).

Se da un lato il meccanismo del "voto di lista" ha il grande merito di consentire un certo grado di rappresentatività negli organi di amministrazione e controllo, favorendo al tempo stesso la partecipazione attiva degli azionisti di minoranza alla vita societaria, dall'altro non permette agli azionisti di esprimersi su ciascun candidato che andrà a ricoprire il delicato ruolo di Consigliere o Sindaco della società partecipata. Inoltre, in molti casi le modalità di riparto dei Consiglieri tra le varie liste non rispecchia la composizione dell'azionariato, mentre la definizione delle liste rende spesso inutile il voto assembleare stesso, in quanto tutti i candidati sono necessariamente eletti indipendentemente dall'esito delle votazioni. Frontis Governance ed ECGS intendono quindi sollecitare delle modifiche normative al meccanismo del "voto di lista" volte a consentire l'elezione individuale dei componenti gli organi societari, ma che mantengano inalterata la possibilità di presentazione di candidature da parte degli azionisti di minoranza ed il grado di rappresentatività consentito dal meccanismo attuale.

Alla luce dell'obbligatorietà del "voto di lista", 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.

2.1 Modello di governance

Secondo la normativa italiana (art. 2380 del Codice Civile), le società per azioni possono adottare tre distinti sistemi di amministrazione e controllo:

- ✓ Sistema "tradizionale", adottato dalla società se lo statuto non dispone diversamente, si compone di un Consiglio di Amministrazione ed un Collegio Sindacale, cui la legge attribuisce specifiche responsabilità di controllo sulla correttezza dell'amministrazione e sul rispetto della legge e dello statuto. I componenti di entrambi gli organi societari sono eletti dall'assemblea degli azionisti.
- ✓ Sistema "monistico", in cui è presente solo il Consiglio di Amministrazione, che esercita anche i compiti di controllo attribuiti nel "tradizionale" al Collegio Sindacale. Secondo l'art. 2409-*sexiesdecies* del Codice Civile, i compiti di controllo devono essere demandati ad un Comitato per il Controllo interno al Consiglio. I componenti del Comitato per il Controllo sono

di norma nominati dal Consiglio di Amministrazione, ma lo statuto può attribuire il potere di nomina all'assemblea ordinaria degli azionisti.

- ✓ Sistema "dualistico", in cui i compiti di controllo sono demandati al Consiglio di Sorveglianza, che è nominato dall'assemblea degli azionisti per 3 esercizi, sempre tramite il "voto di lista". Oltre ai compiti di controllo, al Consiglio di Sorveglianza sono attribuite anche funzioni amministrative, che negli altri sistemi sono tipiche dell'assemblea, quali l'elezione dell'organo gestionale (Consiglio di Gestione), l'approvazione del bilancio e la promozione dell'azione di responsabilità.

La definizione del sistema di governance più idoneo dipende esclusivamente dalle caratteristiche della società, con particolare riguardo alla struttura proprietaria, e dalle necessità contingenti. Ad esempio, il modello "tradizionale" potrebbe risultare più idoneo laddove occorra una netta separazione tra organo gestionale e di controllo, mentre il sistema "monistico" può essere preferibile in realtà che necessitano di strutture decisionali e di controllo più snelle. La valutazione sul sistema di governance è quindi sempre effettuata caso per caso da Frontis Governance, ritenendo impossibile l'individuazione di un modello unico valido per tutte le società italiane.

2.2 Informazione

Una trasparente e tempestiva informazione su tutti i membri del Consiglio ed 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 ciascun Consigliere e/o candidato, che riportino almeno le seguenti informazioni: data di prima nomina (se Consigliere uscente), età, nazionalità, attività principale, 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/candidato quale indipendente;
- ✓ eventuali motivazioni per cui un Consigliere/candidato non-esecutivo non è valutato come 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 e risultati dettagliati dell'eventuale processo di autovalutazione annuale;
- ✓ piani di successione per gli Amministratori esecutivi ed i dirigenti con responsabilità strategica;
- ✓ programmi di formazione dei nuovi Consiglieri in seguito alla prima nomina (*induction programs*) ed eventuali iniziative formative successive.

2.3 Composizione del Consiglio

Sia il Consiglio di Amministrazione che il Consiglio di Sorveglianza, nelle società che adottano il sistema di governance duale, 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.

In linea di principio, Frontis Governance può valutare negativamente Consigli con meno di 7 o più di 15 componenti, ma tale valutazione non può essere definita a priori come valida per tutte le realtà. L'analisi è quindi sempre effettuata caso per caso, in rapporto alle caratteristiche, anche contingenti, della società e del settore di riferimento. In particolare, il dimensionamento è analizzato in base alla complessità del settore, la necessità di costituire Comitati consiliari specializzati, le dimensioni della società e la diversificazione geografica delle proprie attività.

Secondo i principi di Frontis Governance ed ECGS, il Consiglio dovrebbe essere sempre composto in maggioranza da Consiglieri strettamente indipendenti dalla società, dal management, dagli azionisti rilevanti e da parti correlate a tali soggetti, indipendentemente dalle dimensioni della società e della struttura proprietaria.

Frontis Governance ed ECGS generalmente supportano la presenza di rappresentanti di azionisti rilevanti nel Consiglio di Amministrazione, ma nessun azionista dovrebbe poter esercitare un'influenza sul Consiglio superiore ai propri diritti di voto. In ogni caso, la maggioranza di Consiglieri dovrebbe essere strettamente indipendente anche quando i principali azionisti detengono oltre il 50% dei diritti di voto, allo scopo di controbilanciare il peso decisionale dell'azionista di controllo, a tutela di tutti gli azionisti e degli interessi di lungo periodo della società stessa.

La presenza di Amministratori esecutivi deve essere sempre valutata in base alle specificità della società e del settore di riferimento. In ogni caso, il numero di esecutivi dovrebbe sempre essere ampiamente inferiore alla maggioranza 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 finanziarie, oltre alle competenze specifiche del settore, 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.

In linea con la normativa italiana vigente, almeno un terzo dei componenti del Consiglio (di Amministrazione o di Sorveglianza) e del Collegio Sindacale dovrebbe appartenere al genere meno rappresentato.

2.4 Comitati interni

In linea con le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, Frontis Governance raccomanda l'istituzione di almeno un Comitato Controllo e Rischi, un Comitato Remunerazioni ed un Comitato Nomine.

Nelle imprese finanziarie sarebbe sempre auspicabile la separazione del Comitato Controllo e Rischi in due Comitati specifici.

Nelle società con azionisti di controllo (oltre il 50% dei diritti di voto), può essere valutata positivamente l'istituzione di un Comitato combinato per Nomine e Remunerazioni, mentre l'istituzione di un Comitato Nomine separato è valutata come assolutamente necessaria in emittenti

ad azionariato diffuso e laddove lo statuto consenta la presentazione di una lista di candidati al Consiglio di Amministrazione uscente.

Oltre ai propri compiti consultivi sulla composizione del Consiglio e la proposta di eventuali candidature alla carica di Consigliere, il Comitato Nomine (o l'eventuale Comitato combinato) dovrebbe essere responsabile della definizione ed implementazione dell'autovalutazione annuale del Consiglio. Nell'attività di autovalutazione il Comitato dovrebbe sempre usufruire di un esperto esterno indipendente, che non sia titolare di altri incarichi di consulenza a favore della società o di suoi esponenti. Le modalità di svolgimento dell'autovalutazione annuale ed i principali risultati dovrebbero essere dettagliatamente descritti nella Relazione annuale sulla Corporate Governance.

Tutti i Comitati raccomandati dovrebbero essere interamente 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 ed in maggioranza da esperti in materie finanziarie¹;
- ✓ il Comitato Remunerazioni ed il Comitato Nomine, così come un eventuale Comitato combinato, dovrebbero essere interamente composti da Consiglieri non esecutivi ed in maggioranza indipendenti;
- ✓ Frontis Governance ed ECGS raccomandano inoltre di limitare la presenza nel Comitato Remunerazioni di Consiglieri che ricoprono cariche esecutive in altre società quotate (non oltre un terzo dei componenti), che potrebbero essere in conflitto di interesse o comunque influenzati dalla propria posizione nella definizione delle politiche di remunerazione di società simili;
- ✓ il Presidente del Consiglio di Amministrazione non dovrebbe presiedere nessuno dei Comitati sopra riportati, che dovrebbero essere sempre presieduti da Consiglieri strettamente indipendenti.

L'analisi di Frontis Governance prende in considerazione anche l'operato dai vari Comitati interni, con particolare riguardo a decisioni che possono essere valutate come non adeguate. In particolare, oltre al numero di riunioni, la durata media e la presenza di ciascun componente, la Relazione Annuale sulla Corporate Governance dovrebbe riportare i principali argomenti discussi dal Comitato e l'eventuale presenza di esecutivi o rappresentanti del management a ciascuna riunione.

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

¹ Secondo le guidelines di Frontis Governance, un Consigliere è definito come "*financial expert*" se ha maturato una significativa esperienza in almeno uno dei seguenti ruoli: Amministratore Delegato, Direttore Generale, Responsabile Finanza, Tesoreria o Contabilità, Revisore, Commercialista, Senior Banker, Analista Finanziario, Investment Manager, Responsabile Prestiti in istituti finanziari, Professore di Finanza, Economia Aziendale o Diritto Commerciale.

2.5 Compensi dei Consiglieri non esecutivi e durata del mandato

La remunerazione dei Consiglieri non esecutivi è soggetta all'approvazione vincolante dell'assemblea ordinaria. La proposta è generalmente effettuata da azionisti rilevanti, contestualmente alla presentazione delle liste per il rinnovo degli organi societari. Ogni proposta dovrebbe essere tempestivamente e dettagliatamente comunicata, 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. Ogni modifica ai compensi precedentemente approvati dall'assemblea dovrebbe essere adeguatamente giustificata dal proponente. Modifiche significative non adeguatamente giustificate possono essere valutate negativamente.

La valutazione dei compensi è generalmente 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 dovrebbe essere retribuito dal compenso fisso. 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 degli interessi dei Consiglieri non esecutivi con quelli degli esecutivi, di cui devono monitorare l'operato secondo criteri di assoluta indipendenza.

Frontis Governance valuta favorevolmente la previsione di una quota non significativa di emolumenti corrisposta in forma azionaria, in quanto volta ad allineare gli interessi dei Consiglieri non esecutivi con quelli degli azionisti. Per lo stesso motivo, sono valutate positivamente eventuali previsioni che obblighino anche i Consiglieri non esecutivi ad investire in azioni dell'emittente una parte sostanziosa degli emolumenti percepiti. In ogni caso, dovrebbe essere previsto un periodo di indisponibilità delle azioni assegnate (*lock-up period*) pari almeno alla durata dell'incarico (minimo 3 anni). In assenza di un *lock-up period* la valutazione su compensi in forma azionaria è generalmente negativa, in quanto potrebbe avere una valenza speculativa di breve termine. In nessun caso l'attribuzione delle azioni dovrebbe essere legata a criteri di performance né a risultati aziendali, come ad esempio la distribuzione del dividendo o la presenza di utile netto.

