



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

Stagione assembleare 2023

**Valido per le Assemblee convocate a partire dal
1 Marzo 2023**



Indice

Introduzione: l'approccio di Frontis Governance	5
PRINCIPI DI CORPORATE GOVERNANCE	
1. Bilancio di esercizio e destinazione del risultato	9
<i>1.1 Pubblicazione del materiale assembleare</i>	<i>9</i>
<i>1.2 Bilancio consolidato e di esercizio</i>	<i>10</i>
<i>1.3 La destinazione del risultato di esercizio</i>	<i>11</i>
<i>1.4 Esonero dalla responsabilità degli Amministratori</i>	<i>11</i>
2. Organi Societari	13
<i>2.1 Modello di governance</i>	<i>14</i>
<i>2.2 Informazione</i>	<i>15</i>
<i>2.3 Composizione del Consiglio</i>	<i>15</i>
<i>2.4 Comitati interni</i>	<i>17</i>
<i>2.5 Compensi dei Consiglieri non esecutivi e durata del mandato</i>	<i>18</i>
<i>2.6 Presidente del Consiglio di Amministrazione e del Consiglio di Sorveglianza</i>	<i>19</i>
<i>2.7 Compenso del Presidente non esecutivo</i>	<i>20</i>
<i>2.8 Indipendenza dei Consiglieri</i>	<i>21</i>
<i>2.9 Numero di incarichi</i>	<i>23</i>
<i>2.10 Consiglio di Sorveglianza</i>	<i>24</i>
<i>2.11 Collegio Sindacale</i>	<i>24</i>
<i>2.12 Compensi del Collegio Sindacale</i>	<i>25</i>
3. Le remunerazioni degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche	26
<i>3.1 Trasparenza</i>	<i>26</i>
<i>3.2 Politiche di remunerazione</i>	<i>28</i>
<i>3.3 Compensi fissi</i>	<i>28</i>
<i>3.4 Compensi variabili</i>	<i>29</i>
<i>3.5 Bonus annuali</i>	<i>30</i>
<i>3.6 Piani di incentivazione di lungo periodo</i>	<i>31</i>
<i>3.7 Clausole di clawback e malus conditions</i>	<i>32</i>
<i>3.8 Previsioni contrattuali, indennità di fine rapporto e clausole di non concorrenza</i>	<i>33</i>

<i>3.9 Partecipazione azionaria e piani azionari per i dipendenti (ESOP)</i>	<i>34</i>
4. Società di revisione	35
5. Operazioni sul capitale	37
<i>5.1 Aumento di capitale con diritto di opzione</i>	<i>37</i>
<i>5.2 Aumento di capitale con limitazione o esclusione dei diritti di opzione</i>	<i>37</i>
<i>5.3 Emissione di azioni privilegiate o di risparmio</i>	<i>38</i>
6. Azioni proprie	39
<i>6.1 Autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie</i>	<i>39</i>
<i>6.2 Riduzione del capitale attraverso acquisto e cancellazione di azioni proprie</i>	<i>40</i>
7. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti	41
<i>7.1 Modifiche relative al diritto di voto</i>	<i>41</i>
8. Fusioni e acquisizioni	43
9. Operazioni con parti correlate	45
10. Sostenibilità sociale ed ambientale	46
<i>10.1 Say on Climate</i>	<i>47</i>
11. Delibere proposte dagli azionisti	49

POLITICHE DI VOTO 2023

1. Approvazione del Bilancio e destinazione del risultato	51
<i>1.1 Bilancio di esercizio</i>	<i>51</i>
<i>1.2 Destinazione del risultato</i>	<i>51</i>
2. Nomina degli Organi Societari	53
<i>2.1 Voto di lista</i>	<i>53</i>
<i>2.2 Dimensione del Consiglio, compensi e durata del mandato dei componenti non esecutivi</i>	<i>54</i>
<i>2.3 Nomina del Presidente</i>	<i>56</i>
<i>2.4 Integrazione del Consiglio e revoca dei Consiglieri</i>	<i>57</i>
<i>2.5 Nomina del Collegio Sindacale</i>	<i>58</i>
3. Remunerazione degli Amministratori esecutivi ed altri Dirigenti con responsabilità strategiche	59

<i>3.1 Politiche di remunerazione (voto sulla Sezione 1 della Relazione Annuale)</i>	<i>59</i>
<i>3.2 Compensi corrisposti (voto non vincolante sulla Sezione 2 della Relazione Annuale)</i>	<i>65</i>
4. Società di revisione	67
<i>4.1 Conferimento dell'incarico di revisore</i>	<i>67</i>
<i>4.2 Modifiche al compenso del revisore</i>	<i>67</i>
5. Capitale sociale	68
<i>5.1 Struttura del capitale</i>	<i>68</i>
<i>5.2 Autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie</i>	<i>69</i>
6. Modifiche statutarie e diritti degli azionisti	71
<i>6.1 Modifiche relative al diritto di voto</i>	<i>71</i>
7. Fusioni e acquisizioni	72
<i>7.1 Azioni di difesa</i>	<i>72</i>
8. Risoluzioni relative alla responsabilità sociale ed ambientale	73
<i>8.1 Report di Sostenibilità</i>	<i>73</i>
<i>8.2 Strategia climatica (Say on Climate)</i>	<i>73</i>
<i>8.3 Relazione annuale sull'implementazione della strategia climatica (Say on Climate)</i>	<i>74</i>
9. Delibere proposte dagli azionisti	75

Introduzione: l'approccio di Frontis Governance

Sin dalla sua fondazione nel 2011, Frontis Governance opera sui mercati internazionali in partnership con una rete di proxy advisors indipendenti, inizialmente guidata dalla società francese Proxinvest Sàrl. A partire da gennaio 2023, in seguito all'acquisizione di Proxinvest da parte della società statunitense Glass Lewis, la partnership europea è coordinata dalla fondazione svizzera Ethos. Ulteriori partners europei sono: Corporance (Spagna), DSW (Germania) e SRM Governance (Olanda).

Le guidelines di Frontis Governance sono quindi definite applicando alla realtà del mercato italiano i principi di governance internazionali definiti di comune accordo con i partners europei, anche sulla base di segnalazioni ricevute dai rispettivi clienti. Le guidelines e politiche di voto di Ethos, valide per tutti i mercati europei, sono consultabili sul sito www.ethosfund.ch e nella sezione "Documenti e links" del sito www.frontisgovernance.com.

Gli investitori istituzionali sono responsabili nei confronti dei propri clienti, perlopiù aderenti a fondi pensione e sottoscrittori di fondi comuni di investimento, sia per le scelte di investimento che per la difesa del valore dell'investimento stesso nel tempo. La partecipazione attiva alla vita societaria, che si concretizza principalmente nell'esercizio del diritto di voto, rappresenta uno strumento basilare a disposizione degli investitori per monitorare le pratiche di governance delle società in cui investono e tutelare i diritti propri dell'azionista. In questo senso, Frontis Governance e i suoi partners mirano a promuovere e favorire la partecipazione attiva degli investitori alle assemblee di tutte le società partecipate, attraverso l'analisi della corporate governance ed il supporto all'esercizio del voto e alle attività di engagement sia in Italia che all'estero.

La tutela dei diritti degli azionisti di minoranza dovrebbe rappresentare un principio fondante 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, dovrebbero 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, gli investitori istituzionali dovrebbero utilizzare i più elevati standard di trasparenza, adottando e pubblicando politiche di engagement e di voto, e rendicontando sulle proprie attività di dialogo e sull'esercizio dei diritti di voto.

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.

In generale, le raccomandazioni di voto sono formulate sulla base delle seguenti definizioni:

FAVOREVOLE: la risoluzione non lede i diritti della generalità degli azionisti ed è valutata in linea con pratiche accettabili di governance e gli interessi della società nel lungo periodo.

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

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

NON VOTARE: riguarda solo le risoluzioni non soggette all'approvazione assembleare o, in caso di rinnovo degli organi societari, le eventuali liste per cui non è raccomandato un voto favorevole (secondo il meccanismo del "voto di lista" si può esprimere un voto favorevole ad una sola lista di candidati e non si può esprimere un voto contrario ad un'eventuale lista alternativa).

I principi di governance e le politiche di voto riportate di seguito sono applicabili anche a società italiane non quotate, che possono essere oggetto delle analisi di Frontis Governance, tenendo comunque conto delle loro specificità, soprattutto per quanto riguarda gli aspetti dimensionali e di complessità operativa, gli assetti proprietari ed i requisiti in tema di trasparenza.

Gli indirizzi di voto raccomandati dai proxy advisors rappresentano esclusivamente il punto di vista degli analisti, che applicano a casi pratici dei principi di governance condivisi. L'obiettivo primario delle analisi di Frontis Governance non è indirizzare il voto dei propri clienti, ma fornire una descrizione il più possibile chiara e precisa delle proposte assembleari, le motivazioni dei proponenti e le possibili conseguenze per gli interessi di lungo termine della generalità degli azionisti, segnalando eventuali criticità.

Frontis Governance invita i propri clienti, e chiunque faccia uso dei report prodotti dai proxy advisors, a leggere con attenzione le analisi, considerando tutte le possibili conseguenze derivanti dai diversi indirizzi di voto, e prendere le più opportune decisioni autonomamente, sulla base dei propri interessi e principi. I report dei proxy advisors dovrebbero facilitare, ma mai sostituire, l'analisi e le decisioni di voto da parte degli azionisti.

Frontis Governance e i suoi partners europei ritengono che il confronto diretto e continuo tra analisti ed emittenti sia di fondamentale importanza e che possa contribuire allo sviluppo delle migliori pratiche di governance. Il confronto, però, non deve influire in alcun modo sull'indipendenza e l'autonomia di giudizio dell'analista, né può comportare indebiti ritardi nella produzione delle analisi a supporto dell'attività di voto degli azionisti. Per tali motivi, Frontis Governance non condivide l'analisi assembleare con gli emittenti prima della distribuzione presso i propri clienti. La responsabilità del proxy advisor è sempre nei confronti dei propri clienti, investitori istituzionali in possesso delle più adeguate professionalità e competenze per valutare la correttezza delle analisi e delle raccomandazioni di voto, e decidere se seguirle o meno sulla base dei propri principi e delle proprie considerazioni.

La politica adottata da Frontis Governance con riferimento al rapporto con gli emittenti e gli organi di informazione è consultabile nella sezione [Documenti & Links](#) del sito.

Tra Frontis Governance/Ethos 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.

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 sui principi di corporate governance predisposti da Frontis Governance, per il mercato italiano, e da Ethos per i mercati internazionali.



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 propria struttura proprietaria o dimensione. Tutta la documentazione rilevante dovrebbe essere messa a disposizione del pubblico in formato elettronico, e cartaceo su richiesta di singoli azionisti, 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 della data di prima o unica convocazione), per consentire un eventuale dialogo con l'emittente o i proponenti specifiche proposte, soprattutto in occasione di risoluzioni straordinarie (quali fusioni e acquisizioni, operazioni sul capitale, eccetera). Tutti i documenti rilevanti dovrebbero essere pubblicati contestualmente anche in inglese, in modo da consentire anche agli investitori esteri la possibilità di informarsi direttamente, senza la necessaria intermediazione dei proxy advisors.

La medesima tempistica dovrebbe essere rispettata anche dagli azionisti che presentano 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. Nonostante si osservi un tendenziale abbandono di tale pratica, diversi emittenti sono ancora soliti accorpate proposte relative a risoluzioni differenti 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, la nomina di due o più componenti organi societari per integrazione, l'inserimento in un unico punto all'ordine del giorno della definizione del numero, durata in carica e compensi dei Consiglieri, e 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.

In alcuni casi, le risoluzioni sono presentate come unico punto all'ordine del giorno nell'avviso di convocazione, ma sottoposte a voto separato nel modulo predisposto per conferire la delega al rappresentante designato dall'emittente. Il report di analisi assembleare di Frontis Governance è generalmente predisposto prendendo come riferimento il modulo di delega predisposto dall'emittente, se è reso pubblico con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima o unica convocazione assembleare.

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 accordi tra i soci. Dovrebbero essere inoltre riportate adeguate informazioni su eventuali partecipazioni incrociate, così come eventuali privilegi concessi ad alcuni soci (ad esempio, il diritto ad eleggere un proprio rappresentante in Consiglio).

1.2 Il Bilancio consolidato e di esercizio

La presentazione del Bilancio individuale e consolidato consente agli azionisti e gli altri portatori di interesse di conoscere la situazione finanziaria e l'orientamento strategico della società e del gruppo di riferimento. In tale occasione, gli organi societari hanno l'opportunità di presentare e commentare le attività svolte durante l'anno fiscale, così come strategie ed obiettivi per il futuro. Di conseguenza, la qualità e completezza delle informazioni incluse in tali documenti sono cruciali per rafforzare la fiducia degli investitori.

I Bilanci (individuale e consolidato) e la dichiarazione di carattere non finanziario, tutti redatti secondo standard internazionali, così come la Relazione sul Governo Societario e la Relazione sulla Remunerazione, dovrebbero essere pubblicati seguendo la medesima tempistica e metodologia e riportare almeno le seguenti informazioni dettagliate:

- ✓ indicatori chiave di performance finanziari e non finanziari;
- ✓ descrizione dettagliata delle strategie aziendali e dei principali rischi, anche non finanziari; in particolare, Frontis Governance si aspetta che tutte le società quotate effettuino e comunichino una dettagliata valutazione di rischi e costi connessi ai cambiamenti climatici, così come delle misure volte a contrastarli;
- ✓ struttura e principali pratiche di governo societario;
- ✓ composizione del capitale e struttura proprietaria, con informazioni dettagliate su tutti gli azionisti rilevanti ed eventuali collegamenti, attuali o recenti, tra questi ed i componenti degli organi societari;
- ✓ eventuali casi di partecipazioni incrociate ed accordi tra azionisti;
- ✓ politiche di remunerazione e tutti i dettagli relativi alle singole componenti della remunerazione degli Amministratori;
- ✓ dettaglio di tutti i compensi corrisposti alla società di revisione, con la descrizione dei servizi forniti, inclusi quelli diversi dalla revisione e dall'attestazione;
- ✓ eventuali contenziosi sorti o pendenti nel corso dell'esercizio in esame;
- ✓ ogni conflitto di interessi attuale e potenziale;
- ✓ transazioni con parti correlate, con relativi dettagli rilevanti;
- ✓ procedure e funzionamento dei sistemi di controllo interno;
- ✓ eventuali attività di stakeholder engagement.

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 migliori pratiche internazionali e di mercato. Tutti gli emittenti, indipendentemente dalle dimensioni, dovrebbero comunicare se aderiscono o meno a codici di autodisciplina adottati dai mercati o settori di riferimento, con il dettaglio del livello di adesione a ciascun principio, e una

puntuale ed esauriente spiegazione dei motivi che hanno eventualmente portato a discostarsi dalle raccomandazioni dei codici stessi.

1.3 La destinazione del risultato di esercizio

Gli azionisti dovrebbero essere sempre posti nelle condizioni di esprimersi sulla destinazione del risultato di esercizio e l'eventuale distribuzione di dividendi. Nei casi in cui l'approvazione del Bilancio e la destinazione del risultato sono 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.