I Consiglieri non esecutivi, incluso il Presidente, non dovrebbero mai essere titolari di benefici legati al pensionamento o alla risoluzione del rapporto.

Il compenso del Presidente non esecutivo non dovrebbe essere significativamente superiore alla media dei compensi degli altri Amministratori non esecutivi, e dovrebbe essere sempre inferiore alla remunerazione fissa attribuita a ciascun Consigliere esecutivo.

Secondo la legge italiana, il mandato di tutti gli organi societari di società quotate non può eccedere i 3 esercizi². Tale previsione legislativa è in linea con le guidelines generali di ECGS, per cui il mandato del Consiglio di Amministrazione non dovrebbe superare i 4 esercizi. La valutazione sulla durata del

² Art. 2383 del Codice Civile per il Consiglio di Amministrazione ed art. 2400 per il Collegio Sindacale, nelle società che adottano il modello monistico o il modello "tradizionale", art. 2409-*novies* per il Consiglio di Gestione ed art. 2409-*duodecies* per il Consiglio di Sorveglianza nelle società che adottano il sistema di governance duale.

mandato di società italiane è quindi generalmente positiva. Eventuali proposte volte a ridurre la durata del mandato dovrebbero essere adeguatamente giustificate dai proponenti.

2.6 Il Presidente del Consiglio di Amministrazione e del Consiglio di Sorveglianza

La figura del Presidente dovrebbe rappresentare sempre la massima garanzia per il corretto funzionamento del Consiglio, il cui operato non dovrebbe essere influenzato in alcun modo dal management e dagli interessi di singoli azionisti. Oltre che coordinare i lavori del Consiglio, il Presidente ha il compito di garantire il più corretto flusso informativo tra il management della società ed i Consiglieri non esecutivi.

Allo scopo di evitare ogni sorta di conflitto di interesse nello svolgimento del suo delicatissimo ruolo, il Presidente non dovrebbe mai ricoprire un ruolo esecutivo. Frontis Governance valuta positivamente la nomina di un Presidente in possesso dei più stringenti requisiti di indipendenza dalla società e dagli azionisti rilevanti. In linea con i principi del Codice di Autodisciplina, il Presidente perde la qualifica di indipendente successivamente alla nomina, in quanto esponente di rilievo della società.

In funzione di caratteristiche specifiche della società, in casi eccezionali, temporanei ed adeguatamente giustificati dal proponente, Frontis Governance può valutare favorevolmente anche la nomina di un Presidente esecutivo, ma la valutazione è sempre contraria al combinato ruolo di Amministratore Delegato e Presidente del Consiglio di Amministrazione.

Ogniqualevolta il Presidente sia titolare di incarichi esecutivi, o sia un rappresentante dell'azionista di riferimento della società, 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 degli 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 incarichi interni ed esterni eventualmente ricoperti dal LID.

2.7 Indipendenza dei Consiglieri

Così come evidenziato in precedenza, al paragrafo 2.3, almeno il 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 italiani³, 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 il Consiglio di Sorveglianza dovrebbero essere sempre in grado di monitorare l'operato della dirigenza secondo criteri di assoluta indipendenza, oltre che svolgere il proprio ruolo di supporto alle scelte strategiche nell'interesse generale della società nel lungo periodo. Ciononostante, anche una rappresentanza minoritaria di indipendenti può essere valutata favorevolmente, se lo richiedono le caratteristiche

³ Almeno un Consigliere indipendente, o 2 se il Consiglio è composto da più di 7 componenti, secondo la legge (art. 147-ter del D.lgs. 58/1998). Secondo il Codice di Autodisciplina, invece, i Consiglieri indipendenti devono rappresentare almeno un terzo del Consiglio nelle società di maggiore capitalizzazione (componenti l'indice FTSE MIB), e non meno di 2 nelle altre società quotate.

specifiche della società ed in casi eccezionali di carattere temporaneo, sempre che ne sia fornita adeguata giustificazione da parte dei proponenti o della società. In ogni caso, qualora il Presidente sia titolare di deleghe operative, o sia espressione diretta degli azionisti di riferimento o loro parti correlate, la quota minima del 50% di indipendenti è sempre 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) che sia terminato da meno di 5 anni. Un ex CEO, o un Consigliere che abbia trascorso la maggior parte della sua vita professionale (oltre 20 anni) all'interno della società o del gruppo, non sono mai considerati indipendenti, a meno che non siano intervenuti cambiamenti sostanziali nella struttura proprietaria del gruppo stesso dal momento in cui è cessato il precedente rapporto professionale.
- ✓ L'aver ricoperto cariche anche non esecutive o di controllo presso l'emittente, il gruppo di riferimento, società controllate o controllanti, per oltre 9 anni consecutivi negli ultimi 12. Il Consigliere non è considerato indipendente anche se ha ricoperto tali cariche in società precedentemente confluite nell'emittente (ad esempio, se la società XY è risultata dall'integrazione delle società X ed Y, il Consigliere che abbia ricoperto per oltre 9 anni una carica in una società qualsiasi tra X o Y non è considerato indipendente da Frontis Governance).
- ✓ 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 5 anni.
- ✓ 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.
- ✓ L'intrattenere, o l'aver intrattenuto negli ultimi 5 anni, rapporti economici o professionali con i soggetti che detengono una quota significativa del capitale dell'emittente o di società collegate.
- ✓ 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 trascorsi 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).
- ✓ Il percepire ulteriori compensi, oltre all'emolumento per la carica, da parte dell'emittente o di parti correlate, di importo tale da poter influire negativamente sull'indipendenza di giudizio del Consigliere. Generalmente, sono considerati eccessivi ulteriori compensi che superano di oltre il 50% quanto percepito annualmente per gli incarichi nel Consiglio dell'emittente.

- ✓ L'essere beneficiario di piani di stock options o altre forme di remunerazione condizionale predisposti dall'emittente, anche con riferimento a trattamenti pensionistici o altri benefit rilevanti.
- ✓ Intrattenere rapporti economici o professionali con Amministratori esecutivi della società, anche attraverso interessi o cariche congiunte in società terze (*cross directorships*).
- ✓ 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 incarichi governativi o in seno a partiti politici.
- ✓ Il ricoprire, o l'aver ricoperto negli ultimi 5 anni, incarichi di rilievo in organizzazioni no profit cui la società o suoi azionisti rilevanti contribuiscano economicamente, o da cui possano ricevere un supporto materiale.

Occorre sottolineare che qualsiasi analisi relativa alla governance di società quotate si basa sul mandato fiduciario degli azionisti. In questo senso, la definizione di indipendenza può venir meno ogniqualvolta lo status del Consigliere o specifiche azioni intraprese anche in realtà esterne possano sollevare preoccupazioni su eventuali interessi in comune con il management o con gli azionisti di maggioranza.

2.8 Numero di incarichi

Ciascun Consigliere dovrebbe garantire la massima dedizione al mandato ricevuto dagli azionisti, riservandosi 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 consiliari e dei Comitati), 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, per cui il Presidente non dovrebbe mai ricoprire un incarico esecutivo esterno.

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.

2.9 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 di competenza assembleare, 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.

2.10 Il Collegio Sindacale

Nelle società che adottano il cosiddetto "modello tradizionale" di governance, 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 Codice Civile, il Collegio si compone di tre o cinque membri, tutti strettamente indipendenti.

Il Collegio Sindacale è nominato, per un mandato di tre esercizi, attraverso il meccanismo del "voto di lista", secondo il quale almeno un Sindaco deve essere tratto da un'eventuale lista di minoranza, sottoscritta da azionisti che non siano collegati, neanche indirettamente, con gli azionisti che hanno sottoscritto o votato la lista che ha ottenuto più voti.

Il Presidente del Collegio Sindacale deve essere nominato dall'assemblea (art. 2398 del Codice Civile). 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 sia automaticamente nominato Presidente il candidato elencato al primo posto nella lista di minoranza che ha ottenuto più voti.

In virtù della delicata funzione di vigilanza, i requisiti di indipendenza assumono per i Sindaci una rilevanza assoluta. Proprio per garantire il più elevato livello di indipendenza nei controlli, il Codice Civile prevede dei requisiti minimi aggiuntivi per i Sindaci, in assenza dei quali non possono essere eletti o decadono dalla carica: (i) rapporti di lavoro, consulenza continuativa, prestazione d'opera retribuita o altri rapporti di natura patrimoniale con l'emittente, di società controllate, che

esercitano il controllo sull'emittente o che siano soggette a comune controllo, e (ii) rapporti di parentela o di affinità con Amministratori di tali soggetti.

Oltre ai requisiti elencati con riferimento al Consiglio di Amministrazione nel precedente paragrafo 2.7, che devono essere strettamente rispettati da tutti i candidati, nell'analizzare la nomina dei Sindaci Frontis Governance valuta con particolare attenzione:

- ✓ il numero di incarichi complessivamente ricoperti, inclusi gli incarichi in società non quotate, che non deve essere eccessivo per garantire il massimo impegno nella società;
- ✓ il numero di cariche ricoperte in società controllate e collegate;
- ✓ eventuali casi di frode, bancarotta o altri comportamenti lesivi degli azionisti in cui il candidato sia stato coinvolto nell'esercizio della carica di Sindaco o Amministratore in altre realtà.

2.11 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 2.5, tranne la previsione di compensi in forma azionaria, che devono essere sempre evitati 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.

3. Le remunerazioni degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche

Tutte le componenti della remunerazione dei membri di organi societari, con particolare riguardo agli Amministratori 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 che prevedono l'attribuzione di strumenti finanziari, o collegati al valore del titolo azionario, dovrebbero essere sempre sottoposti all'approvazione degli azionisti ed oggetto di uno specifico punto all'ordine del giorno, separato dalle politiche di remunerazione.

Secondo quanto previsto dall'art. 2389, terzo comma, del Codice Civile, la remunerazione corrisposta agli 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 annuale 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 annuale sulle remunerazioni dovrebbe essere pubblicata sufficientemente in anticipo rispetto alla data di prima convocazione assembleare (almeno 21 giorni prima) e 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 si è avvalso della consulenza di esperti esterni indipendenti, che non forniscano ulteriori servizi al top management aziendale. La Relazione dovrebbe sempre riportare il nome degli eventuali esperti esterni utilizzati e se e quali ulteriori servizi sono stati forniti ad altre strutture societarie.
- 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 compensi variabili, 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) La coerenza della struttura retributiva e dei criteri di performance con le strategie aziendali di lungo periodo.
 - iii) Il peso di ciascun criterio sull'incentivo finale e la quantificazione dei target predefiniti.
 - iv) Il periodo di riferimento per il raggiungimento dei target (*performance period*).
 - v) Il periodo di maturazione dei diritti (*vesting period*).
 - vi) 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.
 - vii) Eventuali clausole che consentano di modificare, successivamente alla loro definizione, l'importo o le condizioni di *vesting* degli incentivi.
 - viii) 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.
 - f) 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.
 - g) I risultati conseguiti nel breve e nel lungo termine che hanno determinato l'assegnazione dei compensi variabili nell'esercizio passato.