In linea di principio, Frontis Governance ritiene che la distribuzione di dividendi debba essere interamente coperta dall'utile netto consolidato e dalla generazione di cassa (valutata tramite il *free cash flow*), e supportata da solidità patrimoniale.

Tutti gli emittenti dovrebbero sempre dotarsi di una chiara politica sui dividendi, comunicata a tutti gli azionisti, che prenda in considerazione gli utili, la generazione di cassa e la capacità di investimento in crescita e innovazione, senza deteriorare la solidità patrimoniale dell'azienda. Tutte le proposte relative alla destinazione del risultato dovrebbero inoltre essere motivate in relazione agli obiettivi strategici dell'emittente.

L'analisi di Frontis Governance prende come riferimento l'opportunità di remunerare gli azionisti in relazione alla 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.

I principali indicatori utilizzati per valutare la distribuzione degli utili sono il *free cash flow* (generazione di cassa) e il *pay-out ratio*, ovvero il rapporto tra monte dividendi proposto e l'utile netto consolidato del gruppo. Il livello di *pay-out ratio* dipende fortemente dal settore economico di appartenenza e dalle caratteristiche della società. *Pay-out ratios* limitati possono essere giustificabili ad esempio in società con elevate prospettive di crescita, che necessitano di significative risorse per far fronte ad investimenti futuri. Di contro, *ratios* più elevati sono generalmente attesi da società mature. Il *pay-out ratio* e qualsiasi sua fluttuazione dovrebbero essere dettagliatamente motivati dalla società.

Alcune società tendono a sostituire, o affiancare, la distribuzione di dividendi con operazioni di acquisto di azioni proprie allo scopo di remunerare gli azionisti. Contrariamente al dividendo, l'acquisto di azioni proprie rappresenta un rimborso di parte del capitale agli investitori, che devono cedere le proprie azioni per poterne beneficiare. Di conseguenza, Frontis Governance ed Ethos ritengono che tale forma di remunerazione degli azionisti non risulti ottimale per gli investitori di lungo periodo (i principi relativi alle operazioni su azioni proprie sono riportati al Capitolo 6).

1.4 Esonero dalla responsabilità degli Amministratori

In alcuni mercati esteri, l'Assemblea può deliberare l'esonero degli Amministratori dalle responsabilità per lo svolgimento delle funzioni di gestione e delle funzioni non esecutive (*discharge of the Board of Directors*). Tale risoluzione è generalmente proposta successivamente all'approvazione del Bilancio d'esercizio.

Le conseguenze legali dell'approvazione del *discharge* possono variare anche significativamente a seconda della legislazione di riferimento, ma in tutti i casi rappresenta una formale accettazione da parte degli azionisti dei fatti noti ed un'approvazione generale della gestione della società. Per tale motivo, Frontis Governance ed Ethos considerano che la valutazione relativa al *discharge* debba includere, oltre alla gestione operativa e finanziaria, anche la gestione dei rischi non finanziari ed in particolare relativi al governo societario. La raccomandazione può quindi essere contraria all'esonero dalle responsabilità nei seguenti casi:

- Significative preoccupazioni sulla condotta del/i Consigliere/i per cui è proposto l'esonero da responsabilità, o preoccupazioni sorgono sui rapporti con i principali stakeholders;
- Serie preoccupazioni sulla corporate governance, o sono individuate gravi carenze nell'adesione ai codici di autodisciplina;
- La politica di remunerazione presenta gravi disallineamenti con le migliori pratiche di mercato e non è soggetta a voto vincolante degli azionisti nella specifica Assemblea;
- Serie preoccupazioni sull'equo trattamento dei dipendenti del Gruppo, o significative controversie sono emerse riguardo possibili casi di discriminazione;
- Il Consiglio di Amministrazione ha preso decisioni che possono comportare significativi rischi sociali o ambientali, o ha evidenziato chiare lacune nel riconoscere o gestire tali rischi;
- La società è coinvolta in incidenti che hanno causato danni significative alla salute e sicurezza dei dipendenti, delle comunità in cui opera o all'ambiente naturale;
- La società è concretamente accusata di sistematiche violazioni di principi internazionalmente riconosciuti in materia di diritti umani, dei lavoratori o delle comunità locali, oppure tali violazioni sono avvenute lungo la catena di fornitura con la complicità della società;
- La società rifiuta di riconoscere evidenti impatti negativi di alcune sue operazioni o prodotti sui diritti umani o l'ambiente naturale;
- L'esonero da responsabilità è proposto nonostante non sia richiesto dalla normativa o dal codice di corporate governance locale, e la sua approvazione potrebbe limitare i diritti degli azionisti di ricorrere alle vie legali nei confronti dei Consiglieri.

Tali principi si applicano solo a società incorporate in Paesi in cui è possibile tale esonero di responsabilità.

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.

Gli azionisti non possono quindi esprimersi su ciascun candidato, ma devono decidere se supportare una sola delle liste presentate o votare contrario a tutte le liste.

La modalità di riparto dei Consiglieri eletti dalle varie liste votate in assemblea è rimessa 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"¹.

Il "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. Tuttavia, tale meccanismo di elezione non permette agli azionisti di esprimersi su ciascun candidato che andrà a ricoprire il delicato ruolo di Consigliere o Sindaco di società quotate. Inoltre, in molti casi le modalità di riparto dei Consiglieri tra le varie liste non rispecchiano la struttura dell'azionariato, mentre la composizione delle liste rende spesso inutile il voto assembleare stesso, in quanto tutti i candidati che saranno eletti sono noti in anticipo, indipendentemente dall'esito delle votazioni. Frontis Governance intende 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 (ad esempio, prevedendo la presentazione delle candidature in forma di lista, ma consentendo l'elezione individuale, attraverso un voto a maggioranza semplice, nel rispetto delle quote riservate per legge o regolamenti a rappresentanti delle minoranze, Consiglieri indipendenti e genere meno rappresentato).

Alla luce dell'obbligatorietà del "voto di lista", l'analisi dei requisiti dei candidati è svolta considerando l'insieme dei membri da eleggere, avendo come punto di riferimento la futura composizione dell'organo societario. A questo riguardo, risulta di fondamentale importanza che i proponenti indichino già in fase di presentazione della lista i candidati che andranno a ricoprire incarichi speciali, come quelli di Amministratore Delegato e di Presidente, in quest'ultimo caso indicando anche se sarà titolare di poteri esecutivi o meno.

Frontis Governance è generalmente favorevole a modifiche statutarie volte a consentire la presentazione di una lista di candidati da parte del Consiglio uscente, soprattutto in società prive di azionisti di controllo. Tale pratica, infatti, può consentire una maggiore trasparenza nella selezione dei candidati e garantire una maggiore indipendenza nella definizione delle liste, sempre che il Consiglio stesso o il Comitato Nomine siano composti in maggioranza da Consiglieri indipendenti.

Al tempo stesso, però, Frontis Governance è fortemente contraria ad ogni meccanismo di nomina o elezione che possa portare ad un "trinceramento" del management, garantendone la conferma indipendentemente dai risultati conseguiti.

¹ Art. 147-ter, terzo comma, del D. lgs. 58/1998 ("Testo Unico della Finanza", o "TUF").

2.1 Modello di governance

Secondo la normativa italiana², 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 e 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 sistema “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 sempre tramite il “voto di lista”. Oltre ai compiti di controllo propri del Collegio Sindacale, 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 legale di responsabilità nei confronti di componenti degli organi societari. Lo statuto può attribuire al Consiglio di Sorveglianza anche funzioni di supervisione strategica, ovvero l’approvazione dei piani, programmi ed indirizzi strategici definiti dal Consiglio di Gestione.

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, sempre che la nomina dei componenti del Comitato di Controllo sia rimessa all’assemblea degli azionisti. La valutazione sul sistema di governance è quindi sempre effettuata caso per caso da Frontis Governance, ritenendo impossibile l’individuazione di un unico modello unico valido per tutte le società italiane.

² Art. 2380 del Codice Civile

2.2 Informazione

Una trasparente e tempestiva informazione su tutti i candidati e componenti degli organi societari è fondamentale per consentire agli azionisti una corretta valutazione. Almeno le seguenti informazioni dovrebbero essere riportate nei documenti a disposizione degli azionisti 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: eventuale data di prima nomina, età, nazionalità, attività principale, dettagli sulla carriera professionale antecedente ed eventualmente in seno al gruppo, tutte le posizioni 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 e indirettamente;
- ✓ definizione del Consigliere/candidato quale esecutivo, non-esecutivo o indipendente, ed indicazione dei candidati a cariche speciali, almeno per quanto riguarda il Presidente e l'Amministratore Delegato;
- ✓ motivazioni per cui un Consigliere/candidato non-esecutivo non è eventualmente 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, incluse eventuali aree di miglioramento;
- ✓ piani di successione per gli Amministratori esecutivi e 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

Frontis Governance si aspetta che l'organo amministrativo di tutte le società quotate adotti una politica o un orientamento sulla composizione ottimale del Consiglio stesso. Tale documento dovrebbe essere adottato anche dalle società per cui non è previsto un obbligo regolamentare o in cui il Consiglio non può proporre una propria lista, allo scopo di guidare gli azionisti nella definizione delle proposte sulla dimensione e compensi dei Consiglieri e nella selezione dei candidati più idonei a ricoprire la carica, tenendo conto delle specificità della società e del settore. L'orientamento dovrebbe contenere, oltre ai profili di professionalità ed esperienza che dovrebbero essere rappresentati in Consiglio, anche indicazioni relative alla diversità (di cultura, età, genere eccetera), così come una stima dell'impegno richiesto dalla carica e del numero massimo di incarichi esterni considerato compatibile con tale impegno.

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 un numero sufficiente di Consiglieri indipendenti.

In linea di principio, Frontis Governance può valutare negativamente Consigli con meno di 5 o più di 15 componenti (al massimo 12 Consiglieri sono raccomandati da Ethos), 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 Ethos, 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 proprietaria³.

Frontis Governance ed Ethos generalmente supportano la presenza di rappresentanti di singoli azionisti nel Consiglio di Amministrazione, ma nessun azionista dovrebbe essere in grado di controllare l'organo societario o esercitare un'influenza maggiore rispetto 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 e tutelare gli interessi di lungo periodo di tutti gli azionisti e dell'azienda nel suo complesso.

La presenza di Amministratori esecutivi è valutata in base alle specificità della società e del settore di riferimento, ma il Consiglio deve essere sempre composto in larga maggioranza da Consiglieri non esecutivi.

Il Consiglio dovrebbe rappresentare una pluralità di competenze necessarie per il suo buon funzionamento, tenendo conto delle specificità del settore e del piano strategico della società. Tra i membri non esecutivi dovrebbero essere rappresentate competenze giuridiche, economico-finanziarie, in tema di remunerazioni, corporate governance e sostenibilità socio-ambientale, oltre alle competenze specifiche del settore, in modo da garantire le più alte professionalità in grado di bilanciare, e al tempo stesso supportare, il potere decisionale del management e degli Amministratori esecutivi. In considerazione della continua e sempre più rapida innovazione digitale, è inoltre altamente raccomandabile la presenza in Consiglio di competenze manageriali e tecniche nei settori dell'information technology e cybersecurity.

La Legge n. 120 del 2011 ha stabilito che ciascun genere sia rappresentato da almeno un terzo dei componenti degli organi societari delle società quotate italiane, per tre mandati (di massimi tre anni ciascuno) a partire dal primo rinnovo successivo all'entrata in vigore della norma⁴. La Legge 27 dicembre 2019, n. 160 (Legge di Bilancio 2020), ha esteso il periodo di applicazione della norma a sei mandati (sempre a decorrere dal primo rinnovo successivo all'entrata in vigore della Legge n. 120/2011), ed ha aumentato a due quinti la quota riservata al genere meno rappresentato. Per cui, a partire dal primo rinnovo successivo a gennaio 2020, e per tre mandati consecutivi, ciascun genere dovrà essere rappresentato da almeno il 40% dei componenti il Consiglio di Amministrazione.

Nonostante possano rappresentare un elemento di rigidità nella definizione della migliore composizione del Consiglio, Frontis Governance supporta l'introduzione di limiti di età per i Consiglieri esecutivi e non-esecutivi. Tale previsione risulta appropriata laddove i Consiglieri non

³ Tale principio non è applicabile alle società non quotate, per le quali la valutazione sull'opportunità di Consiglieri indipendenti è effettuata in base all'assetto proprietario.

⁴ La quota minima da riservare al genere meno rappresentato è ridotta al 20% per il primo rinnovo successivo all'entrata in vigore della Legge n. 120/2011.

sono eletti individualmente, ma all'interno di liste bloccate. Imporre un limite all'età, o al numero di mandati consecutivi per ciascun Consigliere, consentirebbe infatti di limitare il rischio di "trinceramento", favorendo il ricambio e la definizione di piani di successione dei Consiglieri. In linea con i principi di Ethos, Frontis Governance considera adeguato non proporre per il rinnovo Consiglieri di età pari o superiore a 75 anni, e di non proporre per il primo mandato candidati di età pari o superiore a 70 anni. Inoltre, Ethos raccomanda di limitare a 16 anni la permanenza in carica di Consiglieri non-esecutivi, al fine di garantire un certo livello di ricambio in seno al Consiglio.

2.4 Comitati interni

In linea con le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, Frontis Governance raccomanda l'istituzione di almeno 3 Comitati: Comitato Controllo e Rischi, Comitato Remunerazioni e Comitato Nomine. Nelle imprese finanziarie sarebbe inoltre sempre auspicabile l'istituzione di un Comitato Rischi separato dal Comitato per il Controllo.

Frontis Governance ed Ethos supportano anche la costituzione di un Comitato con compiti propositivi e di monitoraggio sulle tematiche di sostenibilità socio-ambientale. Tali compiti possono essere anche attribuiti ad un Comitato preesistente, preferibilmente al Comitato responsabile della supervisione dei rischi, ammesso che almeno uno dei componenti sia in possesso di provate professionalità in termini di sostenibilità. I compiti principali di tale Comitato sono la partecipazione allo sviluppo della strategia e delle politiche di sostenibilità, nonché il monitoraggio della loro implementazione. È di fondamentale importanza, infatti, che la strategia di sostenibilità sia parte integrante dei piani strategici della società, e che sia parimenti definita dal principale organo societario di amministrazione e controllo. È inoltre essenziale che la strategia di sostenibilità copra tutte le tematiche materiali per la società (secondo il principio di doppia materialità) e definisca in maniera chiara gli obiettivi di breve, medio e lungo termine. La società dovrebbe inoltre comunicare ai propri stakeholders, in maniera chiara e trasparente, sia la strategia che la sua implementazione.

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 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 compiti consultivi sulla composizione del Consiglio, e la proposta di eventuali candidature per la sostituzione di Consiglieri cessati in corso di mandato, il Comitato Nomine (o l'eventuale Comitato combinato) dovrebbe essere responsabile della definizione ed implementazione dell'autovalutazione annuale del Consiglio. L'attività di autovalutazione dovrebbe essere effettuata con l'ausilio 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, incluse eventuali aree di miglioramento, dovrebbero essere dettagliatamente descritte nella Relazione annuale sulla Corporate Governance.