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

Le politiche di remunerazione dovrebbero essere sempre definite attraverso procedure che garantiscano la massima indipendenza dal top management della società, anche attraverso l'utilizzo di consulenti esterni indipendenti, che non siano in alcun modo collegati ad esponenti aziendali e non forniscano, o abbiano fornito nel recente passato, servizi di consulenza ad altre strutture societarie. Il Comitato per le Remunerazioni, sempre composto da Consiglieri in maggioranza indipendenti, incluso il Presidente, dovrebbe avere un ruolo determinante nella definizione delle politiche e nell'attribuzione dei compensi variabili. La presenza nel Comitato di esponenti esecutivi di altre società quotate dovrebbe essere limitata al massimo ad un terzo dei membri. Seppure tali soggetti possano spesso garantire elevate competenze in tema di remunerazioni in società di medio-grandi dimensioni, potrebbero essere influenzati dalla propria posizione nella definizione delle politiche di remunerazione di società simili. I Consiglieri esecutivi non dovrebbero partecipare alle riunioni del Comitato.

Le politiche dovrebbero essere sempre coerenti 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 qualitativi non misurabili o non adeguatamente dettagliati possono essere considerati alla stregua di incentivi discrezionali.

3.3 Compensi fissi

Le componenti fisse della remunerazione, derivanti sia dal rapporto lavorativo che dalla partecipazione al Consiglio di Amministrazione, sono valutate in riferimento alle dimensioni ed alla complessità gestionale dell'emittente e nel confronto con le medie del settore e del mercato.

Il compenso fisso non dovrebbe essere eccessivamente elevato in rapporto alle pratiche del settore ed ai livelli salariali medi del gruppo, ma possono essere valutati negativamente anche 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 in soggetti esterni (ad esempio, i principali azionisti), piuttosto che un mero risparmio per la società.

Qualsiasi modifica ai compensi fissi dovrebbe essere comunicata ed adeguatamente giustificata nella relazione annuale sulle remunerazioni.

3.4 Compensi variabili

La politica sulle remunerazioni dovrebbe riportare chiaramente i livelli di *vesting* delle componenti variabili in corrispondenza dei risultati minimi, target e massimi raggiungibili per ciascun criterio di performance adottato. Nel caso di strumenti finanziari, dovrebbe essere sempre riportato il *fair value* dei titoli attribuiti al momento dell'approvazione del piano, o il massimo numero di titoli attribuibili a ciascun beneficiario alla data di maturazione dell'incentivo (anche in aggregato per gli altri Dirigenti con responsabilità strategiche).

Nessun compenso variabile dovrebbe essere corrisposto in caso di mancato raggiungimento di livelli minimi di performance predefiniti e comunicati al mercato. Il livello minimo di ogni componente variabile, sia di breve che di lungo periodo, dovrebbe essere sempre pari a zero. In generale è valutata negativamente ogni previsione di un variabile minimo garantito, così come obiettivi di performance non sufficientemente sfidanti o peggiorativi rispetto alle medie riscontrate sul mercato.

La remunerazione variabile dovrebbe rappresentare il principale fattore di allineamento degli interessi degli Amministratori esecutivi con gli obiettivi strategici dell'emittente nel lungo periodo. I compensi variabili dovrebbero quindi rappresentare almeno il 50% della remunerazione massima

potenziale, ed almeno il 50% dei compensi variabili dovrebbe essere collegato ai risultati conseguiti in un arco temporale di almeno 3 esercizi. In particolare, l'analisi si concentra sul periodo di performance e non sulla durata del piano stesso o sulle tempistiche di *vesting* degli incentivi (ad esempio, un piano basato esclusivamente su risultati annuali viene sempre valutato come di breve periodo, anche se gli incentivi maturano in esercizi successivi al periodo di performance).

In linea di principio, i compensi variabili non dovrebbero superare il 300% dei compensi fissi ed i bonus annuali dovrebbero essere limitati al massimo al 150% del fisso. Possono essere valutati positivamente anche compensi variabili 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 la coerenza tra la struttura retributiva e le strategie aziendali sia chiaramente dimostrata.

Almeno il 50% dei compensi variabili, sia di breve che di lungo periodo, dovrebbe essere corrisposta sotto forma di azioni, *stock options* o strumenti simili. Per un maggiore allineamento degli interessi degli Amministratori esecutivi con quelli degli azionisti nel lungo periodo, tutte le azioni attribuite in esecuzione di piani di incentivazione (azioni gratuite o rivenienti dall'esercizio di *stock options*) dovrebbero essere soggette a periodi di indisponibilità di almeno 2 anni.

Quando il CEO è anche azionista di controllo, può essere valutata favorevolmente la sua esclusione dai piani di incentivazione, in quanto la forte partecipazione azionaria di per sé garantisce un adeguato allineamento di interessi con gli altri azionisti nel lungo periodo.

3.5 Bonus annuali

Una quota sostanziale del bonus annuale dovrebbe essere differita per un periodo di almeno 3 esercizi e soggetta ad ulteriori parametri di performance da realizzarsi nel lungo periodo. In particolare, il differimento è valutato come assolutamente necessario se il bonus annuale può rappresentare più del 50% dei compensi variabili. Se il bonus annuale è corrisposto in azioni, queste dovrebbero essere soggette ad un periodo di indisponibilità (*lock-up*) di almeno 2 anni.

Il bonus dovrebbe sempre essere collegato a parametri di performance predefiniti e dettagliatamente comunicati nella relazione sulle remunerazioni. I parametri di performance dovrebbero essere sempre misurabili. Parametri qualitativi possono essere valutati favorevolmente, a condizione che non abbiano un peso rilevante sull'intero bonus annuale e non vi sia il rischio di eccessiva discrezionalità da parte del Consiglio di Amministrazione. Se il bonus dipende anche da fattori qualitativi, particolare attenzione è rivolta alla composizione del Comitato Remunerazioni, soprattutto se non interamente composto da Consiglieri strettamente indipendenti secondo le guidelines di Frontis Governance. La previsione di parametri di performance misurabili collegati alla sostenibilità ambientale e/o sociale è sempre valutata positivamente.

La possibilità di attribuire bonus discrezionali o non chiaramente collegati a parametri di performance prestabiliti ("una tantum", bonus eccezionali in occasione di operazioni straordinarie, *entry bonus*, etc.) è generalmente valutata come fattore di forte negatività. Ciononostante, bonus straordinari possono essere valutati favorevolmente se di importo massimo predefinito, non significativo rispetto al totale dei compensi variabili attribuibili, e collegati ad eventi chiaramente indicati nella politica sulle remunerazioni (ad es., operazioni straordinarie in linea con il piano strategico).

3.6 Piani di incentivazione di lungo periodo

I piani di lungo periodo (*LTIP*) dovrebbero essere sempre collegati ai risultati conseguiti in un periodo di almeno 3 – 5 anni, in linea con il piano strategico della società. I parametri di performance devono essere chiari, misurabili ed in linea con le strategie aziendali. L'incentivo dovrebbe essere collegato ad obiettivi ambiziosi, ma sempre nel rispetto di un'attenta gestione del rischio.

Tutti i criteri di performance dovrebbero essere dettagliatamente descritti e quantificati nella relazione sulle remunerazioni, con l'indicazione anche del peso di ciascun criterio nella determinazione dell'incentivo finale. La valutazione è generalmente negativa se i criteri di performance non sono quantificati o se l'incentivo può maturare anche in presenza di risultati al di sotto delle medie di mercato (in caso di parametri relativi) o peggiorativi rispetto alla situazione attuale (in caso di parametri assoluti).

Il mero apprezzamento del titolo azionario sul mercato non è considerato come parametro di performance. Per questo motivo sono generalmente valutati negativamente piani di *stock options* che non siano collegati ad alcun parametro di performance prestabilito. Parimenti, è valutata negativamente l'attribuzione di incentivi legati alla mera permanenza in carica, come i cosiddetti *retention incentive plans*.

La relazione sulle remunerazioni dovrebbe sempre indicare il livello massimo di *vesting* raggiungibile da ciascun piano. Una parte significativa degli incentivi di lungo periodo dovrebbe essere corrisposta sotto forma di strumenti finanziari quali azioni o *stock options*. Le *performance shares* e le azioni rivenienti dall'esercizio di *stock options* dovrebbero essere soggette ad un periodo di indisponibilità (*lock-up period*) di almeno 2 anni. Deve essere chiaramente indicato il prezzo di esercizio delle opzioni (*strike price*), o almeno la relativa metodologia di calcolo al momento dell'assegnazione. Nessuno sconto dovrebbe essere applicato allo *strike price* rispetto ai valori di mercato dell'azione al momento dell'assegnazione.

È generalmente valutata positivamente la previsione di cosiddette *phantom shares* (o *phantom stock options*): invece delle azioni, il beneficiario riceve 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 soggette ad 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.

Sono generalmente valutate negativamente eventuali proposte assembleari volte a modificare le condizioni del piano prima della scadenza, così come proposte di approvazione di nuovi piani di incentivazione, in sostituzione di quelli in corso, con le stesse caratteristiche ma condizioni di performance meno sfidanti, indipendentemente da eventuali cause esogene che abbiano reso più

difficile il raggiungimento degli obiettivi predefiniti. Parimenti, 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.

3.7 Clausole di claw-back e malus conditions

Tutti i piani di incentivazione, sia di breve che di lungo periodo, dovrebbero prevedere dei meccanismi di correzione che consentano la riduzione, l'annullamento o la restituzione del compenso variabile maturato, se i compensi variabili sono stati assegnati sulla base di dati erronei, se i risultati sono stati raggiunti in seguito a comportamenti fraudolenti, eccessivamente rischiosi o in violazione di norme e regolamenti, o se i risultati conseguiti non sono sostenibili nel lungo periodo.

I meccanismi che consentono alla società di recuperare, in tutto o in parte, gli incentivi corrisposti, sono generalmente chiamati clausole di *claw-back*. Tutti i piani di incentivazione, indipendentemente dalla natura (monetari o azionari) e durata (annuali o di lungo termine) dovrebbero includere tali clausole, che dovrebbero attivarsi non solo in caso di dati manifestamente errati (così come previsto dal Criterio 6.C.1 del Codice di Autodisciplina), ma anche in caso di violazioni di norme e regolamenti, di comportamenti fraudolenti e di significativo deterioramento economico-finanziario e patrimoniale nel lungo periodo. Sono generalmente valutate negativamente le clausole di *claw-back* che prevedono un limite temporale alla propria applicazione inferiore ai 5 anni.

Se sono previsti meccanismi di differimento nel pagamento del compenso variabile, la componente differita dovrebbe sempre essere soggetta ad ulteriori parametri di performance (clausole *malus*), in modo da allineare ulteriormente il compenso variabile alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

3.8 Previsioni contrattuali, indennità di fine rapporto e clausole di non concorrenza

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.

In linea di principio, è valutata negativamente ogni previsione contrattuale che porti l'indennità di fine rapporto (*severance*) ad eccedere l'equivalente di un'annualità di remunerazione monetaria complessiva (compenso fisso più la media dei bonus corrisposti negli ultimi esercizi) o, se di importo inferiore, l'equivalente di 2 annualità di compenso fisso. In ogni caso, la valutazione si basa sempre sulla trasparenza nel compenso massimo che può essere corrisposto e sul suo ammontare assoluto, che non dovrebbe essere di importo tale da rappresentare un vero e proprio *golden parachute*. È generalmente valutata positivamente ogni clausola che colleghi l'importo dei *severance payments* ai risultati, così come il pagamento di una quota rilevante dei *severance* in azioni soggette ad un ulteriore periodo di indisponibilità, allo scopo di collegare anche tali compensi alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

Un'altra pratica molto comune nel mercato italiano è quella di combinare le cariche di Amministratore Delegato e Direttore Generale, che garantisce al massimo dirigente (CEO) tutte le

tutele previste dalla 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 degli altri dirigenti della società. 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 un anno di remunerazione totale o due annualità di compenso fisso.

Nella valutazione delle politiche in tema di *severance payments* sono prese in considerazione anche le indennità eventualmente corrisposte negli ultimi esercizi ad Amministratori Delegati o Dirigenti con responsabilità strategiche, al fine di verificarne l'effettiva applicazione.

Nella valutazione dei compensi in caso di cessazione della carica sono inclusi anche eventuali patti di non concorrenza. I patti di non concorrenza dovrebbero essere sempre definiti in anticipo e dettagliatamente comunicati nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni. L'obbligo di non concorrenza dovrebbe coprire un periodo di almeno 2 anni dalla cessazione della carica ed il corrispettivo da erogare a fronte di tale obbligo dovrebbe basarsi esclusivamente sui compensi fissi.

3.9 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 del compenso fisso ricevuto in 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 anche gli interessi dei Consiglieri non esecutivi sarebbero maggiormente allineati a quelli degli azionisti nel lungo periodo, senza però legarli eccessivamente 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). Il piano 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. Nessuno sconto dovrebbe invece essere ammesso se i dipendenti detengono oltre il 10% del capitale o se non è previsto un periodo di indisponibilità di 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.

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

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. Il Comitato per il Controllo Interno (nei sistemi di governance "monistico" e "duale") ed il Collegio Sindacale (nel sistema "tradizionale") dovrebbero sempre rivestire un ruolo di primaria responsabilità nella scelta della società di revisione da sottoporre alla nomina assembleare, così come in ogni proposta relativa ai compensi ed all'eventuale sostituzione del revisore prima della scadenza del mandato.

Secondo la legislazione italiana, il mandato del revisore esterno non può eccedere i 9 esercizi e non può essere rinnovato, né nuovamente conferito, se non sono passati almeno 3 esercizi dalla scadenza del precedente incarico⁴. Tale previsione normativa, più rigida rispetto a quanto previsto dai regolamenti europei⁵ che limitano la durata dell'incarico a 10 esercizi, o 20 se la nomina si svolge attraverso una gara d'appalto, è ampiamente in linea anche con le guidelines di ECGS, che raccomandano un limite massimo di 15 esercizi per garantire la stretta indipendenza del revisore esterno.

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 di 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 e che siano dettagliatamente descritti nel Bilancio.
- ✓ Eventuali legami, personali ed economici, con l'emittente e/o il top management: preoccupazioni possono sorgere se un componente degli organi di amministrazione e controllo sia stato titolare di incarichi presso il revisore negli ultimi 5 anni, o se nello stesso arco di tempo il responsabile della revisione abbia ricoperto incarichi esecutivi presso l'emittente, società controllate o collegate.
- ✓ 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.

⁴ Art. 17 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010 n. 39.

⁵ Regolamento UE n. 537/2014.

Secondo le guidelines di Frontis Governance, la società incaricata della revisione annuale dei conti non dovrebbe fornire ulteriori servizi di consulenza al management dell'emittente o di società controllate, né svolgere attività di revisione indipendente per conto degli azionisti della stessa società o gruppo di controllo. Interessi commerciali non legati alla mera revisione dei conti possono costituire un reale o potenziale conflitto di interessi, con il rischio di compromettere le capacità dei revisori nel confrontarsi con il management in situazioni di particolare delicatezza.

Tutti i servizi prestati dal revisore esterno all'emittente ed al gruppo di riferimento, anche quelli diversi dalla revisione ed attestazione, dovrebbero essere dettagliatamente descritti nel Bilancio, in modo da consentire agli azionisti un'adeguata valutazione dei compensi corrisposti e di eventuali fattori che potrebbero compromettere l'indipendenza del revisore.

Nel caso in cui sia proposta all'assemblea un'integrazione dei compensi stabiliti al momento dell'assegnazione dell'incarico, il Collegio Sindacale (o il Comitato per il Controllo nei sistemi di governance diversi dal "tradizionale") dovrebbe sempre predisporre una relazione riportante una dettagliata giustificazione della proposta, con tutti i dettagli relativi alla struttura dei compensi aggiuntivi ed alle attività addizionali cui è legata l'integrazione.

Anche se non è una pratica diffusa nel mercato italiano, sarebbe opportuno indicare il peso sul fatturato annuale della società di revisione dei compensi ricevuti dal gruppo di riferimento dell'emittente, in linea con le best practices riconosciute a livello internazionale. Al fine di assicurarne la più stretta indipendenza, il totale dei compensi ricevuti dall'emittente e dal gruppo di riferimento non dovrebbero superare il 10% del fatturato annuale del revisore esterno.

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.

Al di là dei principi esposti di seguito, 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. Le medesime guidelines si applicano anche alle proposte relative a 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 ed il totale delle nuove azioni non dovrebbe comportare un'eccessiva diluizione dei diritti degli azionisti esistenti. In linea generale, sarebbe preferibile limitare a 2 anni la validità dell'autorizzazione ad aumentare il capitale, ma possono essere valutate positivamente anche autorizzazioni fino a 5 anni, se la proposta è accompagnata da un'adeguata giustificazione da parte del Consiglio di Amministrazione ed il più lungo periodo è in linea con la strategia di lungo periodo della società.

In caso di autorizzazioni generiche, l'aumento di capitale non dovrebbe superare il 50% delle azioni già emesse, per non diluire eccessivamente i diritti degli azionisti che decidessero di non esercitare le proprie opzioni. 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 da emettere 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

Frontis Governance ed i partner di ECGS considerano l'offerta in opzione delle nuove azioni come fondamento della protezione degli azionisti contro un'indebita diluizione dei loro diritti. Ogni emissione di nuove azioni con limitazione o esclusione del diritto di opzione dovrebbe essere sempre sottoposta all'approvazione dell'assemblea come specifico punto all'ordine del giorno.

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.

Deleghe generiche ad aumentare il capitale, in cui non siano specificati i beneficiari e/o i progetti sottostanti, non dovrebbero superare in aggregato il 5% del capitale emesso (esclusi eventuali piani

azionari per i dipendenti). Tale limite è aumentato al 10% se l'autorizzazione è richiesta per non oltre 3 anni e le motivazioni dell'aumento di capitale sono chiaramente dettagliate ed in linea con le strategie di lungo termine della società. Ogni possibilità di garantire uno sconto sul prezzo di mercato dell'azione può rappresentare un fattore di negatività, a meno che non sia giustificato dalla natura degli specifici progetti per cui è richiesta l'autorizzazione ad aumentare il capitale.

Il collocamento di un ingente quantitativo di azioni proprie senza diritto di opzione può essere valutato alla stregua di un aumento di capitale.

Per le società che derogano dalla *passivity rule*, ovvero i cui organi di gestione possono intraprendere iniziative volte ad ostacolare un'offerta pubblica di acquisto o di scambio senza preventiva autorizzazione assembleare (attraverso meccanismi di *anti-takeover*)⁶, autorizzazioni generiche ad aumentare il capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione sono valutate negativamente indipendentemente dall'ammontare, a meno che non siano ampiamente giustificate dall'interesse di lungo periodo della società.

5.3 Emissione di azioni privilegiate o di risparmio

La creazione di classi di azioni che attribuiscono differenti diritti patrimoniali (dividendo) e/o amministrativi (voto) è generalmente valutata negativamente.

Se già emesse, 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 (meccanismo di *anti-takeover*) 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 può rientrare anche l'emissione di classi speciali di azioni o di cosiddette *poison pills*, quali l'attribuzione gratuita di warrants agli azionisti quando la società è oggetto di un'offerta.

⁶ Tale deroga è consentita dal comma 1-ter dell'Art. 104 del TUF.

6. Azioni proprie

Le operazioni su azioni proprie possono 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 qualsiasi richiesta di autorizzazione ad acquistare azioni proprie sia sempre accompagnata da un'adeguata giustificazione da parte dell'organo di gestione, che dimostri come tale utilizzo delle risorse aziendali sia preferibile ad investimenti, acquisizioni, maggiori dividendi o altri mezzi per creare o redistribuire valore agli azionisti. La società dovrebbe inoltre dotarsi di una strategia di lungo termine sulla gestione del capitale, adeguatamente comunicata al mercato, che giustifichi una combinazione di aumenti di capitale ed acquisti di azioni proprie.

6.1 Autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie

La proposta di autorizzazione ad acquistare e disporre di azioni proprie 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 chiaramente 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 l'acquisto di azioni proprie è proposto in sostituzione della distribuzione di dividendi, se la società non è in grado di distribuire dividendi o se la posizione finanziaria netta supera di oltre 1,5 volte il patrimonio netto (tale ultimo principio non si applica al settore finanziario).

La richiesta di autorizzazione dovrebbe sempre indicare l'ammontare massimo di azioni proprie, le modalità ed i prezzi massimi e minimi a cui le azioni possono essere acquistate o cedute dalla società. È generalmente valutata negativamente l'autorizzazione ad acquistare o a detenere azioni proprie pari ad oltre il 10% del capitale ordinario, a meno che non sia ampiamente giustificata dagli interessi di lungo periodo della società. Il prezzo massimo di acquisto non dovrebbe superare di oltre il 10% il valore di mercato. Nella valutazione, Frontis Governance prende in considerazione anche la possibilità di utilizzare strumenti derivati, che dovrebbero essere fortemente limitati.

Secondo la legislazione italiana, qualsiasi autorizzazione ad acquistare azioni proprie non può avere una durata superiore a 18 mesi⁷, in linea con le guidelines adottate da ECGS per i mercati europei.

Dato che l'acquisto e disposizione di azioni proprie potrebbe essere utilizzato come meccanismo *anti-takeover*, la valutazione è generalmente negativa nelle società che si sono avvalse della facoltà deroga alla *passivity rule* (ex Art. 104 del TUF), indipendentemente dall'ammontare complessivo, se i possibili utilizzi delle azioni proprie non sono dettagliatamente descritti nella proposta e la richiesta non è ampiamente giustificata dall'interesse della società e dei suoi azionisti di lungo periodo.

⁷ Art. 2357 del Codice Civile

6.2 Riduzione del capitale attraverso acquisto e cancellazione di azioni proprie

Il capitale sociale può essere ridotto attraverso una riduzione del valore nominale, che si realizza con una riduzione della parità contabile delle azioni se queste non hanno indicazione del valore nominale, o la cancellazione di azioni proprie. La valutazione di proposte di riduzione del capitale deve sempre basarsi sulla situazione finanziaria e patrimoniale dell'emittente.