Tutti i Comitati raccomandati, tranne l'eventuale Comitato per la Sostenibilità, dovrebbero essere interamente composti da Amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. In particolare:

- ✓ il Comitato Controllo e Rischi dovrebbe essere sempre interamente composto da Consiglieri indipendenti e in maggioranza da esperti in materie finanziarie⁵;
- ✓ nel caso in cui il Comitato per il Controllo non sia interamente composto da Consiglieri indipendenti, dovrebbe essere sempre istituito uno specifico Comitato responsabile della valutazione di operazioni con parti correlate, esclusivamente composto da Consiglieri indipendenti; l'informativa sui componenti e le attività del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate dovrebbe essere dettagliata al pari di quanto riportato per gli altri Comitati;
- ✓ 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;
- ✓ il Presidente del Consiglio di Amministrazione non dovrebbe presiedere nessuno dei Comitati sopra riportati, che dovrebbero essere sempre presieduti da Consiglieri strettamente indipendenti; il Comitato Controllo e Rischi, inoltre, non dovrebbe essere presieduto da Consiglieri che abbiano occupato in passato posizioni esecutive nel gruppo o in società collegate, indipendentemente dal tempo trascorso dal termine del rapporto professionale.

L'analisi di Frontis Governance prende in considerazione anche l'operato dei vari Comitati interni, con particolare riguardo a decisioni che possono essere valutate come non allineate agli interessi di lungo periodo della generalità degli *stakeholders*. 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 alle riunioni di Consiglieri esecutivi o rappresentanti del management.

Ciascun Consigliere dovrebbe assistere di persona ad oltre il 75% delle riunioni consiliari e di ciascun Comitato di cui è membro.

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 alcuni 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.

La valutazione dei compensi è generalmente effettuata sulla base delle medie riscontrate nel mercato, in emittenti di dimensioni simili ed operanti nel medesimo settore (*peers*). Non dovrebbero essere previsti gettoni di presenza per la partecipazione alle riunioni del Consiglio

⁵ 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.

(assistere alle riunioni consiliari è il compito minimo richiesto ad un Consigliere, per cui dovrebbe essere retribuito dal compenso fisso), a meno che il compenso fisso non sia particolarmente contenuto. I gettoni di presenza sarebbero invece da preferire al compenso fisso con riferimento alla partecipazione ai Comitati interni.

Qualsiasi componente variabile legata al raggiungimento delle performance è valutata negativamente, perché rischierebbe, da un lato, di incentivare decisioni orientate a performance di breve termine, e dall'altro di allineare gli interessi dei Consiglieri non esecutivi con quelli degli esecutivi, di cui dovrebbero 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, sempre non significativa, degli emolumenti percepiti. Sia nel caso di una quota del compenso fisso in azioni che di investimento del Consigliere, dovrebbe essere sempre previsto un periodo di indisponibilità delle azioni assegnate o acquistate (*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 negativa, in quanto potrebbe incentivare attività speculative 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.

Secondo la legge italiana, il mandato di tutti gli organi societari di società quotate non può eccedere i 3 esercizi⁶. Eventuali proposte volte a ridurre la durata del mandato sono valutate caso per caso e dovrebbero essere sempre adeguatamente giustificate dai proponenti.

Al fine di garantire una certa continuità nell'attività del Consiglio al termine del mandato triennale, Frontis Governance ed Ethos valutano positivamente l'introduzione di meccanismi di rinnovo parziale del Consiglio in ciascun anno di mandato (cosiddette *staggered elections*). Attraverso tali meccanismi, l'assemblea elegge un terzo dei Consiglieri ogni anno, per un mandato individuale di 3 anni, mantenendo inalterati i requisiti in tema di indipendenza e diversità di genere previsti da normative e regolamenti.

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 dal management e dagli interessi di singoli azionisti. Oltre che coordinare i lavori del Consiglio, il Presidente ha il compito di garantire il corretto flusso informativo tra il management ed i Consiglieri non esecutivi.

Allo scopo di evitare ogni sorta di conflitto di interessi nello svolgimento del suo delicatissimo ruolo di raccordo tra management e Consiglieri non esecutivi, il Presidente non dovrebbe mai essere

⁶ 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.

titolare di deleghe operative. Parimenti, non dovrebbe essere nominato Presidente un ex CEO della società, indipendentemente dal tempo trascorso dalla conclusione del rapporto di lavoro.

Frontis Governance valuta positivamente la nomina di un Presidente in possesso dei più stringenti requisiti di indipendenza dalla società e dagli azionisti. In funzione di caratteristiche specifiche della società, in casi eccezionali, temporanei ed adeguatamente giustificati dal proponente, Frontis Governance può valutare favorevolmente anche la nomina a Presidente di un Amministratore esecutivo o di un ex CEO, ma la valutazione è sempre contraria al combinato ruolo di CEO e Presidente del Consiglio di Amministrazione.

Ogniqualvolta 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 Amministratori esecutivi e 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. Sarebbe inoltre opportuno attribuire al LID il potere di convocare il Consiglio, il ruolo di supporto al Presidente per la definizione dell'ordine del giorno delle riunioni consiliari e la funzione di punto di riferimento nel dialogo con gli azionisti di minoranza. 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 la natura degli incarichi interni ed esterni al gruppo eventualmente ricoperti dal LID.

2.7 Compenso del Presidente non esecutivo

Negli ultimi anni si è assistito ad un'evoluzione significativa del ruolo del Consiglio di Amministrazione nel supporto e monitoraggio della gestione e dei rischi aziendali. Di conseguenza, anche il ruolo del Presidente non esecutivo si è arricchito di nuovi compiti e responsabilità, che richiedono spesso un impegno continuativo e costante.

Il compenso del Presidente è valutato sulla base del confronto con società comparabili per dimensioni e attività, tenendo conto dell'impegno effettivamente richiesto dalle caratteristiche specifiche dell'emittente e le regole di governance che ha adottato.

Può essere valutato negativamente un compenso significativamente superiore a quello degli altri Consiglieri non esecutivi (generalmente non oltre il doppio), così come un compenso superiore alla media delle remunerazioni corrisposte dall'emittente ai dirigenti con responsabilità strategiche. Compensi superiori possono comunque essere valutati favorevolmente se di importo considerato ragionevole e correlato ad un impegno *a tempo pieno* del Presidente.

In nessun caso il Presidente non esecutivo dovrebbe essere titolare di compensi variabili legati alle performance né benefici legati al pensionamento o alla risoluzione anticipata del rapporto.

2.8 Indipendenza dei Consiglieri

Così come evidenziato nel paragrafo 2.3, il Consiglio dovrebbe essere sempre composto in maggioranza da Consiglieri strettamente indipendenti sia dalla società che da azionisti rilevanti ed eventuali parti correlate a tali soggetti.

A differenza di quanto previsto dalle norme e dal Codice di Autodisciplina degli emittenti italiani⁷, tale previsione è estesa da Frontis Governance a tutte le realtà, indipendentemente dalle dimensioni e dalla struttura proprietaria. Secondo i principi di Frontis Governance, infatti, il Consiglio di Amministrazione ed il Consiglio di Sorveglianza dovrebbero essere sempre in grado di monitorare l'operato della dirigenza e la tutela degli interessi di tutti gli azionisti secondo criteri di assoluta indipendenza, oltre che svolgere il proprio ruolo di supporto alle scelte strategiche nell'interesse generale della società nel lungo periodo.

Una rappresentanza minoritaria di indipendenti può essere valutata favorevolmente solo se lo richiedono le caratteristiche 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 non è mai considerato indipendente. Parimenti non è generalmente considerato indipendente un Consigliere che abbia trascorso la maggior parte della sua vita professionale (oltre 20 anni) all'interno della società o del gruppo, a meno che non siano intervenuti cambiamenti sostanziali nella struttura proprietaria del gruppo stesso dal momento in cui è cessato il precedente rapporto professionale.
- ✓ Aver ricoperto cariche anche di controllo o non esecutive presso l'emittente, il gruppo di riferimento, società controllate o controllanti, per oltre 9 anni consecutivi negli ultimi 12. Il Consigliere non è generalmente considerato indipendente da Frontis Governance anche se ha ricoperto tali cariche in società successivamente confluite nell'emittente (ad esempio, se la società XY è risultata dall'integrazione delle società X e Y, non è generalmente valutato come indipendente il Consigliere che nei precedenti 9 anni abbia ricoperto una carica in una società qualsiasi tra X o Y).
- ✓ 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.

⁷ Secondo la legge italiana, almeno un Consigliere deve essere indipendente, o 2 se il Consiglio è composto da più di 7 componenti (art. 147-ter del TUF). Almeno un terzo dei Consiglieri deve essere indipendente nelle società che adottano il sistema "monistico" (art. 2409-septiesdecies del Codice Civile), mentre il Regolamento Consob n. 16191 ("Regolamento Mercati") richiede la maggioranza di Consiglieri indipendenti nelle società controllate da altra società quotata in Italia o all'estero. Di contro, il Codice di Autodisciplina, come modificato nel 2020, raccomanda che i Consiglieri indipendenti rappresentino almeno la metà del Consiglio nelle grandi società (con oltre €1 miliardo di capitalizzazione) ad azionariato diffuso ed almeno un terzo in quelle a proprietà concentrata, mentre mantiene la previsione normativa di 2 indipendenti per le altre società quotate.

- ✓ 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 o 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.
- ✓ Intrattenere, o 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.
- ✓ Detenere, direttamente o indirettamente, una quota significativa del capitale o dei diritti di voto (orientativamente oltre il 3%), così come i rappresentanti di tali azionisti rilevanti. La valutazione di eventuali rischi sull'indipendenza del Consigliere prende però in considerazione la composizione dell'azionariato e gli effettivi rapporti dell'azionista significativo con eventuali azionisti di controllo ed il management, per cui può essere valutato come indipendente il rappresentante di un azionista significativo che non abbia alcuna comunione di interessi con il maggiore azionista della società.
- ✓ Percepire compensi eccessivi rispetto alle medie del settore e del mercato, o di importo paragonabile al compenso fisso medio dei Dirigenti con responsabilità strategiche.
- ✓ Percepire, da parte dell'emittente o di parti correlate, compensi ulteriori rispetto all'emolumento per la carica 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.
- ✓ Beneficiare 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.
- ✓ Ricoprire un incarico esecutivo in una società terza, in cui un esponente esecutivo dell'emittente o di un azionista di controllo abbia un incarico di amministrazione (*cross directorship*).
- ✓ In caso di cooptazione, la relativa nomina non abbia coinvolto il Comitato consiliare preposto (composto in maggioranza da Consiglieri indipendenti) o esperti esterni indipendenti, o non abbia seguito procedure equivalenti.
- ✓ Ricoprire, o aver ricoperto negli ultimi 5 anni, rilevanti incarichi governativi o in seno a partiti politici. Nel caso di emittenti controllati, anche indirettamente, da istituzioni pubbliche, il Consigliere che abbia maturato una significativa esperienza politica è sempre considerato non indipendente, anche se sono trascorsi oltre 5 anni dall'ultimo incarico.
- ✓ Ricoprire, o 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.

Al di là dell'elencazione di requisiti che dovrebbe possedere un Consigliere indipendente, occorre sottolineare che la definizione di indipendenza attiene a caratteristiche personali che non possono

essere limitate alla verifica di fattori oggettivi. Qualsiasi analisi relativa alla governance di società quotate deve avere come punto di riferimento il 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 singoli azionisti rilevanti. Parimenti, Consiglieri formalmente “non indipendenti” possono dimostrare un’effettiva indipendenza di giudizio che possa contribuire a realizzare concretamente il bilanciamento di poteri in seno all’organo amministrativo. Per cui, tutte le analisi relative all’indipendenza dei Consiglieri e la composizione del Consiglio devono essere effettuate caso per caso.

2.9 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.

Le analisi di Frontis Governance prendono in considerazione sia la presenza alle riunioni dei Consiglieri uscenti sia il numero di impegni esterni, inclusa l’attività lavorativa principale e gli incarichi ricoperti 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 in società quotate o non quotate di grandi dimensioni (oltre 250 dipendenti e fatturato superiore a 50 milioni di Euro) o
- ✓ una carica di Amministratore esecutivo e più di un ulteriore incarico non esecutivo in società quotate o di grandi dimensioni.

In considerazione della rilevanza dell’incarico e dell’impegno necessario, il ruolo di Presidente non esecutivo è valutato alla pari di due incarichi non esecutivi, per cui è incompatibile per le guidelines di Frontis Governance la carica di Presidente con una carica esecutiva in altra società quotata o di grandi dimensioni.

Nel calcolo del numero di incarichi si considerano inoltre l’attività principale del Consigliere, incarichi governativi anche locali e in 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 scopo 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 e Comitato Nomine.

Fermo restando i limiti al cumulo di incarichi sopra riportati, Frontis Governance valuta favorevolmente la nomina di Consiglieri indipendenti che ricoprono incarichi non esecutivi in più

società quotate, in quanto ciò può costituire una maggiore garanzia di indipendenza dal singolo emittente.

2.10 Il Consiglio di Sorveglianza

Le funzioni del Consiglio di Sorveglianza, presente nelle società che adottano il sistema di governance duale, sono maggiormente orientate 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 segue i medesimi criteri evidenziati per il Consiglio di Amministrazione, ma con una più rigida applicazione dei requisiti di indipendenza, che dovrebbero essere strettamente rispettati da un'ampia maggioranza dei Consiglieri.

2.11 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". Se sono state presentate due o più liste, almeno un Sindaco deve essere tratto dalla lista risultata seconda per numero di voti e sottoscritta da azionisti che non siano collegati, neanche indirettamente, con gli azionisti che hanno sottoscritto o votato la lista che ha ottenuto più voti ("lista di minoranza").

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 TUF). La grande maggioranza 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. Nell'analisi del Collegio Sindacale, Frontis Governance prende in considerazione tutti i requisiti di indipendenza elencati per gli Amministratori al precedente paragrafo 2.8, che dovrebbero essere strettamente rispettati da tutti i candidati, prestando particolare attenzione ai seguenti fattori:

- ✓ il numero di cariche ricoperte in società controllate e collegate;
- ✓ i compensi complessivamente ricevuti dal gruppo e da 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.

2.12 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 dovrebbero 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 quanto eventualmente erogato da società controllate e collegate. Un compenso eccessivo ricevuto dagli azionisti di controllo o da società collegate può sollevare serie preoccupazioni sull'indipendenza di giudizio del Sindaco.

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

Tutte le componenti della remunerazione dei membri di organi societari 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 in uno specifico punto all'ordine del giorno, separato dalle politiche di remunerazione.

Secondo quanto previsto dal D. lgs. 49/2019 di recepimento della Direttiva UE/2017/828 ("Shareholder Rights Directive II"), che ha modificato l'art. 123-ter del Testo Unico della Finanza, a partire dalle assemblee annuali 2020 gli azionisti sono chiamati a deliberare con voto vincolante sulle politiche di remunerazione (riportate nella prima sezione della Relazione Annuale sulle Remunerazioni), con cadenza almeno triennale ed in occasione di ogni modifica alle politiche stesse, e ad un voto annuale non vincolante anche sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente (seconda sezione della Relazione). Seppure non sia vincolante, le società dovranno illustrare, nella Relazione dell'anno seguente, in che modo hanno tenuto conto del voto degli azionisti sui compensi corrisposti.