In linea di principio, la riduzione del valore nominale non ha un impatto negativo sui diritti degli azionisti ed è generalmente valutata favorevolmente, sempre che sia supportata da un'adeguata giustificazione da parte dell'organo di gestione.

La cancellazione di azioni proprie può essere valutata negativamente nei seguenti casi:

- ✓ 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%).

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 assembleare. 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 delle proposte di modifica statutaria deve essere sempre effettuata caso per caso, prestando particolare attenzione a potenziali rischi 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 dell'investimento, disincentivando la visione di lungo periodo che è propria di quegli investitori istituzionali che partecipano attivamente alla vita societaria per adempiere al proprio mandato fiduciario, in particolare società di gestione del risparmio e fondi pensione.

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. Per ottenere il voto maggiorato, gli azionisti devono registrare le proprie azioni ordinarie in un elenco speciale e mantenerle 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.

La possibilità di attribuire un voto maggiorato non solo causa di per sé una netta spaccatura tra rischio economico e diritto amministrativo, ma rischia di avere come unico risultato l'ulteriore

rafforzamento del potere degli azionisti di maggioranza, peraltro in un mercato ancora caratterizzato da una forte concentrazione azionaria. Inoltre, la deviazione dal principio “un’azione – un voto” rischia di disincentivare gli investimenti da parte dei grandi gestori esteri, che possono non trovare alcun beneficio nell’ottenere un diritto di voto aggiuntivo a fronte di un aumento del rischio dell’investimento derivante dal blocco delle azioni e dal rafforzamento del potere decisionale in pochi soggetti.

La previsione dell’iscrizione in un elenco speciale rischia poi 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, e gli azionisti di maggioranza relativa, che potrebbero guadagnare il controllo dell’assemblea 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.

Le valutazioni di Frontis Governance sono quindi fortemente contrarie 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 valutazione è sempre 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 practices* 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. Operazioni con Parti Correlate

Le analisi di benchmarking ed i CG Rating Report di Frontis Governance includono anche una sezione dedicata alle operazioni con parti correlate, che assumono una rilevanza particolare in un mercato a forte concentrazione azionaria e storicamente caratterizzato da accordi tra azionisti come quello italiano. Tale rilevanza è stata sentita anche dai regolatori e dalle autorità di controllo, che hanno emanato specifici regolamenti e disposizioni di vigilanza. In particolare, il Regolamento Consob n. 17221 del 2010 impone a tutte le società quotate l'adozione di "procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate"⁸.

Tutti gli emittenti italiani devono quindi dotarsi di un regolamento che definisca quali soggetti sono considerati parte correlata, quali operazioni sono considerate di maggiore o minore rilevanza e quali procedure devono essere seguite per approvare tali operazioni. Un Comitato composto esclusivamente da Amministratori indipendenti (generalmente il Comitato Controllo e Rischi o uno specifico Comitato per le Operazioni con Parti Correlate) deve esprimere un parere motivato su tutte le operazioni con parti correlate di maggiore o minore rilevanza (sono escluse le operazioni di importo esiguo). Se il Comitato esprime un parere negativo ad un'operazione di maggiore rilevanza, tale operazione deve essere sottoposta all'approvazione assembleare e non può essere realizzata se la maggioranza degli azionisti non correlati esprime un voto negativo (cosiddetto meccanismo di *whitewash*).

Per quanto riguarda le banche, le operazioni con parti correlate sono oggetto di ulteriori disposizioni emesse da Banca d'Italia⁹, che stabiliscono dei limiti prudenziali alle attività di rischio assunte nei confronti di soggetti collegati, con particolare riferimento a decisioni di finanziamento che possano esporre l'istituto finanziario a "rischi non adeguatamente misurati o presidiati". Le disposizioni di Banca d'Italia definiscono poi ulteriori procedure deliberative sulle operazioni con parti correlate, in aggiunta a quanto previsto dal Regolamento Consob.

Le analisi di Frontis Governance prendono in particolare considerazione:

- ✓ i criteri utilizzati dall'emittente per la definizione di parte correlata;
- ✓ la definizione del livello di significatività delle operazioni di maggiore e minore rilevanza, in rapporto al capitale sociale, la capitalizzazione di mercato ed il totale dell'attivo della società;
- ✓ il livello di trasparenza sulle operazioni con parti correlate, anche di minore rilevanza, ovvero in che modo e con quale livello di dettaglio tali operazioni sono comunicate al mercato;
- ✓ eventuali situazioni che possono compromettere la stretta indipendenza dei componenti del Comitato preposto;
- ✓ l'impatto delle operazioni con parti correlate effettuate nell'ultimo esercizio sul totale dell'attivo e dei ricavi della società.

⁸ Art. 4 del Regolamento Consob 17221/2010

⁹ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006

10. 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, di società controllate o di dirigenti.

Le analisi di Frontis Governance pongono particolare attenzione alle pratiche anti-corruzione adottate dall'emittente, che sono oggetto di una specifica sezione del CG Rating Report. I principali fattori di analisi riguardano:

- ✓ eventuali casi di corruzione, anche presunta, in cui è coinvolto l'emittente, esponenti di rilievo o società controllate;
- ✓ l'adozione di specifiche guidelines anti-corruzione;
- ✓ le procedure interne, con particolare riferimento all'istituzione di unità dedicate, canali confidenziali per la segnalazione di violazioni ed il divieto di ogni forma di ritorsione nei confronti di chi ha segnalato sospette violazioni;
- ✓ l'organizzazione di sessioni di formazione specifiche sulla lotta alla corruzione;
- ✓ la reportistica sulle segnalazioni ricevute ed i casi accertati;
- ✓ il livello di trasparenza sulle partecipazioni detenute, con particolare riferimento alle partecipazioni non significative (meno del 20% del capitale);
- ✓ il livello di dettaglio nella reportistica *country-by-country*, ovvero se sono riportati i principali dati di bilancio delle partecipate estere, con particolare riferimento alle imposte pagate, i ricavi totali, l'utile operativo, l'utile netto, gli assets ed i dipendenti.

11. Delibere proposte dagli azionisti

La possibilità per gli azionisti di minoranza di integrare l'ordine del giorno e di presentare proposte assembleari rappresenta una parte integrante del processo di governo societario. In particolare, tale possibilità consente agli azionisti di intraprendere iniziative su temi in cui i Consiglieri possono trovarsi in conflitto di interesse o su cui l'organo di gestione non intende pronunciarsi.

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 practices* in tema di corporate governance;
- ✓ la coerenza con gli interessi di lungo periodo della società e della maggioranza dei suoi *stakeholders*.



POLITICHE DI VOTO 2016

1. Approvazione del Bilancio e destinazione del risultato

1.1 Bilancio d'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. Per tale motivo è di fondamentale importanza che la destinazione del risultato di esercizio e la distribuzione di dividendi siano proposte in uno specifico punto all'ordine del giorno, separato dall'approvazione del Bilancio.

La raccomandazione di voto è generalmente **FAVOREVOLE** alla proposta del Consiglio di Amministrazione. Ciononostante, Frontis Governance può raccomandare un voto **CONTRARIO** se si verifica una o più delle seguenti condizioni:

- a) Il Bilancio e/o altri documenti rilevanti (ad esempio, la Relazione Annuale sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari) non sono resi pubblici almeno 21 giorni prima della prima convocazione assembleare.
- b) Sussistono ragionevoli dubbi sulla correttezza delle informazioni riportate in Bilancio o su gravi inadempienze da parte del top management.
- c) Il revisore esterno ha espresso riserve o giudizi negativi nella certificazione del Bilancio, o serie e giustificate preoccupazioni possono sorgere riguardo al processo di revisione.
- d) La società ha omesso la pubblicazione di informazioni rilevanti sulla corporate governance o si è discostata in maniera significativa dalle raccomandazioni dei Codici di riferimento senza riportare un'adeguata giustificazione.
- e) L'approvazione del Bilancio e la destinazione del risultato sono proposte in un unico punto all'ordine del giorno (*bundled resolution*) e sussistono gravi preoccupazioni sulla proposta di destinazione del risultato.

1.2 Destinazione del risultato

Nell'analizzare la proposta di destinazione del risultato di esercizio, Frontis Governance valuta sia la remunerazione degli azionisti, anche nel confronto con realtà simili, sia la coerenza della proposta con la situazione finanziaria e patrimoniale dell'emittente. In ogni caso, ciascuna proposta è valutata **CASO PER CASO**, con riferimento alle specificità dell'emittente e del settore di attività.

Distribuzione di dividendo monetario

La raccomandazione di voto è generalmente **FAVOREVOLE** alla proposta del Consiglio di Amministrazione o del Consiglio di Sorveglianza. Tuttavia, Frontis Governance può raccomandare un voto **CONTRARIO** se si verifica una o più delle seguenti condizioni e la proposta non è supportata da un'adeguata giustificazione da parte degli organi societari:

- a) Il dividendo non è interamente coperto dall'utile netto consolidato o dal *free cash flow*, e possono sorgere preoccupazioni sulla stabilità finanziaria e patrimoniale dell'emittente.
- b) La proposta si discosta significativamente dalle medie del settore e dalle pratiche del mercato di riferimento.

- c) La politica sui dividendi è stata modificata in maniera significativa senza adeguate giustificazioni da parte degli organi societari o tali modifiche sono giudicate da Frontis Governance non in linea con gli interessi di lungo periodo degli azionisti.

Distribuzione di dividendo in forma azionaria (*scrip dividend*)

La raccomandazione su proposte di distribuzione di dividendi in forma azionaria è generalmente **FAVOREVOLE**, in particolare se volta a rafforzare la struttura patrimoniale della società. Ciononostante, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** nei seguenti casi:

- a) La società è in grado di distribuire dividendi *cash* ed il ricorso allo *scrip dividend* non è adeguatamente giustificato dal Consiglio di Amministrazione.
- b) Se l'azionista può optare tra la distribuzione del dividendo, in tutto o in parte, in forma azionaria, e l'ammontare massimo di dividendi *cash* è considerato eccessivo rispetto alla situazione finanziaria e patrimoniale della società.
- c) Se la distribuzione è realizzata attraverso un aumento di capitale e l'ammontare massimo di nuove azioni supera il 2% del totale delle azioni emesse.

2. Nomina degli Organi Societari

2.1 Voto di lista

Secondo la legislazione italiana, gli organi societari devono essere nominati per un mandato non superiore ai tre esercizi. Salvo sporadici casi in cui lo Statuto prevede elezioni scaglionate¹⁰, il mandato di tutti i componenti dell'organo societario, anche dei membri nominati successivamente, scade contemporaneamente. Il rinnovo dell'intero organo societario deve sempre avvenire attraverso il meccanismo del "voto di lista", in base al quale gli azionisti non possono esprimersi sui singoli componenti del Consiglio o del Collegio Sindacale, ma possono esclusivamente votare a favore di una lista di candidati o votare contrario a tutte le liste.

Come previsto dalla normativa vigente, le liste di candidati devono essere messe a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima della convocazione assembleare. La raccomandazione di voto è generalmente **CONTRARIA** (o **NON VOTARE** se sono presentate più liste di candidati) se i curricula dettagliati dei candidati non sono comunicati sufficientemente in anticipo rispetto alla data di prima convocazione assembleare, a meno che i soci che sottoscrivono le liste, o l'emittente stesso, non si adoperino per rendere pubbliche le identità e caratteristiche di ciascun candidato in tempo utile per consentirne un'accurata analisi.

Nel caso sia presentata più di una lista di candidati, la raccomandazione è **FAVOREVOLE alla lista** che, nel suo complesso, possa contribuire ad allineare la composizione dell'organo societario con i principi di Frontis Governance¹¹, con particolare riferimento a:

- ✓ Presenza di almeno il 50% di Consiglieri strettamente indipendenti secondo la definizione di Frontis Governance.
- ✓ Adeguato bilanciamento di Amministratori esecutivi e non-esecutivi.
- ✓ Sufficiente rappresentazione di professionalità che consentano al Consiglio di supportare il management nella definizione delle strategie ed allo stesso tempo di controllarne l'operato.
- ✓ Diversità in tema di genere, di provenienza geografica e di esperienze/competenze, tenuto conto delle necessità specifiche dell'emittente e delle caratteristiche del settore di riferimento.
- ✓ Numero e tipologia di impegni esterni di ciascun candidato (non si applica agli Amministratori esecutivi).
- ✓ Rischio di potenziali conflitti di interesse che potrebbero sorgere tra l'attività principale dei candidati e quella dell'emittente (ad esempio, se il candidato svolge attività di consulenza per società operanti nello stesso settore dell'emittente).
- ✓ 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 di ciascun candidato in eventuali cariche esecutive presso altre realtà.

¹⁰ Ad esempio, lo Statuto di alcune banche prevede che un terzo del Consiglio di Amministrazione sia rinnovato ogni anno.

¹¹ Per un maggiore dettaglio si veda il Capitolo 2 dei Principi di Corporate Governance "Organi Societari".

La raccomandazione può essere **CONTRARIA a tutte le liste** nel caso in cui dall'elezione dei candidati proposti non possano essere garantiti i requisiti minimi richiesti da Frontis Governance per la composizione del Consiglio o del Collegio Sindacale.

La raccomandazione può essere **CONTRARIA a tutte le liste** anche se sorgono seri fattori di preoccupazione sul processo di selezione dei candidati, con particolare riguardo all'effettiva indipendenza nella scelta dei candidati da parte degli azionisti che hanno presentato le liste cosiddette di minoranza, e l'effettiva assenza di collegamenti tra questi ultimi ed i principali azionisti della società.

Nel caso in cui sia proposta la rielezione di Consiglieri non esecutivi, l'analisi prende in considerazione anche quanto realizzato dal candidato nel corso dei precedenti mandati presso l'emittente, con particolare riferimento al lavoro svolto all'interno dei Comitati. Ad esempio, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** alla rielezione di candidati che non hanno partecipato a più del 75% delle riunioni consiliari o dei singoli Comitati, così come alla rielezione dei membri del Comitato Remunerazioni se sorgono serie preoccupazioni sulle politiche e pratiche di remunerazione.

2.2 Dimensione del Consiglio, compensi e durata del mandato dei componenti non esecutivi

Alcuni emittenti italiani tendono ancora ad includere in un unico punto all'ordine del giorno le risoluzioni sul numero dei componenti dell'organo societario, il relativo compenso e la durata del mandato. Tale pratica impedisce di fatto il diritto di voto per la quasi totalità degli azionisti di minoranza che votano per delega. In tali casi la raccomandazione è **FAVOREVOLE** se le relative proposte sono comunicate con sufficiente anticipo e sono in linea con i principi di Frontis Governance. La raccomandazione può però essere **CONTRARIA** a tutte le proposte incluse nell'unico punto all'ordine del giorno se sorgono gravi e fondate preoccupazioni sulle dimensioni del Consiglio o sui compensi dei componenti non esecutivi. La raccomandazione contraria può anche riguardare la nomina dei Consiglieri, nel caso in cui sia presentata un'unica lista di candidati e non è consentito il voto separato su dimensionamento e compensi del Consiglio.

Le proposte relative al numero ed ai compensi dei Consiglieri sono generalmente presentate da azionisti rilevanti. Anche in questo caso, tutte le proposte dovrebbero essere comunicate con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima convocazione assembleare (almeno 21 giorni prima). La raccomandazione è generalmente **CONTRARIA** se nessuna proposta è stata comunicata nei tempi previsti, indipendentemente da un eventuale parere (non proposta) espresso dal Consiglio uscente.

Numero di Consiglieri

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE**, ma Frontis Governance può raccomandare un voto **CONTRARIO** se il Consiglio è giudicato sovra o sotto-dimensionato in rapporto alle dimensioni dell'emittente o le pratiche del settore e del mercato.

In linea di principio, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** a Consigli con meno di 7 o più di 15 componenti, ma la valutazione deve essere sempre effettuata **CASO PER CASO**, tenendo presente le specificità dell'emittente e le motivazioni del proponente.

Compensi dei Consiglieri non esecutivi

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** a proposte comunicate al mercato con sufficiente anticipo. Tuttavia, una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa se si verificano una o più delle seguenti condizioni e la proposta non è accompagnata da un'adeguata giustificazione da parte del proponente:

- a) È proposta una modifica rilevante dei compensi precedentemente approvati dall'assemblea.
- b) I compensi proposti eccedono significativamente le medie del settore e le pratiche del mercato.
- c) I Consiglieri non esecutivi non ricevono alcun compenso fisso, o tale compenso è giudicato eccessivamente basso, tanto da rappresentare un rischio di prevalenza degli interessi del Consigliere in soggetti esterni collegati; in ogni caso, il compenso fisso deve sempre essere adeguato a retribuire un impegno costante da parte di tutti i Consiglieri.
- d) I Consiglieri non esecutivi possono ricevere componenti variabili della remunerazione legate a parametri di performance (inclusi compensi legati a utili distribuibili o dividendi).
- e) I Consiglieri non esecutivi possono ricevere stock options.
- f) I Consiglieri non esecutivi, incluso il Presidente, possono essere titolari di benefici legati al pensionamento o al termine del mandato, sia in caso di termine naturale che anticipato.
- g) Il compenso del Presidente non esecutivo eccede in misura significativa la media degli emolumenti corrisposti agli altri Consiglieri non esecutivi.
- h) Il compenso dei Consiglieri non esecutivi, incluso il Presidente, è di importo prossimo o superiore a quello di un Consigliere esecutivo.
- i) I Consiglieri non esecutivi (o alcuni di essi) ricevono ulteriori compensi da società controllate o collegate che possono pregiudicarne l'indipendenza di giudizio sulla gestione del gruppo.

In linea generale, Frontis Governance si oppone alla previsione di gettoni di presenza per la partecipazione alle riunioni del Consiglio. I gettoni di presenza alle riunioni dei Comitati sono invece considerati favorevolmente se non è già previsto un compenso fisso aggiuntivo per i relativi membri.

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** alla previsione di una quota non significativa di emolumenti corrisposta in forma azionaria, in quanto volta ad allineare gli interessi dei Consiglieri non esecutivi con quelli gli azionisti nel lungo periodo. Ciononostante, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** se la componente azionaria è giudicata eccessiva o se le azioni assegnate non sono soggette ad un periodo di indisponibilità di almeno 3 anni.

Durata del mandato

La raccomandazione è sempre **FAVOREVOLE** a proposte in linea con la durata massima di 3 esercizi stabilita dalla legge italiana. Eventuali proposte volte a ridurre la durata del mandato sono valutate **CASO PER CASO** e dovrebbero essere sempre adeguatamente giustificate dai proponenti.

2.3 Nomina del Presidente

Nel caso in cui la nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza sia rimessa all'assemblea, la raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** se il Presidente non ricopre un ruolo esecutivo. La raccomandazione può essere **CONTRARIA** nei seguenti casi:

- a) Al momento della nomina il Presidente non è indipendente secondo le guidelines di Frontis Governance ed il Consiglio non è composto in maggioranza da componenti strettamente indipendenti.
- b) Il Presidente ricopre un ruolo esecutivo o è un rappresentante di azionisti rilevanti e non vi è sufficiente rappresentanza di Consiglieri strettamente indipendenti, o non è prevista la nomina di un *Lead Independent Director*. Tuttavia, la raccomandazione può essere **FAVOREVOLE** se il ruolo esecutivo ha natura temporanea, straordinaria ed è adeguatamente giustificato dal Consiglio di Amministrazione.
- c) Il Presidente è anche il principale responsabile della gestione (CEO), indipendentemente dalla presenza di Amministratori indipendenti e dalla nomina di un *Lead Independent Director*, salvo casi di natura temporanea ed adeguatamente giustificati dal Consiglio di Amministrazione.
- d) Il Presidente non esecutivo ha ricoperto cariche esecutive in seno all'emittente o a società controllate e collegate e non siano trascorsi almeno 5 anni dalla cessazione di tali cariche.
- e) Il Presidente ha svolto in precedenza il ruolo di CEO dell'emittente, indipendentemente dal periodo trascorso dalla cessazione di tale incarico.
- f) Il Presidente non è esecutivo e sorgono serie preoccupazioni sull'ammontare dei compensi complessivamente ricevuti dall'emittente e da società controllate e collegate.
- g) Sorgono serie e fondate preoccupazioni sulle pratiche di corporate governance dell'emittente, sulla tutela dei diritti degli azionisti, sulla disponibilità al dialogo con gli azionisti di minoranza o sulla sostenibilità finanziaria della società.

2.4 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"). Il Consiglio in carica può procedere alla sostituzione attraverso la cooptazione di nuovi Consiglieri. La prima assemblea convocata successivamente alla cooptazione dovrà esprimersi sulla conferma dei Consiglieri cooptati, la nomina di nuovi Consiglieri, o la riduzione del numero di Consiglieri. Anche le candidature per l'integrazione sono generalmente presentate da azionisti, ma il Consiglio può proporre la conferma del Consigliere cooptato.

La raccomandazione di voto è generalmente **CONTRARIA** se nessuna proposta è comunicata al mercato con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima convocazione assembleare, indipendentemente che il proponente sia il Consiglio di Amministrazione o un azionista della società. La pratica di comunicare i nominativi dei candidati a ridosso dell'assemblea è ancora diffusa tra gli azionisti di controllo, che hanno la possibilità di eleggere i propri candidati anche senza il consenso degli altri azionisti votanti. Tale 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 sono debitamente e tempestivamente comunicate, l'analisi di Frontis Governance viene sempre effettuata **CASO PER CASO**, sulla base della composizione complessiva del Consiglio in seguito all'eventuale nuova nomina, 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**. La raccomandazione può essere **FAVOREVOLE** alla revoca qualora 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 un azionista proponga la revoca dell'intero Consiglio, o anche di singoli componenti, l'analisi è sempre effettuata **CASO PER CASO**, prendendo in considerazione le motivazioni addotte dal proponente e tutti i possibili scenari che si potrebbero verificare 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.