Tutte le analisi di Frontis Governance si basano sui principi-guida evidenziati di seguito, attribuendo maggior peso a trasparenza e struttura dei compensi (fisso, variabile, benefits, indennità di fine rapporto e altre clausole contrattuali) per quanto riguarda le politiche. L'analisi dei compensi corrisposti è invece maggiormente focalizzata su coerenza con le politiche approvate, trasparenza riguardo gli obiettivi utilizzati per calcolare i compensi variabili e allineamento con i risultati di breve e lungo periodo.

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 con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima o unica convocazione assembleare (almeno 21 giorni, ma preferibilmente 30 giorni) e contenere almeno le seguenti informazioni:

- a) Una descrizione dettagliata dei principi e dei processi seguiti nella definizione delle politiche di remunerazione, incluso l'eventuale utilizzo di analisi comparative di settore o mercato con indicazione dei *peers* di confronto.
- b) Il ricorso a consulenti esterni indipendenti, indicandone l'identità e gli eventuali ulteriori servizi forniti alla società.
- 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, soprattutto con riferimento ai piani di incentivazione di lungo termine (mentre per i piani annuali sarebbe auspicabile la comunicazione almeno dell'obiettivo minimo, ovvero della soglia al di sotto della quale il bonus non è corrisposto);
 - iv) Il periodo di riferimento per il raggiungimento dei target (*performance period*) ed il relativo metodo di calcolo (ad esempio, risultato cumulato nel lungo periodo o media dei risultati annuali);
 - v) Il periodo di maturazione dei diritti (*vesting period*);
 - vi) Per ciascun Amministratore esecutivo, per il Direttore Generale e almeno 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 dell'incentivo massimo attribuibile. Nel caso di strumenti finanziari, il livello massimo dovrebbe riferirsi al *fair value* delle *stock options* o al valore di mercato delle azioni alla data di attribuzione (all'inizio del periodo di *vesting*);
 - 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 a forme pensionistiche integrative, che, in quanto equivalenti ad una componente differita della remunerazione non legata alle performance, dovrebbero essere fortemente limitati in rapporto ai compensi complessivi (generalmente non superiori al 30% dei compensi fissi).
- 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 altri emittenti confrontabili per dimensione ed attività.
- g) I risultati conseguiti nel breve e nel lungo termine che hanno determinato l'assegnazione dei compensi variabili nell'esercizio passato.
- h) Il rapporto tra compensi fissi e totali del massimo dirigente con salari e stipendi medi dei dipendenti del gruppo, comprese le società controllate estere, e relativa variazione annuale.

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 non abbiano fornito nei 3 esercizi precedenti, servizi di consulenza ad altre strutture societarie. Il Comitato per le Remunerazioni, sempre composto in maggioranza da Consiglieri indipendenti, dovrebbe avere un ruolo determinante nella definizione delle politiche e nell'attribuzione dei compensi variabili.

Il Comitato per le Remunerazioni dovrebbe essere presieduto da un Consigliere indipendente, non dovrebbe includere alcun Consigliere esecutivo dell'emittente, e l'eventuale presenza di esponenti del management alle riunioni del Comitato dovrebbe essere evidenziata nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni.

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 esecutiva in realtà esterne nella definizione delle politiche di remunerazione di società simili.

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 degli obiettivi di performance 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.

L'analisi prende in considerazione anche il rapporto tra compenso totale del CEO e la media di stipendi e salari corrisposti ai dipendenti, con particolare attenzione alle variazioni nel tempo ed il confronto con le pratiche del settore e del mercato. Un'eccessiva sproporzione tra compensi dei massimi dirigenti e retribuzione del personale rischia di generare una sensazione di ingiustizia e demotivare i dipendenti, oltre a rischi di carattere reputazionale per il gruppo. A questo proposito, si invitano gli emittenti italiani ad indicare chiaramente nel Bilancio consolidato salari e stipendi corrisposti dal gruppo e la composizione media del personale nel corso dell'esercizio.

In seguito al recepimento della Direttiva UE 2017/828 ("Shareholder Rights Directive II") e la conseguente modifica dell'art. 123-ter del TUF e del Regolamento Emittenti di Consob, gli emittenti italiani includono nella Relazione sulle Remunerazioni gli elementi della politica ai quali è possibile derogare. Tale sezione dovrebbe evidenziare le possibili cause di deroga, così come le procedure di valutazione e approvazione, e definire dei limiti chiari alle possibili modifiche alle varie componenti remunerative.

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 e alla complessità gestionale dell'emittente, e nel confronto con la mediana del settore e del mercato.

Il compenso fisso non dovrebbe essere eccessivamente elevato in rapporto alle pratiche del settore, 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 e adeguatamente giustificata nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni. Se è prevista una limitazione o un blocco agli incrementi salariali per i dipendenti, il top management dovrebbe essere soggetto alle medesime condizioni.

3.4 Compensi variabili

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. Una quota dei piani di incentivazione, sia di breve che di lungo periodo, dovrebbe sempre dipendere dal raggiungimento di obiettivi misurabili collegati alla sostenibilità ambientale e/o sociale, purché i parametri utilizzati siano trasparenti e chiaramente allineati con le caratteristiche e le strategie dell'emittente. La mera presenza o la graduatoria negli indici di sostenibilità non è generalmente valutata sufficiente ad allineare efficacemente gli interessi del management con lo sviluppo sostenibile nel lungo periodo. Tale parametro di performance rischia infatti di incentivare comportamenti di breve termine, non necessariamente allineati alle strategie dell'emittente. Eventuali parametri di performance qualitativi non misurabili o non adeguatamente dettagliati possono essere considerati alla stregua di incentivi discrezionali.

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 numero di titoli attribuibili a ciascun beneficiario in corrispondenza delle diverse soglie di performance (anche in aggregato per i Dirigenti con responsabilità strategiche che non siedono nel Consiglio). In alcuni casi, al posto del numero di azioni da attribuire, il piano fissa il valore dell'incentivo che sarà corrisposto al termine del periodo di performance, mentre il numero di azioni varierà in base alla quotazione di mercato. Frontis Governance è generalmente contraria a tale pratica, in quanto riduce significativamente l'allineamento tra gli interessi del management e creazione (o distruzione) di valore dell'azienda durante il periodo di maturazione dell'incentivo.

Nessun compenso variabile dovrebbe essere corrisposto in caso di mancato raggiungimento di livelli minimi di performance predefiniti e comunicati al mercato. In generale, è valutata negativamente ogni previsione di un variabile minimo garantito, così come obiettivi di performance non sufficientemente sfidanti o inferiori alla mediana dei *peers* (nel caso di criteri di performance relativa).

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 il pagamento dell'incentivo avviene in esercizi successivi). Piani di incentivazione con periodi di performance inferiore ai 3 anni sono valutati da Frontis Governance come incentivi di breve termine.

In linea di principio, il totale dei compensi variabili attribuibili, al massimo livello di performance, non dovrebbe superare il 300% dei compensi fissi, oppure il 450% se i compensi fissi sono inferiori ai valori mediani del settore e del mercato di riferimento e gli obiettivi di performance sono particolarmente sfidanti. In ogni caso, i bonus annuali, legati a performance di breve termine, non dovrebbero superare il 150% del fisso. Possono essere valutati positivamente anche compensi variabili che superano i limiti sopra esposti, in funzione delle specificità del settore e dell'emittente, sempre a condizione che il variabile sia in larga parte legato a performance sfidanti di lungo periodo e che la coerenza tra struttura retributiva e 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 dovrebbero essere soggette ad un periodo di indisponibilità (*lock-up period*).

L'assenza di piani di incentivazione di lungo termine può essere valutata favorevolmente quando gli Amministratori esecutivi sono anche azionisti rilevanti della società, in quanto la forte partecipazione azionaria di per sé garantisce un adeguato allineamento di interessi con gli altri azionisti nel lungo periodo, sempre che la componente variabile di breve termine non sia tale da incentivare comportamenti gestionali eccessivamente rischiosi.

Forme di copertura personale o assicurazioni sulle remunerazioni dovrebbero essere espressamente vietate o fortemente scoraggiate, in quanto volte a limitare l'obiettivo di allineamento al rischio proprio dei piani di compensi variabili.

Modifiche agli obiettivi o ai parametri di performance durante il *vesting period* sono generalmente valutate negativamente. Eventuali revisioni dovute ad eventi straordinari ed esogeni sono valutate caso per caso, ma dovrebbero essere sempre accompagnate da una rimodulazione anche di altri aspetti del piano di incentivazione come, ad esempio, una riduzione dell'incentivo massimo, il differimento del pagamento di una quota significativa dell'incentivo soggetta ad ulteriori parametri di performance, o un allungamento del periodo di performance.

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 (*malus conditions*). In particolare, il differimento è valutato come assolutamente necessario se il bonus annuale può rappresentare più del 50% dei compensi variabili. Se il bonus è corrisposto in azioni, la quota non differita dovrebbe essere soggetta ad un periodo di indisponibilità (*lock-up*) di almeno 2 anni.

Il bonus dovrebbe essere sempre collegato a parametri di performance predefiniti e dettagliatamente comunicati nella Relazione Annuale 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 (generalmente, è valutato negativamente un peso superiore al 20%) e non comportino un'eccessiva discrezionalità da parte del Consiglio di Amministrazione nella definizione del premio. 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 possibilità di attribuire bonus discrezionali o non chiaramente collegati a parametri di performance prestabiliti (“una tantum”, bonus eccezionali in occasione di operazioni straordinarie, *retention* 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 a eventi chiaramente indicati nella politica (ad es., operazioni straordinarie in linea con il piano strategico o *entry* bonus limitati ai compensi variabili cui il beneficiario ha rinunciato lasciando la precedente attività lavorativa).

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 variegati (operativi, finanziari e non finanziari), preferibilmente valutati in rapporto ai *peers*, 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 Annuale 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 sufficiente ad allineare gli interessi del management con quello degli *stakeholders*. 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 dovrebbe sempre indicare i livelli di *vesting* minimo, a target e massimo raggiungibili da ciascun piano. Una parte significativa degli incentivi di lungo periodo dovrebbe essere corrisposta sotto forma di strumenti finanziari quali *performance shares* (azioni gratuite assegnate al raggiungimento di obiettivi predeterminati) o *stock options*. Le azioni assegnate in base ai piani di incentivazione dovrebbero essere soggette ad un periodo di indisponibilità (*lock-up period*) di almeno 2 anni, o almeno 1 anno se il pagamento è differito rispetto alla conclusione del *vesting period*. Il prezzo di esercizio delle opzioni (*strike price*), o almeno la relativa metodologia di calcolo, dovrebbe essere chiaramente indicato al momento dell’assegnazione, e nessuno sconto dovrebbe essere applicato allo *strike price* rispetto ai valori di mercato dell’azione.

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 medio/lungo periodo.

Il numero 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. L'utilizzo di azioni proprie al servizio dei piani di incentivazione è generalmente da preferire rispetto all'emissione di nuove azioni. Nel caso in cui i piani azionari prevedano l'emissione di nuove azioni, 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 e adeguatamente giustificati, in società ad elevato potenziale di crescita, *start-up* e settori fortemente caratterizzati da cicli di ricerca e sviluppo particolarmente lunghi.

Previsioni che consentano 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 e all'ammontare potenziale dell'incentivo, dovrebbero essere fortemente limitate e descritte in maniera chiara ed esaustiva nella Relazione Annuale.

La partecipazione di un singolo beneficiario a più di un piano di incentivazione, così come l'istituzione di piani dedicati a singoli beneficiari (come ad esempio al CEO), dovrebbe essere adeguatamente motivata dal Consiglio. Nel caso, ciascun piano dovrebbe dipendere da parametri di performance differenti, in modo da assicurare che il singolo beneficiario non stia semplicemente accumulando pacchetti retributivi aggiuntivi. In linea di principio, Frontis Governance ed Ethos valutano poco efficiente l'incremento nel numero di piani di incentivazione, in quanto aggiungono complessità e disparità nei sistemi di remunerazione senza necessariamente realizzare un miglior allineamento di interessi. La valorizzazione del contributo dei singoli beneficiari può essere realizzata più semplicemente ed equamente variando le caratteristiche del piano in essere (ad es. attraverso parametri di performance specifici e differenti livelli di *vesting*).

3.7 Clausole di clawback 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 dei compensi variabili maturati, se 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.

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

I meccanismi che consentono alla società di recuperare, in tutto o in parte, gli incentivi corrisposti sono chiamati clausole di *clawback*. 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, ma anche in caso di violazioni di norme e regolamenti, comportamenti fraudolenti e significativo deterioramento economico-finanziario e patrimoniale nel lungo periodo. Sono generalmente valutate negativamente le clausole di *clawback* che prevedono un limite temporale alla propria applicazione inferiore ai 5 anni.

Possono essere valutati favorevolmente anche piani di incentivazione che non prevedano clausole di *clawback*, a condizione comunque che l'erogazione di una quota significativa di ciascuna

componente variabile sia differita nel lungo periodo (almeno 3 anni e senza *vesting* annuali) e collegata alla sostenibilità dei risultati sulla base dei quali è stato definito l'ammontare dell'incentivo attraverso *malus conditions*.

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 (clausole di *change in control*) o alla risoluzione anticipata del rapporto di lavoro degli Amministratori esecutivi (*severance payments*). 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 payment*) ad eccedere l'equivalente di un'annualità di remunerazione monetaria complessiva (compenso fisso più la media dei bonus corrisposti nei 3 esercizi precedenti) o, se di importo inferiore, l'equivalente di 2 annualità di compenso fisso.

In considerazione delle pratiche comuni sul mercato italiano, possono essere valutate favorevolmente anche politiche che prevedono *severance payments* pari a 2 annualità di compensi totali, incluso il fisso e la media dei bonus annuali corrisposti negli ultimi 3 esercizi, se tale previsione risulta migliorativa rispetto alle pratiche precedenti o il compenso fisso risulta significativamente inferiore alla mediana dei *peers*.

Nella valutazione sono incluse anche le indennità corrisposte in base a previsioni normative e al contratto nazionale di lavoro, per cui nessun compenso ulteriore dovrebbe essere corrisposto se quanto dovuto in base a norme o contrattazione collettiva eccede l'equivalente di due annualità di compensi totali. La società dovrebbe comunque comunicare nel dettaglio tutte le componenti dei *severance payments* corrisposti, indicando in particolare la componente obbligatoria e quella derivante dall'accordo individuale.

In ogni caso, la valutazione si basa sempre sulla trasparenza nel compenso massimo che può essere corrisposto, 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 in azioni soggette ad un ulteriore periodo di indisponibilità, allo scopo di collegare anche tali compensi alla sostenibilità nel lungo periodo dei risultati conseguiti nel corso del mandato.

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. Frontis Governance valuta quindi inopportuna la pratica di estendere all'Amministratore Delegato le medesime tutele previste per i dipendenti, che risulta spesso in un indebito incremento delle 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 dei compensi in caso di cessazione della carica sono presi in considerazione anche eventuali patti di non concorrenza, che 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.

L'analisi dei compensi corrisposti (seconda sezione della Relazione sulle Remunerazioni) prende in considerazione anche il periodo di permanenza in carica del dirigente e le relative performance. Per cui, può essere emessa una raccomandazione negativa in caso di pagamento di indennità pari ad oltre un'annualità di compensi totali se il rapporto di lavoro è durato meno di 5 anni e/o in caso di risultati fortemente insoddisfacenti nel corso del mandato, con particolare riferimento al ritorno complessivo per gli azionisti (*Total Shareholder Return*).