3. Politiche di remunerazione per gli Amministratori esecutivi ed altri Dirigenti con responsabilità strategiche

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE**, tranne nei casi in cui le politiche di remunerazione proposte sono valutate non in linea con i principi di Frontis Governance¹². In particolare, una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa se si verificano una o più delle condizioni riportate di seguito. In ogni caso, l'analisi si deve sempre basare sull'allineamento delle politiche di remunerazione nel loro complesso con gli interessi di lungo periodo della società, per cui il verificarsi di una sola delle seguenti condizioni non deve considerarsi come sufficiente ad indirizzare la valutazione in senso negativo.

Trasparenza

- a) La Relazione Annuale sulle Remunerazioni non è pubblicata con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima convocazione assembleare.
- b) I principi ed i processi seguiti nella definizione delle politiche di remunerazione non sono adeguatamente descritti.
- c) Non è riportato il dettaglio di ciascuna componente retributiva corrisposta negli esercizi precedenti, o le informazioni fornite sono giudicate come lacunose.
- d) Sono riscontrate gravi mancanze nella descrizione della politica relativa a ciascuna componente retributiva: salario e remunerazione fissa, componenti variabili annuali e di lungo periodo, benefici non monetari, eventuali contributi pensionistici ed indennità di fine rapporto.
- e) Non sono chiaramente indicati tutti i criteri di performance, anche non finanziari, cui sono legati i compensi variabili di breve e di lungo periodo.
- f) Non è indicato l'ammontare massimo raggiungibile da ciascuna componente variabile ed i livelli minimi, target e massimi di performance a cui maturano diversi livelli di incentivazione. Per i piani di incentivazione in forma di strumenti finanziari, non è indicato il numero massimo di azioni da assegnare a ciascun beneficiario (in particolare al CEO), il valore di mercato delle azioni alla data di attribuzione o di approvazione del piano, o il *fair value* delle stock options assegnate, anche se esercitabili in periodi successivi.
- g) Non è indicato il periodo di performance cui sono legati i compensi variabili di lungo periodo o il periodo di maturazione dei diritti a ricevere tali incentivi (è importante sottolineare ancora una volta come la definizione di "incentivo di lungo periodo" dipende dall'effettiva lunghezza del periodo di performance, e non dal tempo che passa dal verificarsi delle performance alla maturazione degli incentivi).

¹² Per un maggiore dettaglio si veda il Capitolo 3 dei Principi di Corporate Governance "Le remunerazioni degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche".

Struttura delle remunerazioni

- a) La politica nel suo complesso non è in linea con gli standard minimi stabiliti dal Codice di Autodisciplina, le *best practices* internazionali o i principi di Frontis Governance.
- b) I compensi variabili dipendono principalmente dalle performance di breve periodo (uno o due esercizi).
- c) Tutte le componenti della remunerazione sono di natura monetaria (non sono previste *performance shares*, *stock options* o *phantom stock options*) e non sono previsti dei requisiti minimi di possesso azionario per il management e gli Amministratori esecutivi.
- d) L'ammontare dei compensi variabili ai massimi livelli di performance può superare il 300% del salario base.
- e) I compensi variabili attribuiti non sono in linea con i risultati conseguiti, non dipendono da obiettivi di performance sufficientemente sfidanti o possono favorire l'intrapresa di attività eccessivamente rischiose da parte del management.
- f) È consentita l'attribuzione di compensi variabili discrezionali o non collegati a criteri di performance prestabiliti, salvo i casi in cui l'ammontare massimo di tali componenti è preventivamente comunicato, di importo non significativo rispetto alle altre componenti variabili, e tali compensi sono collegati a tipologie di eventi predefiniti e comunicati nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni.
- g) Non sono state introdotte clausole *malus* (nel caso di pagamento differito dell'incentivo) o non sono previsti meccanismi volti a consentire il recupero integrale o parziale degli incentivi già corrisposti (clausole di *claw-back*).
- h) I meccanismi di *claw-back* non sono valutati sufficienti a realizzare un effettivo allineamento degli incentivi con la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo (ad esempio, è previsto un limite temporale inferiore ai 5 anni per l'attivazione del *claw-back* o le cause di attivazione sono valutate come eccessivamente deboli).
- i) L'importo potenziale della remunerazione totale, inclusi i compensi variabili attribuibili ai massimi livelli di performance, eccede in maniera significativa le medie del settore e del mercato.
- j) La remunerazione complessiva è aumentata significativamente senza un'adeguata giustificazione.

Compensi fissi

- a) Le componenti della remunerazione non dipendenti da condizioni di performance (salario base, emolumenti ed altri compensi fissi) non sono giudicate non in linea con le dimensioni e la complessità gestionale dell'emittente, o eccedono in maniera significativa la medie riscontrate nel settore e nel mercato di riferimento senza che sia fornita un'adeguata giustificazione da parte del Comitato Remunerazioni.
- b) I compensi fissi sono stati modificati nell'ultimo esercizio, o non si è riscontrato un allineamento tra il salario base del CEO con le politiche di remunerazione per il personale, senza un'adeguata giustificazione.

Bonus annuale

- a) Il bonus annuale può rappresentare oltre il 50% dei compensi variabili ai massimi livelli di performance.
- b) L'importo del bonus può eccedere il 150% del salario base ai massimi livelli di performance.
- c) È possibile attribuire un bonus anche in caso di mancato raggiungimento di livelli minimi di performance predefiniti ed adeguatamente comunicati al mercato.
- d) I bonus corrisposti negli esercizi precedenti hanno superato l'importo massimo stabilito nelle politiche di remunerazione senza un'adeguata giustificazione da parte del Comitato Remunerazioni.
- e) Non è previsto un meccanismo di differimento di una parte significativa del bonus, di almeno 3 esercizi e collegato ad ulteriori condizioni di performance (clausole *malus*), in assenza di piani di incentivazione di lungo periodo che rappresentino almeno il 50% della remunerazione variabile complessiva.
- f) Il bonus dipende in misura significativa (orientativamente oltre il 10%) da parametri di performance qualitativi non misurabili o valutabili in maniera discrezionale da parte del Comitato Remunerazioni o dal Consiglio.

Piani di incentivazione di lungo periodo

- a) L'incentivo è collegato a risultati conseguiti in periodi inferiori ai 3 esercizi.
- b) Gli obiettivi di performance non sono preventivamente comunicati, o non sono sufficientemente sfidanti, con particolare riguardo a parametri valutati in confronto con società simili (ad esempio, è previsto un livello minimo di *vesting* anche se i risultati conseguiti dalla società sono inferiori alla mediana riscontrata nel gruppo di riferimento di società simili).
- c) L'incentivo è esclusivamente di natura monetaria e non esistono ulteriori meccanismi in grado di allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti nel lungo periodo, o non esistono requisiti minimi di possesso azionario.
- d) L'importo massimo dell'incentivo può superare di oltre 2 volte l'importo attribuibile ai livelli target di performance.
- e) Esiste un importo minimo garantito, indipendente dai livelli di performance raggiunti.
- f) Il piano di incentivazione è collegato ai medesimi criteri di performance previsti per il bonus annuale, per cui il beneficiario è premiato due volte per il medesimo risultato.
- g) Il *vesting* delle stock options (o *phantom stock options*) non è collegato a nessun parametro di performance (il mero apprezzamento del titolo sul mercato non è considerato di per sé sufficiente ad allineare gli interessi del management alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo).
- h) Il prezzo di esercizio delle stock options è scontato rispetto al valore di mercato dell'azione al momento dell'attribuzione.
- i) Le azioni a servizio di ciascun piano di incentivazione, incluse le *stock options*, superano il 5% del capitale, o quelle a servizio di tutti i piani in essere possono superare il 10% del capitale

in un periodo di 10 anni, a meno che tali limiti non siano adeguatamente giustificati dalle caratteristiche della società e del settore di riferimento.

- j) Gli strumenti attribuibili al singolo beneficiario possono superare lo 0,10% del capitale in caso di *stock option*, o lo 0,03% in caso di attribuzione di azioni gratuite.
- k) Il Consiglio di Amministrazione o il Comitato Remunerazioni può modificare le condizioni del piano prima della scadenza, oppure è proposta l'approvazione di nuovi piani di incentivazione in sostituzione di quelli in corso, con le stesse caratteristiche ma condizioni di performance meno sfidanti.

Previsioni contrattuali, indennità di fine rapporto e patti di non concorrenza

- a) Gli Amministratori esecutivi o il Direttore Generale possono ricevere compensi speciali in caso di cambiamenti negli assetti proprietari (clausole di *change of control*).
- b) Non sono predefiniti, o non sono adeguatamente comunicati, dei limiti alle indennità che possono essere corrisposte agli Amministratori esecutivi ed altri Dirigenti con responsabilità strategiche in caso di cessazione della carica.
- c) Le indennità di fine rapporto possono superare l'equivalente di un'annualità di remunerazione monetaria complessiva (compensi fissi più la media dei bonus monetari corrisposti negli ultimi esercizi) o, se inferiore, due annualità di compensi fissi. In linea con le pratiche più recenti riscontrate nel mercato italiano, può essere valutata favorevolmente anche la previsione di un'indennità pari a 2 annualità di compensi monetari totali, se di importo ragionevole o se la previsione contrattuale è stata modificata in senso migliorativo negli ultimi 3 esercizi.
- d) Le indennità corrisposte negli esercizi precedenti non erano in linea con i principi di Frontis Governance o le migliori pratiche di mercato e le clausole contrattuali non sono state modificate, oppure la società ha corrisposto indennità di importo superiore rispetto ai limiti previsti dalle politiche precedentemente approvate.
- e) La società può stipulare accordi di non concorrenza, i cui termini non sono predefiniti ed adeguatamente comunicati nella Relazione Annuale sulla Remunerazione.
- f) L'obbligo di non concorrenza è limitato a periodi inferiori ai 2 anni, il corrispettivo da erogare a fronte di tale obbligo eccede l'equivalente in termini di compensi esclusivamente fissi o eccede in maniera significativa le medie riscontrate nel mercato e nel settore di riferimento.
- g) Gli Amministratori esecutivi o i Dirigenti con responsabilità strategiche sono beneficiari di trattamenti pensionistici integrativi cui contribuisce la società ed i contributi annuali versati dalla società non sono dettagliati nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni, o tali contributi eccedono in maniera significativa le pratiche del settore o del mercato.

Piani azionari per i dipendenti (ESOP)

- a) Non è previsto un obbligo al mantenimento di un quantitativo minimo di azioni per almeno 3 anni.
- b) Le azioni possono essere acquistate ad un prezzo scontato di oltre il 20% rispetto al valore di mercato.