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

Meccanismi che incentivino l'investimento ed il possesso azionario sono valutate 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 e con un obbligo di mantenimento pari almeno alla durata del mandato (3 anni). In tal modo anche gli interessi dei Consiglieri non esecutivi sarebbero maggiormente allineati a quelli degli azionisti nel lungo periodo, senza però essere eccessivamente dipendenti dalle 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 superiori ai 3 anni, 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 pari ad oltre il 10% del capitale esistente.

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

4. Società di revisione

L'indipendenza, l'obiettività e l'efficacia dell'attività di revisione esterna 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 legale in enti di interesse pubblico è pari a 9 esercizi, e non può essere rinnovato, né nuovamente conferito, se non sono passati almeno 4 esercizi dalla scadenza del precedente incarico⁸. Tale previsione normativa è più rigida rispetto a quanto previsto dai regolamenti europei⁹ ed alle guidelines internazionali di Ethos, che limitano la durata dell'incarico a 10 esercizi, estendibile per ulteriori 10 esercizi attraverso una gara pubblica.

Nell'analisi della società di revisione sono presi in particolare considerazione i seguenti fattori:

- ✓ Il livello di trasparenza sui compensi corrisposti alla società di revisione nell'esercizio di riferimento, incluso il dettaglio dei costi per 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 alle pratiche del mercato, le dimensioni e la complessità del gruppo.
- ✓ 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 incremento dei compensi annuali e che dovrebbero essere 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 ulteriori incarichi 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 altre realtà.

Frontis Governance supporta la nomina di un revisore unico per tutte le società appartenenti al medesimo gruppo, a condizione che il processo di selezione sia trasparente ed abbia coinvolto il Collegio Sindacale e/o il Comitato per il Controllo delle società partecipate quotate. La società di revisione non dovrebbe comunque fornire ulteriori servizi di consulenza al management

⁸ Art. 17 del D. lgs. 27 gennaio 2010 n. 39, consolidato con il D. lgs. 17 luglio 2016 n. 135.

⁹ Regolamento UE n. 537/2014.

dell'emittente, società controllate o controllanti, o azionisti di maggioranza relativa. 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 dei compensi ricevuti dal gruppo di riferimento dell'emittente sul fatturato annuale della società di revisione. Al fine di assicurarne la più stretta indipendenza, il totale dei compensi ricevuti dall'emittente e dal gruppo di riferimento non dovrebbe 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 della generalità 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 e alla parità di trattamento di tutti gli azionisti. La valutazione prende inoltre in considerazione anche come la società ha gestito le autorizzazioni ad aumentare il capitale nel passato (generalmente ultimi 5 esercizi).

Le medesime guidelines si applicano anche alle proposte relative a titoli convertibili in azioni.

5.1 Aumento di capitale con diritto 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 e non dovrebbe comportare un'eccessiva diluizione potenziale dei diritti degli azionisti che decidono di non sottoscrivere le nuove azioni. 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 e la lunghezza dell'autorizzazione 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. 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 e i termini delle offerte in opzione sono soggetti all'approvazione della Consob, generalmente a ridosso dell'inizio del periodo di offerta, 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 e Proxinvest considerano l'offerta in opzione delle nuove azioni come strumento basilare per proteggere gli azionisti da 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, così come 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, e risulti in linea con le pratiche del settore.

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*)¹⁰, qualsiasi autorizzazione generica ad aumentare il capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione è valutata negativamente indipendentemente dall'ammontare, a meno che non sia chiaramente giustificata 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.

In linea di principio, Frontis Governance si oppone a misure anti-scalata (meccanismi di *anti-takeover*) che possano 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. 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. Ciononostante, alcuni meccanismi di difesa potrebbero risultare opportuni in occasione di scalate ostili, ad esempio per consentire al management di valutare opzioni strategiche alternative. In questi casi, l'analisi di Frontis Governance è effettuata caso per caso, tenendo in considerazione gli obiettivi ed il track record del potenziale acquirente, così come gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi azionisti.

¹⁰ Tale deroga è consentita dal comma 1-ter dell'Art. 104 del TUF.

6. Azioni proprie

Le operazioni su azioni proprie possono talvolta rappresentare un utilizzo non efficiente delle risorse finanziarie o un ostacolo alla contendibilità della società, ad esempio aumentando artificialmente 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 motivazione 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 è valutata sulla base della situazione finanziaria attuale della società, dell'eventuale necessità di capitale e delle previsioni future relative a ricavi e flussi di cassa. 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 nei seguenti casi:

- ✓ l'acquisto di azioni proprie è proposto in sostituzione della distribuzione di dividendi o la società non è in grado di distribuire dividendi;
- ✓ il livello di indebitamento è eccessivo rispetto a società simili, o è aumentato in maniera significativa negli ultimi esercizi;
- ✓ l'acquisto di azioni proprie è principalmente volto a servire un piano di incentivazione non in linea con le guidelines di Frontis Governance;
- ✓ i compensi variabili dipendono in maniera preponderante da criteri di performance che potrebbero essere influenzati dalle operazioni su azioni proprie (ad es. l'Earning Per Share), a meno che la società non abbia specificato come intende neutralizzarne il potenziale impatto positivo sull'incentivo.

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. 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 dovrebbe essere limitata ad autorizzazioni pari a non oltre il 5% del capitale.

Secondo la legislazione italiana, qualsiasi autorizzazione ad acquistare azioni proprie non può avere una durata superiore a 18 mesi¹¹, in linea con le guidelines adottate da Proxinvest per i mercati europei.

Dato che l'autorizzazione ad acquistare e disporre di azioni proprie potrebbe essere utilizzata come meccanismo *anti-takeover*, la valutazione è generalmente negativa nelle società che si sono avvalse della facoltà di deroga alla *passivity rule*, 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. Da tale valutazione sono esclusi i piani di *buyback* esclusivamente destinati all'esecuzione di piani di incentivazione in linea con i principi di Frontis Governance.

Come già evidenziato per quanto riguarda gli aumenti di capitale, anche l'analisi delle autorizzazioni all'acquisto e disposizione di azioni proprie prende in considerazione come la società ha utilizzato tali autorizzazioni nel passato.

6.2 Riduzione del capitale attraverso acquisto e cancellazione di azioni proprie

Il capitale sociale può essere ridotto attraverso una riduzione del valore nominale, o della parità contabile delle azioni se queste non hanno indicazione del valore nominale, o attraverso la cancellazione di azioni proprie. La valutazione di proposte di riduzione del capitale si basa sempre 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;
- ✓ la riduzione di capitale è volta esclusivamente a compensare gli effetti di un piano di *scrip dividend* valutato non in linea con le guidelines di Frontis Governance;
- ✓ l'acquisto di azioni proprie può avvenire ad un premio eccessivo rispetto al valore di mercato (oltre il 10%).

¹¹ Art. 2357 del Codice Civile

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 è 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 anche 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* rilevanti 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, soprattutto se realizzato con metodi artificiosi come la separazione dei diritti amministrativi dall'ammontare dell'investimento, può contribuire ad aumentare la rischiosità dell'investimento, disincentivando la visione di lungo periodo tipica di quegli investitori istituzionali che partecipano attivamente alla vita societaria per adempiere al proprio mandato fiduciario.

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 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 causa di per sé una netta spaccatura tra rischio economico e potere decisionale, con il probabile unico risultato di rafforzare ulteriormente il 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 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 da parte degli azionisti esteri, che detengono le proprie azioni attraverso una lunga catena di intermediari. La possibilità di incrementare i diritti di voto rischia quindi di favorire indebitamente solo gli azionisti italiani di controllo, che attraverso il voto addizionale potrebbero cedere una quota anche significativa del capitale mantenendo sempre la maggioranza dei diritti di voto, così come gli azionisti di maggioranza relativa, che potrebbero guadagnare un’influenza dominante sull’assemblea senza aumentare il proprio investimento né il conseguente rischio economico.

L’osservazione dell’esperienza nei primi anni di applicazione delle nuove norme conferma che la quasi totalità dei diritti di voto aggiuntivi sono detenuti 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

Fusioni, acquisizioni, scorpori e ristrutturazioni sono generalmente transazioni di larga scala con significative conseguenze di lungo periodo per tutti gli stakeholders della società. Gli interessi dei vari portatori di interesse non necessariamente coincidono, soprattutto nel breve periodo. Risulta quindi di particolare importanza analizzare tale tipo di transazioni da una prospettiva di lungo termine, che consideri tutte le possibili conseguenze, non solo per gli azionisti ma anche per gli altri portatori di interesse, inclusi dipendenti, clienti, fornitori e membri delle comunità che potrebbero esserne impattati.

L'obiettivo dichiarato in quasi tutte le fusioni ed acquisizioni è la massimizzazione del valore della società, ma occorre sempre considerare che tali transazioni possono presentare anche rischi rilevanti, tra i quali:

- Problemi relativi all'integrazione di entità separate, spesso concorrenti e con differenti culture, che potrebbero, tra l'altro, impattare negativamente sulla motivazione dei dipendenti.
- L'importo del premio pagato per l'acquisizione, che dovrebbe rappresentare il valore delle sinergie attese dalla transazione. Il premio (*goodwill*) rischia però di eccedere anche significativamente le reali sinergie, e può essere soggetto a successive svalutazioni in seguito a *impairment tests*.
- I costi finanziari della transazione, con particolare riguardo alle spese straordinarie di ristrutturazione.

Le implicazioni sociali di fusioni, acquisizioni e ristrutturazioni richiedono inoltre una grande prudenza da parte degli azionisti, che dovrebbero essere in grado di valutare se la transazione è realmente nel miglior interesse della generalità degli stakeholders e non servono principalmente agli interessi del management o azionisti di riferimento delle entità coinvolte. Sarebbe quindi di particolare importanza costituire un Comitato speciale, composto esclusivamente da Consiglieri indipendenti e privi di qualsiasi interesse personale o professionale nell'operazione, che abbia il compito di valutare tutti gli aspetti della transazione, anche nei casi in cui quest'ultima non coinvolga parti correlate secondo le definizioni normative e regolamentari.

La previsione e valutazione degli effetti di lungo periodo di una fusione, acquisizione o ristrutturazione è particolarmente difficile per gli azionisti. Risulta quindi di estrema importanza che tutte le informazioni a riguardo siano chiaramente e tempestivamente comunicate. L'analisi di Frontis Governance valuta innanzitutto la qualità dell'informativa aziendale, incluse le motivazioni dettagliate dell'operazione, sinergie e costi attesi, impatti sui principali stakeholders e modalità di definizione del corrispettivo. A questo riguardo, ricoprono un ruolo determinante le *fairness opinion* sull'operazione redatte da soggetti esperti terzi ed indipendenti da tutte le parti in causa nella transazione.

Le analisi relative alle operazioni di fusione o acquisizione sono sempre 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, comprensiva delle *fairness opinion*, che deve essere resa disponibile in tempi adeguati a consentire un'analisi accurata e la formazione di

un'opinione consapevole da parte di tutti gli azionisti (preferibilmente con almeno 30 giorni di anticipo rispetto all'assemblea, e comunque non più di 21 giorni prima);

- ✓ il rispetto delle *best practices* di settore e di mercato nel processo di valutazione interna e da parte di esperti indipendenti;
- ✓ le condizioni finanziarie, con particolare riferimento alla valutazione degli *assets* 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* rilevanti 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 dal cosiddetto “capitalismo relazionale”, che si è manifestato spesso in comunioni di interessi tra azionisti non sempre formalizzate in patti di sindacato. 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”¹².

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 per il Controllo Interno 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’Italia¹³, 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.

¹² Art. 4 del Regolamento Consob 17221/2010

¹³ Circolare Banca d’Italia n. 263 del 2006

10. Sostenibilità sociale ed ambientale

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, ambientali e relativi ai diritti dei lavoratori, che sono ormai universalmente riconosciuti come fondamento per la creazione di valore nel lungo periodo. A questo riguardo, assume una particolare importanza la qualità dell'informativa di carattere non finanziario, che dovrebbe essere resa disponibile tempestivamente da tutte le società quotate. Tale informativa, che può essere inserita in un report dedicato o in una specifica sezione del Bilancio Annuale, dovrebbe essere redatta in conformità con standard di rendicontazione non-finanziaria internazionalmente riconosciuti (GRI, ESRS, ISSB o SASB) e soggetta a verifica da parte di esperti terzi ed indipendenti.

In aderenza alle previsioni normative europee, il Report di Sostenibilità dovrebbe descrivere, in maniera dettagliata, trasparente ed obiettiva: il modello di business, le politiche, i risultati, i profili di gestione del rischio e gli obiettivi relativi a impatti ambientali e sociali (con particolare riguardo ai dipendenti), diritti umani, lotta alla corruzione ed al riciclaggio. Particolare attenzione è inoltre riposta da Frontis Governance alla gestione e trasparenza degli aspetti fiscali, con specifico riguardo a strategie e politiche volte ad evitare fenomeni di evasione ed elusione fiscale.

Per quanto riguarda gli aspetti ambientali e sociali, 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 e le misure adottate per contrastare i cambiamenti climatici, coerentemente con il settore di attività dell'emittente;
- ✓ le politiche del lavoro, con particolare riferimento alle pari opportunità ed assenza di pratiche discriminatorie, la formazione e la sicurezza del personale;
- ✓ l'impatto sulle comunità di riferimento (italiane ed estere) e le misure volte a tutelare i diritti umani in tutte le aree in cui è attivo il gruppo;
- ✓ La valutazione e monitoraggio dei rischi non-finanziari lungo l'intera filiera produttiva;
- ✓ l'aspetto etico dei business di riferimento.

L'analisi 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. Particolare attenzione è inoltre posta sulle pratiche di anti-corruzione adottate dall'emittente, che sono oggetto di una specifica sezione del CG Rating Report. I principali fattori di analisi riguardano:

- ✓ l'adozione di specifiche politiche di 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;
- ✓ eventuali casi di corruzione che coinvolgono o hanno coinvolto nel recente passato l'emittente, esponenti di rilievo o società controllate;

- ✓ 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, l'utile operativo, l'utile netto, gli *assets*, i dipendenti ed eventuali contributi pubblici ricevuti.

Nel caso in cui si ravvisino gravi carenze o preoccupazioni riguardo la responsabilità sociale o ambientale del gruppo, e non vi siano punti all'ordine del giorno che riguardano specificamente tali tematiche (come, ad esempio, l'approvazione del Bilancio di Sostenibilità o di piani di contrasto ai cambiamenti climatici), Frontis Governance potrà raccomandare un voto contrario su altre proposte presentate, a seconda della rilevanza e della gravità delle preoccupazioni. A titolo di esempio, il voto contrario potrà riguardare le politiche di remunerazione, il rinnovo del mandato del Presidente del Consiglio di Amministrazione o di componenti dei Comitati più direttamente coinvolti (se proposti) o, nei casi più gravi, l'approvazione del Bilancio d'esercizio.

10.1 Say on Climate

Negli anni più recenti, alcune società quotate hanno iniziato a sottoporre al voto degli azionisti i piani relative alla transizione climatica (cosiddetto voto *Say on Climate*), soprattutto in seguito a richieste avanzate da investitori istituzionali. Il *Say on Climate* mira ad una maggiore trasparenza sulle strategie aziendali, ed i risultati conseguiti, allo scopo di contrastare i cambiamenti climatici.