- c) I dipendenti detengono oltre il 10% del capitale ed è previsto uno sconto sul valore di mercato delle azioni, o non è previsto un obbligo al mantenimento delle azioni per almeno 3 anni.
- d) L'attuazione di ciascun piano azionario (inclusi i piani di incentivazione) può comportare una diluizione dei diritti degli altri azionisti di oltre il 5%, o tutti i piani in essere possono comportare una diluizione di oltre il 10% in un periodo di 10 esercizi.
- e) Gli Amministratori esecutivi ed i Dirigenti con responsabilità strategica possono partecipare ai piani azionari per i dipendenti nonostante siano già beneficiari di piani di incentivazione azionaria o di piani di stock options.

4. Società di revisione

4.1 Conferimento dell'incarico di revisore

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** alla proposta, se accompagnata da una dettagliata giustificazione da parte del Collegio Sindacale, o del Comitato per il Controllo nei sistemi di governance “monistico” e “duale”, che riporti il processo seguito nella selezione ed i compensi proposti dalla società di revisione selezionata. Tuttavia, Frontis Governance può emettere una raccomandazione **CONTRARIA** in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- a) L'indipendenza del revisore può essere compromessa da recenti (negli ultimi 5 anni) e significativi legami del revisore con Amministratori, azionisti rilevanti o dirigenti della società.
- b) Nel caso in cui si proponga la sostituzione della società di revisione prima della scadenza del mandato (per la legge italiana mai superiore a 9 esercizi), e la sostituzione del revisore non è supportata da un'adeguata giustificazione emessa dal Collegio Sindacale o dal Comitato per il Controllo.
- c) Sussistono gravi e fondati dubbi sull'efficacia e correttezza dell'operato del revisore in recenti incarichi in altre realtà.

4.2 Modifiche al compenso del revisore

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** alla proposta, se accompagnata da una dettagliata giustificazione da parte del Collegio Sindacale o del Comitato per il Controllo, che riporti tutti i compensi aggiuntivi e la relativa motivazione. Tuttavia, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** se si verificano una o più delle seguenti condizioni:

- a) I compensi corrisposti per servizi diversi dalla revisione ed attestazione possono compromettere l'indipendenza del revisore (in linea generale, possono essere considerati eccessivi compensi per altri servizi superiori a quanto corrisposto per la revisione nell'ultimo esercizio, o complessivamente superiori al 50% dei compensi legati alla revisione negli ultimi tre esercizi) e gli ulteriori servizi non sono dettagliatamente descritti nel Bilancio.
- b) L'indipendenza del revisore può essere compromessa da ulteriori rapporti professionali con Amministratori o azionisti rilevanti dell'emittente.
- c) L'integrazione proposta deriva da procedimenti e/o indagini da parte di Autorità di controllo su presunte violazioni di norme o regolamenti commesse nel periodo in cui era già in carica la società di revisione.

5. Capitale sociale

5.1 Struttura del capitale

Tutte le proposte relative ad operazioni sul capitale devono essere valutate **CASO PER CASO**, sulla base delle motivazioni addotte dall'organo proponente e gli interessi di lungo periodo dell'emittente. La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** alla proposta del management o del Consiglio di Amministrazione, se accompagnata da un'adeguata e dettagliata motivazione. Tuttavia, una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa se si verificano una o più delle seguenti condizioni:

Aumento di capitale con diritti di opzione

- a) L'autorizzazione non è collegata a specifici progetti ed il numero di nuove azioni da emettere può superare il 50% del capitale esistente.
- b) Gli scopi dell'autorizzazione non sono valutati in linea con gli interessi di lungo periodo della società e della generalità degli azionisti.
- c) L'aumento di capitale può essere utilizzato come strumento di difesa da possibili offerte d'acquisto o di "trinceramento" del management.
- d) L'aumento di capitale può essere realizzato per favorire determinati azionisti, attuali o potenziali, a scapito della generalità degli azionisti.

Aumento di capitale con limitazione o esclusione dei diritti di opzione (includere emissioni di titoli convertibili in azioni dell'emittente)

- a) Le motivazioni sottostanti l'autorizzazione ed i beneficiari non sono chiaramente descritti e le nuove azioni da emettere possono superare il 10% del capitale esistente (esclusi eventuali piani azionari per i dipendenti).
- b) È richiesta un'autorizzazione generica, non collegata a progetti specifici e/o i cui beneficiari non sono comunicati, per un periodo superiore a 3 anni ed il capitale può essere aumentato di oltre il 5%.
- c) I beneficiari possono usufruire di uno sconto sul valore di mercato delle azioni
- d) La società ha derogato alla *passivity rule*, ovvero gli organi di gestione possono intraprendere iniziative volte ad ostacolare un'offerta pubblica di acquisto o di scambio senza preventiva autorizzazione assembleare.

Emissione di azioni a voto limitato, voto multiplo o che garantiscono un voto addizionale

- a) Non è rispettato il principio "un'azione – un voto", inclusa la possibilità di attribuire un'azione con voto addizionale agli azionisti registrati (anche nei casi in cui la maggioranza del voto è limitata ad alcune risoluzioni) e l'emissione di azioni con diritto di voto limitato ma che danno diritto ad un dividendo privilegiato (azioni di risparmio o privilegiate).

Riduzione del capitale

- a) Non è rispettato il principio di uguaglianza di trattamento degli azionisti e/o la riduzione del capitale rischia di favorire indebitamente i principali azionisti, rafforzandone il controllo sui diritti di voto.
- b) La riduzione ha un impatto eccessivo sulla liquidità dei titoli in circolazione.
- c) La riduzione del capitale è incompatibile con la situazione finanziaria della società o con il suo potenziale di crescita nel lungo periodo
- d) I diritti degli azionisti di minoranza potrebbero esserne danneggiati.
- e) L'autorizzazione non è coerente con la proposta di destinazione del risultato di esercizio o sostituisce la distribuzione di dividendi.

5.2 Autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** alla proposta, se adeguatamente giustificata dal Consiglio di Amministrazione. Tuttavia, una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa se si verificano una o più delle seguenti condizioni:

- a) L'acquisto di azioni proprie è proposto in sostituzione della distribuzione di dividendi.
- b) L'acquisto di azioni proprie può portare ad un deterioramento del profilo di rischio della società. A titolo di esempio, il gruppo ha riportato una perdita netta o la posizione finanziaria netta supera di oltre 1,5 volte il patrimonio netto (ad esclusione del settore finanziario).
- c) L'autorizzazione può portare l'emittente a detenere oltre il 10% del capitale sociale in azioni proprie.
- d) Le azioni possono essere acquistate ad un prezzo di oltre il 10% superiore al loro valore di mercato.
- e) La società si avvale della facoltà di deroga alla *passivity rule* e non sono specificati i possibili utilizzi delle azioni proprie, o la richiesta non è ampiamente giustificata dall'interesse della società e dei suoi azionisti nel lungo periodo.

6. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti

Le proposte di modifica statutaria sono sempre analizzate **CASO PER CASO**, sulla base dei principi di corporate governance adottati da Frontis Governance ed ECGS.

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** se le modifiche sono dettagliatamente descritte ed adeguatamente motivate dal proponente. Una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa in tutti i casi in cui la modifica statutaria può comportare un peggioramento nelle pratiche di governance della società, rischia di deteriorare i diritti degli azionisti e/o può avere un impatto negativo sugli interessi della società nel lungo periodo.

Se modifiche di diversa natura sono incluse in un unico punto all'ordine del giorno (*bundled resolutions*), la raccomandazione può essere **CONTRARIA** quando una singola modifica rischia di deteriorare in maniera significativa i diritti degli azionisti.

6.1 Modifiche relative al diritto di voto

La raccomandazione è generalmente **CONTRARIA** ad ogni modifica statutaria che possa consentire una deviazione dal principio fondamentale di proporzionalità tra rischio economico e potere decisionale, incluse:

- a) L'emissione di azioni a voto multiplo o che consentono l'attribuzione di un voto addizionale.
- b) La creazione di classi di azioni con differenti diritti di voto o patrimoniali (azioni di risparmio o privilegiate, che non hanno diritto di voto alle assemblee ordinarie ma attribuiscono privilegi nella distribuzione di dividendi).
- c) L'introduzione di limiti ai diritti di voto esercitabili dai singoli azionisti o al possesso azionario.

7. Fusioni e acquisizioni

Qualsiasi proposta relativa ad operazioni societarie di fusione, acquisizione o ristrutturazione deve essere analizzata **CASO PER CASO**. La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** ad operazioni che sono in linea con gli obiettivi strategici della società e non comportano un deterioramento dei diritti degli azionisti nel lungo periodo. Tuttavia, una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- a) Le informazioni disponibili sull'operazione non sono sufficientemente dettagliate per consentire una decisione di voto informata a tutti gli azionisti.
- b) La *fairness opinion* non è stata rilasciata da un soggetto esterno strettamente indipendente da tutte le parti interessate all'operazione.
- c) Il processo di valutazione interna e da parte di esperti indipendenti non ha rispettato gli standard minimi richiesti dalle *best practices* internazionali.
- d) L'interesse strategico della transazione proposta non è giudicato in linea con gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi *stakeholders*.
- e) Possono sorgere seri e fondati dubbi sull'equità delle condizioni finanziarie della transazione.
- f) La transazione può portare ad un significativo deterioramento della corporate governance, dei diritti degli azionisti e/o dei lavoratori, o può avere un impatto negativo sul rispetto dei diritti umani e/o della tutela dell'ambiente.
- g) È proposto un trasferimento della sede legale dell'emittente esclusivamente dovuto a motivi fiscali, o che può comportare un deterioramento delle pratiche di governance o dei diritti degli azionisti.

7.1 Azioni di difesa

Frontis Governance è generalmente **CONTRARIA** ad ogni autorizzazione assembleare volta ad intraprendere azioni di contrasto ad offerte pubbliche di acquisto o di scambio (meccanismi di *anti-takeover*). Tuttavia, può essere emessa una raccomandazione **FAVOREVOLE** se le azioni di difesa proposte sono di natura straordinaria ed ampiamente giustificate dall'interesse di lungo periodo della società e dei suoi *stakeholders*.

8. Delibere proposte dagli azionisti

Tutte le proposte di delibera presentate da azionisti devono essere valutate **CASO PER CASO**, sulla base dei principi di corporate governance adottati da Frontis Governance e dal network ECGS.

La raccomandazione può essere **FAVOREVOLE** in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- a) La proposta è dettagliatamente descritta, adeguatamente motivata e tutta la documentazione è resa disponibile a tutti gli azionisti con sufficiente anticipo per consentirne un'accurata analisi.
- b) La proposta è in linea con le *best practice* riconosciute a livello internazionale e rispetta i principi di corporate governance adottati da Frontis Governance ed ECGS.
- c) La proposta è in linea con gli interessi di lungo periodo della società e della generalità dei suoi *stakeholders*.
- d) La proposta mira effettivamente a migliorare le pratiche di corporate governance o ad accrescere l'attenzione della società su tematiche sociali o ambientali.

La raccomandazione di voto è generalmente **CONTRARIA** ad ogni proposta, sia da parte degli organi societari che di azionisti, che non sia inclusa nell'ordine del giorno e dettagliatamente comunicata al mercato con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima convocazione assembleare.

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 adviser* 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 2016. È vietata la riproduzione non autorizzata, il prestito, il noleggio, la trasmissione o la distribuzione di qualsiasi dato.