Attraverso il voto *Say on Climate*, le società dovrebbero comunicare gli obiettivi di riduzione delle emissioni di CO₂, così come i piani di contrasto e la gestione di rischi ed opportunità collegati ai cambiamenti climatici. I piani e la relativa reportistica dovrebbero essere redatti in conformità con il quadro di riferimento della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

La forma e la portata del *Say on Climate* possono variare a seconda della società e del mercato di riferimento, ma in sostanza le risoluzioni dovrebbero includere almeno i seguenti aspetti:

- Un rendiconto annuale sulle emissioni di gas serra (GHG),
- Un piano per gestire e ridurre tali emissioni,
- Un voto consultivo almeno triennale sul piano e preferibilmente annuale sui risultati conseguiti.

I piani di contrasto ai cambiamenti climatici dovrebbero essere sottoposti a validazione scientifica (ad esempio, da parte della Science-Based Targets Initiative – SBTi) ed includere almeno i seguenti elementi:

- Obiettivi di riduzione delle emissioni di CO₂e coerenti con un riscaldamento globale al massimo di 1,5°, che coprano tutte le categorie di emissioni dirette ed indirette (Scope 1, 2 e almeno l'80% di Scope 3) e siano verificati, o in fase di verifica, da parte di un'organizzazione riconosciuta,
- Pubblicazione degli obiettivi intermedi di breve e medio periodo,
- Misure appropriate da intraprendere per raggiungere gli obiettivi di riduzione delle emissioni, con relativo contributo al raggiungimento dello scopo,

- Comunicazione degli investimenti di capitale (Capex) richiesti per raggiungere gli obiettivi di riduzione delle emissioni,
- Impegno a pubblicare un report annuale sull'implementazione della strategia di contrasto ai cambiamenti climatici.

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 sostanziale del processo di governo societario¹⁴. 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 generalità dei suoi *stakeholders*.

¹⁴ La legge italiana consente ai soci che detengono almeno il 5% del capitale di richiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367 del Codice Civile), ed a coloro che detengono almeno il 2,5% di integrare l'ordine del giorno di un'assemblea già convocata e presentare nuove proposte (art. 126-*bis* del TUF).



POLITICHE DI VOTO 2023

1. Approvazione del Bilancio e destinazione del risultato

1.1 Bilancio d'esercizio

Un voto contrario all'approvazione del Bilancio è da considerarsi come il più forte livello di dissenso e sfiducia nei confronti del management e degli organi societari, e rischia di portare a conseguenze anche rilevanti 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, che hanno natura e portata decisamente differenti, 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, oppure sussistono gravi preoccupazioni su pratiche societarie legate alla sostenibilità sociale e ambientale, e non è possibile esprimere il dissenso in altri punti all'ordine del giorno (ad esempio, la rielezione del Presidente del Consiglio di Amministrazione).
- e) Non è fornita adeguata informativa sulle tematiche di sostenibilità sociale ed ambientale, sorgono serie preoccupazioni sulle pratiche fiscali, di corporate governance o di sostenibilità, o se tali tematiche non sono prese in sufficiente considerazione nella gestione dei rischi. In tali casi, la raccomandazione può essere contraria all'approvazione del Bilancio se non si ravvisano altre risoluzioni più pertinenti su cui esprimere il dissenso, come ad esempio la rielezione di componenti di organi societari responsabili di aree legate alla sostenibilità sociale o ambientale.
- f) L'approvazione del Bilancio e la destinazione del risultato sono proposte in un unico punto all'ordine del giorno (*bundled resolution*) e sussistono serie 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. Ciascuna proposta è sempre valutata **CASO PER CASO**, con riferimento alle specificità dell'emittente e del settore di attività.

Distribuzione di dividendo monetario

La raccomandazione di voto di Frontis Governance è generalmente **FAVOREVOLE**, ma può essere emessa una raccomandazione **CONTRARIA** 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 dal *free cash flow* e/o dall'utile netto consolidato, ovvero se il *pay-out ratio* (rapporto tra montante dividendi ed utile netto consolidato) è risultato negativo o costantemente superiore al 100% negli ultimi esercizi, a meno che non si tratti di distribuzioni straordinarie ampiamente giustificate dal Consiglio di Amministrazione. La distribuzione di dividendi non interamente coperti da *free cash flow* può essere valutata favorevolmente se compatibile con un livello di indebitamento sostenibile e/o i dividendi distribuiti negli esercizi precedenti erano interamente finanziati dalla generazione di cassa.
- b) Possono sorgere preoccupazioni sulla stabilità finanziaria e patrimoniale dell'emittente.
- c) La proposta si discosta significativamente dalle medie del settore e dalle pratiche del mercato di riferimento.
- d) La politica sui dividendi è stata modificata in maniera significativa senza adeguate giustificazioni da parte degli organi societari e/o tali modifiche sono giudicate da Frontis Governance non in linea con gli interessi di lungo periodo degli azionisti.
- e) Nel caso di istituzioni finanziarie, come le banche, nella medesima assemblea in cui è proposta la distribuzione di dividendi è richiesta anche l'autorizzazione ad aumentare il capitale per soddisfare i requisiti patrimoniali regolamentari.

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) 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.

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. A meno che lo statuto non preveda elezioni scaglionate¹⁵, il mandato di tutti i componenti dell'organo societario, anche dei membri nominati in corso di mandato, 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, non votando le eventuali liste concorrenti, 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** la singola lista di candidati, se ne sono presentate più di una) se i curricula dettagliati dei candidati non sono comunicati con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima o unica convocazione assembleare, a meno che i soci che sottoscrivono le liste, o l'emittente stesso, non si adoperino a rendere pubbliche le identità ed il profilo di ciascun candidato in tempo utile per consentirne un'accurata analisi.

Nonostante non sia pratica comune da parte degli azionisti proponenti, sarebbe necessario indicare in ciascuna lista i candidati a ruoli speciali in seno al Consiglio, come il candidato Presidente (se non è nominato dall'assemblea in un punto separato all'ordine del giorno) e gli Amministratori esecutivi. Nel caso in cui sia presentata un'unica lista e non sia chiaro chi andrà a ricoprire i ruoli chiave in seno al Consiglio, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** se sorgono serie preoccupazioni su singoli candidati, anche qualora la lista sia composta in maggioranza da candidati indipendenti secondo le valutazioni di Frontis Governance.

Nel caso in cui sia presentata più di una lista di candidati, la raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE alla lista** che, nel suo complesso, possa contribuire ad allineare la composizione dell'organo societario con i principi di Frontis Governance¹⁶, tenendo in particolare considerazione i seguenti fattori:

- ✓ Presenza di almeno il 50% di Consiglieri strettamente indipendenti secondo la definizione di Frontis Governance.
- ✓ Adeguato bilanciamento tra Amministratori esecutivi e non-esecutivi.
- ✓ Sufficiente rappresentazione di professionalità che consentano al Consiglio di supportare il management nella definizione delle strategie e allo stesso tempo di monitorarne l'operato.
- ✓ Diversità in tema di genere (ciascun genere dovrebbe essere rappresentato da almeno il 30% dei Consiglieri, anche successivamente al venir meno di eventuali obblighi normativi), cultura, esperienze internazionali e competenze, tenuto conto delle necessità specifiche dell'emittente e delle caratteristiche del settore di riferimento.

¹⁵ L'elezione scaglionata del Consiglio era prevista dallo statuto di alcune banche popolari fino alla loro trasformazione in società per azioni, per cui il mandato di ciascun Consigliere era sempre di 3 anni, ma un terzo del Consiglio di Amministrazione era rinnovato ogni anno.

¹⁶ Per un maggiore dettaglio si veda il Capitolo 2 "Organi Societari" dei Principi di Corporate Governance.

- ✓ 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 offre servizi di consulenza a 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 o di controllo presso altre realtà.

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.

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 sono risultati assenti ad almeno il 25% delle riunioni consiliari o dei singoli Comitati, così come alla rielezione dei membri di specifici Comitati, se sorgono serie preoccupazioni relativamente ad elementi di competenza.

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 un 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, anche nel caso in cui il Consiglio uscente abbia espresso un parere (non formalizzato in proposta) su dimensione e compensi.

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 5 o più di 15 componenti, ma la valutazione è 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 verifica 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, o tale compenso è giudicato eccessivamente basso, tanto da rappresentare un rischio di prevalenza degli interessi del Consigliere in soggetti esterni collegati all'emittente; in ogni caso, il compenso deve sempre essere adeguato a retribuire un impegno costante da parte di tutti i Consiglieri.
- d) I Consiglieri non esecutivi possono ricevere compensi variabili legati 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, tenendo conto dell'impegno richiesto al Presidente dalle specificità della società, del settore e delle pratiche di governance adottate.
- h) Il compenso dei Consiglieri non esecutivi, incluso il Presidente, è di importo prossimo o superiore alla remunerazione media degli Amministratori esecutivi o dei Dirigenti con responsabilità strategiche.
- i) I Consiglieri non esecutivi (o alcuni di essi) ricevono ulteriori compensi da società controllate o collegate di importo tale da rischiare di pregiudicarne l'indipendenza di giudizio sulla gestione del gruppo.

In linea generale, Frontis Governance valuta negativamente la previsione di gettoni di presenza per la partecipazione alle riunioni del Consiglio, mentre è giudicata positivamente se riferita ai Comitati consiliari in sostituzione del compenso fisso, o se quest'ultimo è di importo esiguo.

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** nei seguenti casi:

- a) la componente azionaria è preponderante rispetto alla componente monetaria;
- b) le azioni assegnate non sono soggette ad un periodo di indisponibilità di almeno 3 anni;
- c) la componente azionaria proposta è aggiuntiva al compenso approvato dall'Assemblea e ne incrementa il valore al di sopra della mediana del settore e del mercato.

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 meno che non si tratti di soluzioni di natura straordinaria, temporanea, adeguatamente giustificate dal Consiglio di Amministrazione e valutate in linea con gli interessi della società e la generalità degli azionisti:

- 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 Amministratori strettamente indipendenti.
- b) Il Presidente ricopre un ruolo esecutivo e il Consiglio non è composto in larga maggioranza da membri strettamente indipendenti, o non è stato nominato un *Lead Independent Director* con compiti rafforzati (ad es. con il potere di convocare il Consiglio, partecipare alla definizione dell'ordine del giorno e fungere da punto di riferimento nel dialogo con gli *stakeholders*).
- c) Il Presidente è anche il principale responsabile della gestione (CEO), indipendentemente dalla presenza di Amministratori indipendenti e la nomina di un *Lead Independent Director*.
- d) Il Presidente non esecutivo ha ricoperto cariche esecutive in seno all'emittente o a società controllate o 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 è un rappresentante di azionisti rilevanti, se non è prevista la nomina di un *Lead Independent Director* o non vi è sufficiente rappresentanza di Consiglieri strettamente indipendenti.
- g) Il Presidente non è esecutivo e sorgono serie preoccupazioni sull'ammontare dei compensi complessivamente ricevuti dall'emittente e da società controllate o collegate.
- h) Il Presidente del Consiglio di Amministrazione presiede anche il Comitato per il Controllo, il Comitato Rischi, il Comitato per le Remunerazioni o il Comitato per le Nomine (in

quest'ultimo caso, solo se il Presidente non è strettamente indipendente alla nomina o sussistono preoccupazioni sulle procedure adottate dal Comitato).

- i) Il Presidente non esecutivo ricopre una carica esecutiva, o più di tre cariche non esecutive, in realtà esterne di dimensioni rilevanti.
- j) In caso di rielezione del Presidente uscente, sorgono serie e fondate preoccupazioni sulle pratiche di governo societario o in tema di sostenibilità socio-ambientale, la tutela dei diritti degli azionisti, la disponibilità al dialogo con gli azionisti di minoranza o la sostenibilità finanziaria della società.
- k) Non è stato istituito alcun Comitato con compiti relativi alla sostenibilità ambientale, in società con elevati livelli di emissioni di gas serra, e la società non ha adottato una chiara e convincente strategia climatica.

2.4 Integrazione del Consiglio e revoca dei Consiglieri

Nei casi di integrazione del Consiglio, sia per sostituire uno o più membri che per aumentarne il numero, l'assemblea è chiamata ad eleggere i Consiglieri individualmente (tranne se lo statuto prevede la decadenza dell'intero Consiglio in seguito alle dimissioni di oltre la 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 all'integrazione attraverso la cooptazione di nuovi Consiglieri. La prima assemblea convocata successivamente alla cooptazione dovrà esprimersi sulla conferma dei Consiglieri cooptati, o, alternativamente, la nomina di nuovi Consiglieri o la riduzione del loro numero. Anche le candidature per l'integrazione sono generalmente presentate da azionisti, ma il Consiglio può proporre la conferma dei membri cooptati.

La raccomandazione di voto è generalmente **CONTRARIA** se nessuna proposta è comunicata al mercato con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima o unica convocazione assembleare, indipendentemente che il proponente sia il Consiglio di Amministrazione o un azionista. 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.

La raccomandazione è generalmente **CONTRARIA** se il candidato non è indipendente ed il Consiglio non è composto in maggioranza da membri indipendenti, o se il candidato è non esecutivo e ricopre più di una carica esecutiva, o più di cinque cariche non esecutive, in realtà esterne di dimensioni rilevanti. In ogni caso, se la candidatura è debitamente e tempestivamente comunicata, l'analisi è sempre effettuata **CASO PER CASO**, sulla base della composizione complessiva del Consiglio in seguito alla nuova nomina, con particolare riguardo alle competenze espresse in Consiglio, i criteri di indipendenza e la 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 sono 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 per la reputazione della 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 della generalità degli azionisti.

2.5 Nomina del Collegio Sindacale

Secondo la legge italiana¹⁷, il Presidente del Collegio Sindacale deve essere nominato dall'assemblea e, se sono presentate più liste, deve essere eletto tra i candidati proposti nella lista risultata seconda per numero di voti ("lista di minoranza"), purché sia sottoscritta da azionisti non collegati con coloro che hanno sottoscritto la lista più votata. La maggior parte degli statuti prevede la nomina automatica a Presidente del candidato elencato al primo posto della lista di minoranza. Nel definire l'indirizzo di voto, Frontis Governance pone quindi particolare attenzione ai requisiti del primo candidato di ciascuna lista.

Nel caso in cui siano presentate all'assemblea due o più liste di candidati, la raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** alla lista che presenta un numero più elevato di candidati strettamente indipendenti dalla società e dai principali azionisti, secondo le definizioni di Frontis Governance, con particolare riferimento al candidato proposto come Presidente del Collegio Sindacale.

A causa della particolarità del "voto di lista" applicato al Collegio Sindacale, se non esiste un azionista (o gruppo di azionisti) chiaramente di maggioranza, la raccomandazione potrà essere **FAVOREVOLE** ad una lista al solo fine di consentire la nomina a Presidente del candidato della lista alternativa, aumentando le probabilità che tale lista non risulti la più votata.

La raccomandazione può essere **CONTRARIA** a tutte le liste (o alla singola lista presentata) se sorgono seri dubbi sulla stretta indipendenza di uno o più candidati, sull'efficacia del loro operato nel corso del mandato precedente (in caso di rielezione), o se uno o più candidati sono stati coinvolti in casi di frode, bancarotta o altri comportamenti lesivi dei diritti degli azionisti nell'esercizio della carica di Sindaco o Amministratore in altre realtà.

Nel caso in cui sia presentata un'unica lista, o il meccanismo statutario di elezione non preveda l'elezione automatica del Presidente, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** se il candidato alla presidenza non è chiaramente indicato dai proponenti e sorgono serie preoccupazioni sulla stretta indipendenza o sul *track record* anche di un solo candidato.

¹⁷ Art. 148, comma 2-bis, del TUF

3. Remunerazione degli Amministratori esecutivi ed altri Dirigenti con responsabilità strategiche

Il D. lgs. 49/2019, che ha recepito la Direttiva EU/828/2017 (“Shareholder Rights Directive II”), ha introdotto, a partire dalla stagione assembleare 2020, un voto non vincolante sui compensi corrisposti nell’anno precedente, mentre le politiche di remunerazione sono sottoposte ad un voto vincolante dell’assemblea con cadenza almeno triennale, o ad ogni proposta di modifica delle politiche stesse (il voto sulle politiche era annuale e non vincolante fino al 2019).

Le analisi di Frontis Governance sono sempre volte a verificare l’allineamento delle politiche di remunerazione e dei compensi corrisposti con i principi esposti al capitolo 3, “Le remunerazioni degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche”, della sezione Principi di Corporate Governance. In particolare, l’analisi delle politiche si focalizza principalmente sulla struttura complessiva delle remunerazioni, le varie clausole contrattuali e le modifiche proposte nella nuova politica. Di contro, l’analisi dei compensi corrisposti è volta principalmente a verificarne la coerenza con le politiche approvate dagli azionisti, così come l’allineamento con i risultati aziendali e gli interessi di lungo termine degli azionisti. In entrambi i casi, elemento basilare dell’analisi è il grado di trasparenza, sia per quanto riguarda le politiche (con riguardo a tutte le componenti retributive e le clausole contrattuali) che i compensi corrisposti (con particolare riguardo al livello di raggiungimento dei target utilizzati per definire i compensi variabili).

3.1 Politiche di remunerazione (voto sulla Sezione 1 della Relazione Annuale)

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE**, tranne nei casi in cui le politiche di remunerazione proposte, o i compensi corrisposti nell’esercizio precedente, non sono in linea con i principi di Frontis Governance¹⁸. La raccomandazione può essere **FAVOREVOLE** anche in caso di disallineamento con i principi di Frontis Governance, se sono proposte modifiche valutate come significativamente migliorative.

Una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa se si verificano una o più delle condizioni riportate di seguito. In ogni caso, l’analisi è sempre focalizzata 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 porta necessariamente ad una valutazione negativa della proposta assembleare.

In linea con le nuove norme¹⁹, le analisi di Frontis Governance tengono conto anche dei risultati assembleari negli anni precedenti, per cui la raccomandazione può essere **CONTRARIA** se non sono state effettuate modifiche significative alle politiche di remunerazione in caso di elevato tasso di opposizione degli azionisti di minoranza (escludendo dal calcolo gli azionisti di riferimento e loro parti correlate) all’assemblea precedente.

¹⁸ Per un maggiore dettaglio si veda il Capitolo 3, “Le remunerazioni degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche”, dei Principi di Corporate Governance.

¹⁹ Il D. lgs. 49/2019 ha introdotto la nuova lettera b-bis) al comma 4 dell’art. 123-ter del TUF, prevedendo che la Relazione sulle Remunerazioni “illustra come la società ha tenuto conto del voto espresso l’anno precedente sulla seconda sezione della relazione”.

Trasparenza

I seguenti fattori possono incidere **negativamente** sulla valutazione delle politiche di remunerazione:

- a) La Relazione Annuale sulle Remunerazioni non è pubblicata con sufficiente anticipo rispetto alla data di prima o unica convocazione assembleare.
- b) I principi e i processi seguiti nella definizione delle politiche di remunerazione non sono adeguatamente descritti.
- c) Sono riscontrate gravi mancanze nella descrizione della politica, o di modifiche apportate alla politica, con riferimento a ciascuna componente retributiva: salario e remunerazione fissa, componenti variabili annuali e di lungo periodo, benefici non monetari, eventuali contributi pensionistici e indennità di fine rapporto.
- d) Non sono chiaramente indicati tutti i criteri di performance, anche non finanziari, cui sono legati i compensi variabili di breve e di lungo periodo
- e) 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 o il *fair value* delle *stock options* alla data di attribuzione o di approvazione del piano, anche se le opzioni sono esercitabili in periodi successivi.
- f) Non è indicato il periodo di performance cui sono legati i compensi variabili di lungo periodo o il periodo di maturazione dei diritti relativi a tali incentivi (è importante sottolineare ancora una volta che 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).
- g) Non sono esplicitamente vietate o fortemente scoraggiate forme di copertura personale o assicurazioni sulle remunerazioni.
- h) Non sono indicate in maniera chiara le possibili cause di deroga alla politica e/o le procedure di valutazione e approvazione di tali deroghe, o è lasciata eccessiva discrezionalità al Consiglio di Amministrazione.

Struttura delle remunerazioni

I seguenti fattori possono incidere **negativamente** sulla valutazione delle politiche di remunerazione:

- a) La politica nel suo complesso non è in linea con gli standard minimi stabiliti dai Codici di riferimento dell'emittente, le *best practices* internazionali o i principi di Frontis Governance.
- b) I compensi variabili dipendono principalmente da risultati conseguiti nel breve periodo (uno o due esercizi).
- c) I compensi variabili di breve e di lungo termine dipendono in maniera preponderante (almeno il 50%) dai medesimi criteri di performance, per cui il beneficiario è premiato due volte per il medesimo risultato.

- d) Tutte le componenti della remunerazione sono di natura monetaria e non sono previsti dei requisiti minimi di possesso azionario per il management e gli Amministratori esecutivi.
- e) I compensi fissi eccedono la mediana di settore o di mercato e l'ammontare massimo dei compensi variabili può superare il 300% dei compensi fissi su base annua, oppure il rapporto variabile/fisso può superare il 450% in presenza di compensi fissi significativamente inferiori alla mediana di settore e di mercato. In ogni caso, la componente di breve periodo non dovrebbe superare il 150% dei compensi fissi. La valutazione del livello potenziale di compenso variabile prende comunque come riferimento l'allineamento con le strategie aziendali di lungo periodo, il confronto con le pratiche del mercato e le caratteristiche specifiche del settore.
- 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. Sono considerati alla stregua di compensi discrezionali anche eventuali incentivi o bonus che dipendono in misura significativa (orientativamente oltre il 20%) da parametri di performance qualitativi non misurabili, eccessivamente generici o lasciati alla mera valutazione del Comitato Remunerazioni o del Consiglio.
- g) I compensi variabili non dipendono da alcun parametro di performance collegato a fattori di sostenibilità ambientale, sociale o di governance (ESG).
- h) 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 *clawback*).
- i) I meccanismi di *clawback* non sono chiaramente descritti nella politica o sono valutati come insufficienti 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 *clawback* o le cause di attivazione sono valutate come eccessivamente deboli). In considerazione della difficoltà di applicazione del *clawback* in talune situazioni, l'assenza di tali meccanismi non è necessariamente valutata in maniera negativa se la politica presenta altri meccanismi a sostegno della sostenibilità nel lungo periodo dei risultati conseguiti.
- j) L'importo potenziale della remunerazione totale, inclusi i compensi variabili attribuibili ai massimi livelli di performance, eccede in maniera significativa i valori mediani del settore e del mercato.
- k) Non sono definiti limiti chiari alle possibili modifiche alle varie componenti remunerative in caso di deroga dalle politiche di remunerazione.

Compensi fissi

I seguenti fattori possono incidere **negativamente** sulla valutazione delle politiche di remunerazione:

- a) Le componenti della remunerazione non dipendenti da condizioni di performance (salario base, emolumenti ed altri compensi fissi) non sono in linea con le dimensioni e la complessità

gestionale dell'emittente, o eccedono in maniera significativa i valori mediani riscontrati nel settore e nel mercato di riferimento.

- b) Il rapporto tra compensi fissi e salari e stipendi medi corrisposti ai dipendenti del Gruppo eccedono in maniera significativa le pratiche del settore e del mercato.

Bonus annuale

I seguenti fattori possono incidere **negativamente** sulla valutazione delle politiche di remunerazione:

- 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% dei compensi fissi ai massimi livelli di performance.
- c) È possibile attribuire un bonus anche in caso di mancato raggiungimento di livelli minimi di performance predefiniti e adeguatamente comunicati al mercato.
- d) 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.
- e) Il bonus non è collegato ad una varietà di indicatori di performance (operativi, finanziari e non finanziari) o dipende in maniera preponderante da un unico indicatore.

Piani di incentivazione di lungo periodo

Come previsto dalla legislazione italiana, "i piani di compensi basati su strumenti finanziari [...] sono approvati dall'assemblea"²⁰. Tutti i piani di incentivazione corrisposti in azioni o *stock options* dovrebbero quindi essere proposti all'assemblea in un punto specifico all'ordine del giorno, separato dal voto sulle politiche di remunerazione. Anche i piani di incentivazione monetari ma direttamente dipendenti dal valore di mercato dell'azione (ad esempio, i piani di *phantom shares* o piani monetari dipendenti dal *Total Shareholder Return*) dovrebbero essere soggetti al voto vincolante degli azionisti.

La raccomandazione di voto è generalmente **FAVOREVOLE** se tutte le caratteristiche del piano sono comunicate con adeguato anticipo rispetto alla data dell'assemblea. Ciononostante, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- 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 dipende in maniera preponderante da un unico parametro di performance.

²⁰ Art. 114-*bis* del TUF

- d) L'incentivo non dipende da alcun parametro di performance relativa, ovvero calcolata nel confronto con società comparabili per dimensioni e attività.
- e) 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 (cosiddette *ownership guidelines*).
- f) L'importo massimo dell'incentivo può superare di oltre 3 volte l'importo attribuibile ai livelli target di performance.
- g) Esiste un importo minimo garantito, indipendente dai livelli di performance raggiunti.
- h) 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).
- i) Il prezzo di esercizio delle *stock options* è scontato rispetto al valore di mercato dell'azione al momento dell'attribuzione.
- j) Le azioni a servizio di ciascun piano di incentivazione superano il 5% del capitale, o quelle a servizio di tutti i piani in essere superano 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.
- k) 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.
- l) Alcuni piani possono prevedere la possibilità di co-investimento di una porzione dell'incentivo in azioni della società; al termine di un determinato periodo di *vesting*, il beneficiario potrà ricevere ulteriori azioni gratuite in rapporto alle azioni acquistate al momento del co-investimento (*matching shares*). L'attribuzione di *matching shares* dovrebbe essere sempre collegata a ulteriori condizioni di performance di lungo periodo. Nel caso in cui non siano previste condizioni di performance, le *matching shares* attribuibili non dovrebbero essere superiori al 20% delle azioni inizialmente acquistate attraverso il co-investimento. Se sono previste condizioni di performance, il rapporto tra *matching shares* e azioni acquistate non dovrebbe essere superiore a 1:1. In ogni caso, la valutazione di piani di *matching shares* è sempre effettuata tenendo conto la struttura complessiva dei piani di remunerazione variabile, con particolare riferimento a periodi e criteri di performance ed ammontare massimo totale.
- m) Le condizioni del piano possono essere modificate dal Consiglio di Amministrazione o dal Comitato Remunerazioni 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.
- n) Il piano prevede un *vesting* anticipato in caso di cambiamenti nell'assetto proprietario della società (*change of control*), ovvero l'intero importo dell'incentivo può essere corrisposto ai beneficiari se cambia l'azionista di riferimento.

Alcuni piani di incentivazione azionari prevedono l'assegnazione di un numero aggiuntivo di azioni alla data di maturazione dell'incentivo, di valore complessivo pari ai dividendi distribuiti nel periodo di *vesting* e che avrebbe ricevuto il beneficiario se avesse detenuto le azioni durante tale periodo (cosiddetti incentivi *dividend equivalent*). Frontis Governance è generalmente contraria a tale pratica, che di fatto incentiva la distribuzione di dividendi e porta ad aumentare l'incentivo rispetto

a quanto comunicato in sede di approvazione del piano²¹. I piani di incentivazione *dividend equivalent* sono valutati da Frontis Governance includendo la distribuzione di dividendi tra i parametri di performance cui sono legati gli incentivi stessi. La raccomandazione può quindi essere **CONTRARIA** se sorgono preoccupazioni sulla politica di dividendi o sulla sostenibilità finanziaria dell'emittente²². In ogni caso, il numero di azioni massimo attribuibile al massimo dirigente (CEO), a ciascun Amministratore esecutivo ed in aggregato agli altri beneficiari dovrebbe essere sempre definito all'inizio del periodo di performance.

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

I seguenti fattori possono incidere **negativamente** sulla valutazione delle politiche di remunerazione:

- a) 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.
- b) 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 la previsione contrattuale è stata modificata in senso migliorativo negli ultimi 3 esercizi. Tale limite include anche quanto dovuto sulla base del contratto di lavoro nazionale e di previsioni normative.
- c) Le indennità corrisposte negli esercizi precedenti non erano in linea con i principi di Frontis Governance o le migliori pratiche di mercato e le politiche sulle remunerazioni non sono state modificate, oppure la società ha corrisposto indennità di importo superiore rispetto ai limiti previsti dalle politiche precedentemente approvate.
- d) La società può stipulare accordi di non concorrenza, i cui termini non sono predefiniti e adeguatamente comunicati nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni.
- e) Il corrispettivo da erogare a fronte dell'obbligo di non concorrenza eccede l'equivalente in termini di compensi fissi per il periodo interessato, o eccede in maniera significativa le medie riscontrate nel mercato o nel settore di riferimento.
- f) Gli Amministratori esecutivi o i Dirigenti con responsabilità strategiche sono beneficiari di trattamenti pensionistici integrativi e i contributi annuali versati dalla società non sono dettagliati nella Relazione Annuale sulle Remunerazioni, sono superiori al 30% dei compensi fissi o eccedono in maniera significativa le pratiche del settore o del mercato.

²¹ La posizione di Frontis Governance risulta inoltre in linea con le disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia, che al Titolo IV, Capitolo 2, Sezione III, "Remunerazione variabile", stabiliscono che "i dividendi e gli interessi che maturano nel corso del periodo di differimento sugli strumenti finanziari di cui al punto 3) [componente variabile corrisposta in azioni o altri strumenti finanziari] non possono essere corrisposti al personale né durante detto periodo né al termine di esso".

²² Per un dettaglio su come è valutata la distribuzione di dividendi da parte di Frontis Governance si veda il paragrafo 1.3, "La destinazione del risultato di esercizio", dei Principi di Corporate Governance.

- g) Sono previste clausole di *change of control* che consentono il pagamento di compensi aggiuntivi in caso di cambiamenti negli assetti proprietari.

Piani azionari per i dipendenti (ESOP)

Al pari dei compensi in forma azionaria, anche i piani azionari per i dipendenti sono soggetti al voto vincolante degli azionisti, che dovrebbe essere sempre proposto in uno specifico punto all'ordine del giorno. La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** a proposte comunicate al mercato con sufficiente anticipo. Tuttavia, una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- 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 di qualsiasi importo sul valore di mercato delle azioni.
- d) L'attuazione di ciascun piano azionario (esclusi i piani di incentivazione per i Dirigenti) 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 anni.
- e) Il piano non prevede criteri di performance per gli Amministratori esecutivi o i Dirigenti con responsabilità strategica.
- f) 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 *stock options*.

3.2 Compensi corrisposti (voto non vincolante sulla Sezione 2 della Relazione Annuale)

La raccomandazione è generalmente **FAVOREVOLE** a remunerazioni corrisposte sulla base di politiche valutate come in linea con i principi di Frontis Governance o non si ravvisa un significativo disallineamento tra compensi e performance di breve e lungo periodo.

Una raccomandazione **CONTRARIA** può essere emessa in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- a) I compensi sono stati corrisposti in base ad una politica che era stata fortemente contestata dagli azionisti di minoranza o da Frontis Governance al momento dell'approvazione, e non sono stati predisposti meccanismi di mitigazione degli elementi valutati come maggiormente critici dagli azionisti (ad esempio, attraverso una maggiore trasparenza su meccanismi di incentivazione o parametri di performance).
- b) Non è riportato il dettaglio di ciascuna componente retributiva corrisposta o le informazioni fornite sono giudicate come lacunose.
- c) I compensi fissi sono stati modificati nell'ultimo esercizio, o non si è riscontrato un allineamento tra le dinamiche salariali del top management e quelle relative al personale di gruppo (ad esempio, il divario tra compenso fisso del CEO e stipendi medi è aumentato

significativamente), senza che ne sia fornita un'adeguata giustificazione da parte del Comitato Remunerazioni.

- d) Non sono chiaramente indicati tutti i criteri di performance, anche non finanziari, cui sono legati i compensi variabili di breve e di lungo periodo corrisposti.
- e) Non è indicato il livello di raggiungimento di ciascun obiettivo di breve e lungo periodo usato per calcolare i compensi variabili, o i criteri di performance sono prevalentemente qualitativi e la valutazione è soggetta ad un'eccessiva discrezionalità del Consiglio di Amministrazione.
- f) I compensi variabili attribuiti non sono in linea con i risultati conseguiti o non dipendono da obiettivi di performance sufficientemente sfidanti.
- g) I compensi variabili hanno superato l'importo massimo stabilito nelle politiche di remunerazione senza un'adeguata giustificazione da parte del Comitato Remunerazioni.
- h) I parametri di performance sono stati modificati senza che ne sia stata fornita adeguata motivazione da parte del Consiglio di Amministrazione e non sono state modificate altre caratteristiche dei piani di compensi variabili (ad esempio, non è stato ridotto il livello target o massimo degli incentivi, o non è stato allungato il periodo di performance).
- i) Sono state corrisposte indennità di fine rapporto non in linea con i principi di Frontis Governance o le migliori pratiche di mercato, oppure la società ha corrisposto indennità di importo superiore rispetto ai limiti previsti dalle politiche precedentemente approvate.
- j) Le indennità di fine rapporto, seppure in linea con le pratiche di mercato, non sono giustificate dal periodo di permanenza in carica del dirigente o sono state corrisposte nonostante risultati ampiamente insoddisfacenti (ad esempio, le indennità sono pari a due annualità di compensi totali, ma il beneficiario ha ricoperto l'incarico per meno di 5 anni, oppure il rapporto si è concluso a causa di risultati valutati come non soddisfacenti dagli azionisti).

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) legami con Amministratori, azionisti rilevanti o dirigenti della società.
- b) I compensi proposti dal revisore superano significativamente le medie riscontrate in aziende comparabili per dimensioni e settore di appartenenza.
- c) Nel caso in cui si proponga la sostituzione della società di revisione prima della scadenza del mandato (per la legge italiana pari a 9 esercizi), la sostituzione del revisore non è supportata da un'adeguata giustificazione emessa dal Collegio Sindacale o dal Comitato per il Controllo.
- d) Se la sostituzione del revisore è richiesta dall'azionista di riferimento, per adottare il principio del revisore unico di Gruppo, e il Collegio Sindacale o il Comitato per il Controllo della società quotata non sono stati coinvolti nel processo di valutazione delle proposte.
- e) Sussistono gravi e fondati dubbi sull'efficacia e correttezza dell'operato del revisore in recenti incarichi sia interni al gruppo di riferimento che in altre realtà esterne.

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 il dettaglio dei compensi aggiuntivi e la relativa motivazione. Tuttavia, la raccomandazione può essere **CONTRARIA** in presenza di 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 sono valutate **CASO PER CASO**, sulla base delle motivazioni addotte dall'organo proponente, gli interessi di lungo periodo dell'emittente e come la società ha utilizzato autorizzazioni ad operare sul capitale nel recente passato. 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 verifica una o più delle seguenti condizioni:

Aumento di capitale con diritto di opzione

- a) L'autorizzazione non è collegata a specifici progetti ed il numero di nuove azioni da emettere può superare il 33% 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 (incluse emissioni di titoli convertibili in azioni dell'emittente)

- a) Le nuove azioni da emettere possono superare il 10% del capitale esistente (esclusi eventuali piani azionari per i dipendenti), e le motivazioni alla base dell'autorizzazione non sono chiaramente descritte o sono valutate come non in linea con gli interessi degli azionisti nel lungo periodo.
- 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.
- e) Gli aumenti di capitale realizzati negli ultimi 5 esercizi hanno comportato una diluizione eccessiva dei diritti degli azionisti.

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

L'indirizzo di voto è generalmente **CONTRARIO** se non è rispettato il principio "un'azione – un voto", incluse la possibilità di attribuire un'azione con voto addizionale agli azionisti registrati (anche nei casi in cui la maggiorazione del voto è limitata ad alcune risoluzioni) e l'emissione di azioni con diritto di voto limitato che danno diritto ad un dividendo privilegiato (azioni di risparmio o privilegiate).

Ciononostante, Frontis Governance può emettere una raccomandazione **FAVOREVOLE** se la proposta è chiaramente volta a difendere la sopravvivenza della società nel lungo periodo.

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) L'autorizzazione consente la riduzione del 5% o più del capitale senza adeguata motivazione.
- 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.
- f) L'autorizzazione è richiesta esclusivamente per compensare gli effetti diluitivi di un piano di *scrip dividend* (dividendi in forma azionaria) su cui Frontis Governance ha emesso una raccomandazione di voto contraria.

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 in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- a) L'acquisto di azioni proprie è proposto in sostituzione della distribuzione di dividendi, a meno che la politica sui dividendi della società non preveda chiaramente che flussi di cassa in eccesso sono utilizzati esclusivamente per riacquistare azioni proprie.
- b) L'acquisto di azioni proprie può portare ad un deterioramento del profilo di rischio della società, ovvero il livello di indebitamento (in particolare il rapporto tra debito netto e capitale) è considerato eccessivo rispetto a società comparabili o è aumentato in maniera significativa negli ultimi esercizi.
- 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) L'autorizzazione consente acquisti selettivi di azioni proprie da determinati azionisti.
- f) Le azioni proprie sono principalmente utilizzate per servire piani di compensi variabili non in linea con le guidelines di Frontis Governance, o i compensi variabili dipendono in maniera

preponderante da criteri di performance che potrebbero essere influenzati dalle operazioni su azioni proprie (come l'*Earning Per Share*), a meno che la società non abbia specificato come intende neutralizzarne il potenziale impatto positivo sull'incentivo.

- g) 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.
- h) Le modalità di acquisto di azioni proprie consentono l'utilizzo di strumenti derivati e l'autorizzazione supera il 5% del capitale sociale.

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 e Ethos.

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** qualora i rischi di deterioramento dei diritti degli azionisti derivanti da una modifica statutaria sono considerati superiori rispetto ai benefici apportati dalle altre proposte.

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 (ad esempio, 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 al possesso azionario o ai diritti di voto esercitabili dai singoli azionisti.

Ciononostante è possibile emettere una raccomandazione **FAVOREVOLE** se la proposta è chiaramente volta a difendere la sopravvivenza della società nel lungo periodo.

7. Fusioni e acquisizioni

Qualsiasi proposta relativa ad operazioni societarie di fusione, acquisizione o ristrutturazione è 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 indebito 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 migliori pratiche del settore e del mercato.
- d) Nel caso di operazioni con parti correlate, sorgono preoccupazioni relativamente al processo di approvazione da parte degli organi societari, con particolare riferimento al coinvolgimento di esperti esterni e Consiglieri strettamente indipendenti da tutte le parti coinvolte nell'operazione.
- e) L'interesse strategico della transazione proposta non è giudicato in linea con gli interessi di lungo periodo della società e della generalità dei suoi *stakeholders*.
- f) Possono sorgere seri e fondati dubbi sull'equità delle condizioni finanziarie della transazione e/o tali condizioni non sono in linea con le pratiche riscontrate in transazioni similari.
- g) 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.
- h) 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** a proposte assembleari volte 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. Risoluzioni relative alla responsabilità sociale ed ambientale

8.1 Report di Sostenibilità

Nel caso in cui l'informativa annuale di carattere non finanziario sia posta all'approvazione degli azionisti (anche con voto non vincolante), Frontis Governance raccomanda generalmente un voto **FAVOREVOLE** se i documenti sono pubblicati sufficientemente in anticipo rispetto alla data dell'assemblea, in prima o unica convocazione. Ciononostante, una raccomandazione **CONTRARIA** è possibile nei seguenti casi:

- a) La relazione non è stata redatta in conformità con standard di rendicontazione non-finanziaria internazionalmente riconosciuti (ad esempio, GRI o SASB).
- b) La relazione non fornisce evidenza delle tematiche materiali per la società ed il gruppo, o non fornisce indicatori quantitativi riguardo tali tematiche.
- c) La relazione non include indicazione delle strategie di sostenibilità chiare o di obiettivi specifici relativi ai temi materiali.
- d) La relazione e/o gli indicatori rilevanti non sono stati verificati da esperti terzi indipendenti.
- e) La società o il gruppo non hanno raggiunto gli obiettivi annunciati riguardo tematiche materiali negli ultimi 3 esercizi, o nello stesso periodo si evidenzia un costante deterioramento dei principali indicatori.
- f) Serie preoccupazioni possono sorgere sulla veridicità o completezza delle informazioni fornite.
- g) Il Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza ha dimostrato scarsa propensione a rispondere a domande poste da *stakeholders* rilevanti del gruppo, o si è rifiutato di fornire informazioni integrative legittimamente richieste.
- h) La società o il gruppo di riferimento sono coinvolti in significative controversie che non sono state debitamente riportate nella relazione.

8.2 Strategia climatica (Say on Climate)

La raccomandazione di Frontis Governance è generalmente **FAVOREVOLE**, se tutti i documenti rilevanti sono resi pubblicamente disponibili con sufficiente anticipo rispetto alla data della prima o unica convocazione assembleare. Ciononostante, una raccomandazione **CONTRARIA** è possibile nei seguenti casi:

- a) La società non ha stabilito degli obiettivi di riduzione delle emissioni di CO₂e compatibili con un riscaldamento globale di Massimo 1,5°, che copra tutte le emissioni dirette ed indirette (scope 1, 2, e almeno l'80% delle emissioni scope 3).
- b) Gli obiettivi non sono stati verificati scientificamente, o siano in fase di verifica, da parte di un ente internazionalmente riconosciuto.

- c) La società non dichiara obiettivi intermedi, di breve e medio periodo, relativi alla riduzione delle emissioni.
- d) La società non fornisce dettagli riguardo le misure da intraprendere per ridurre le emissioni, o non comunica il contributo di tali misure al raggiungimento degli obiettivi dichiarati.
- e) Le strategie e misure intraprese dalla società sono considerate inadeguate all'effettiva riduzione delle emissioni dirette ed indirette.
- f) La società non comunica gli investimenti di capitale (Capex) necessari al raggiungimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni.
- g) La società non si impegna a pubblicare un report annuale sull'implementazione della propria strategia climatica.

8.3 Relazione annuale sull'implementazione della strategia climatica (Say on Climate)

La raccomandazione di Frontis Governance è generalmente **FAVOREVOLE**, se tutti i documenti rilevanti sono resi pubblicamente disponibili con sufficiente anticipo rispetto alla data della prima o unica convocazione assembleare. Ciononostante, una raccomandazione **CONTRARIA** è possibile nei seguenti casi:

- a) La relazione non è stata redatta in conformità a standard di rendicontazione internazionalmente riconosciuti riguardo i principali aspetti del *climate change* (governance, strategie, rischi, indicatori ed obiettivi).
- b) La società non comunica i dati relative alle emissioni di CO₂e in conformità con il GHG Protocol, o la relazione non copre almeno il 90% delle emissioni indirette collegate al ciclo di vita dei prodotti o servizi (catena di fornitura, trasporti, viaggi ed emissioni definite scope 3 dal GHG Protocol).
- c) La società non ha definito/comunicato obiettivi di riduzione delle emissioni di CO₂ compatibili con un riscaldamento globale di massimo 1,5° e che coprano tutte le emissioni dirette ed indirette (scope 1, 2 e almeno l'80% delle emissioni scope 3).
- d) La società non pubblica obiettivi intermedi di riduzione delle emissioni, nel breve e medio periodo.
- e) La società non comunica i progressi riguardo il raggiungimento di specifici obiettivi definiti nella propria strategia climatica.
- f) Le misure intraprese dalla società non risultano adeguate al raggiungimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni dirette ed indirette di CO₂e.
- g) La società non ha raggiunto gli obiettivi dichiarati, o si è assistito ad un costante deterioramento degli indicatori principali, negli ultimi 3 esercizi.

9. Delibere proposte dagli azionisti

Tutte le proposte di delibera presentate da azionisti sono valutate **CASO PER CASO**, sulla base dei principi di corporate governance adottati da Frontis Governance e da Ethos.

La raccomandazione può essere **FAVOREVOLE** se sono rispettate le seguenti condizioni:

- a) La proposta è dettagliatamente descritta, adeguatamente motivata e la relativa 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 e Ethos.
- 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 di vari *proxy advisors* europei indipendenti, coordinati dalla fondazione svizzera Ethos, allo scopo di fornire ai propri clienti il medesimo livello di supporto all'esercizio del diritto di voto in altri mercati europei. Le analisi si basano su principi condivisi da Frontis Governance ed Ethos, che riflettono i più alti standard internazionali di *corporate governance*, avendo come riferimento le norme, i codici e le pratiche consolidate sul mercato italiano.

Altri partner europei di Ethos sono: Corporance (Spagna), DSW (Germania) e SRM Governance (Olanda).

Frontis Governance

info@frontisgovernance.com

www.frontisgovernance.com

Disclaimer

Le analisi di Frontis Governance 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 e Frontis Governance non si assume alcuna responsabilità sulle conseguenze derivanti dal basarsi su tali informazioni. Le guidelines di Frontis Governance sono definite sulla base delle migliori pratiche riscontrate nei mercati internazionali, tenendo in considerazione le specificità del mercato italiano. Le analisi si intendono a sostegno degli investitori (clienti di Frontis Governance o di qualunque utilizzatore potenziale), al fine di supportarli nella valutazione delle procedure di governance delle società partecipate e 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 2023. È vietata la riproduzione non autorizzata, il prestito, il noleggio, la trasmissione o la distribuzione di qualsiasi dato.