Il rapporto Assonime sulla corporate governance

Roma, 3 luglio 2025

IL RUOLO DEL MONITORAGGIO

Il monitoraggio sull'applicazione del Codice rappresenta un tassello fondamentale per l'efficacia del sistema autodisciplinare e, in particolare nelle prospettive di riforma del TUF, per la sua concreta complementarità al quadro legislativo e regolamentare.

La valutazione della concreta adesione delle società ai *principi* e alle *raccomandazioni* del Codice rappresenta infatti un efficace strumento di:

- enforcement: per le società, per il mercato e per la stessa Autorità di vigilanza;
- valutazioni dell'efficacia del Codice: rispetto alle *best practice* internazionali, le aspettative del mercato e le esigenze di guida per le imprese.

- Assonime, a partire dai primi anni di esperienza dell'autodisciplina (2000), si è posta l'obiettivo di sviluppare l'attività di monitoraggio che fornisce un'analisi completa e dettagliata delle policy e delle prassi di governance nelle aree coperte dalle raccomandazioni del Codice.
- L'analisi di Assonime costituisce la base fondamentale (ma non unica) per il Rapporto del Comitato e per la Lettera del Presidente del Comitato che fornisce le raccomandazioni per il 2026.

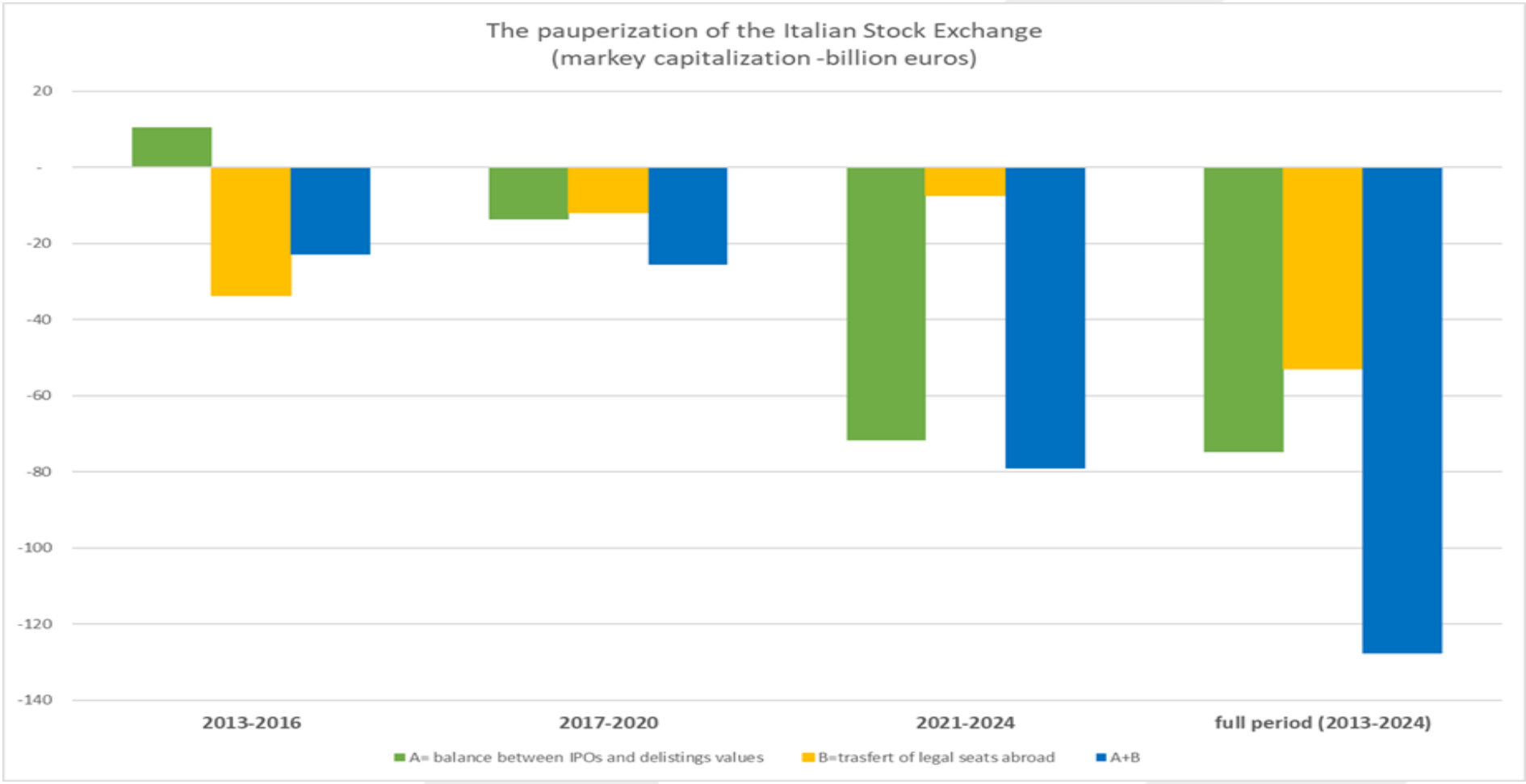
IL MONITORAGGIO 2024

Il monitoraggio 2024 di Assonime analizza la governance delle società quotate nel terzo anno di piena applicazione del nuovo Codice.

Anche in base alle rilevazioni avvenute nei primi anni di applicazione dello stesso abbiamo:

- mantenuto il focus sulla sostenibilità, affinando l'approfondimento sul grado di coinvolgimento del board;
- dedicato attenzione alla proporzionalità del Codice, anche nelle misurazioni di natura più statistica come il «grade»;
- affinato l'esame di alcune aree di particolare interesse, estendendo l'analisi ad alcuni elementi della stagione assembleare 2024:
  - la gestione del processo di nomina e il ruolo del cda nelle sue diverse fasi (orientamenti, eventuale lista cda e corrispondenza delle liste agli orientamenti);
  - l'introduzione del voto maggiorato, sia rafforzato che ordinario (motivazioni delle proposte secondo i criteri del Codice).

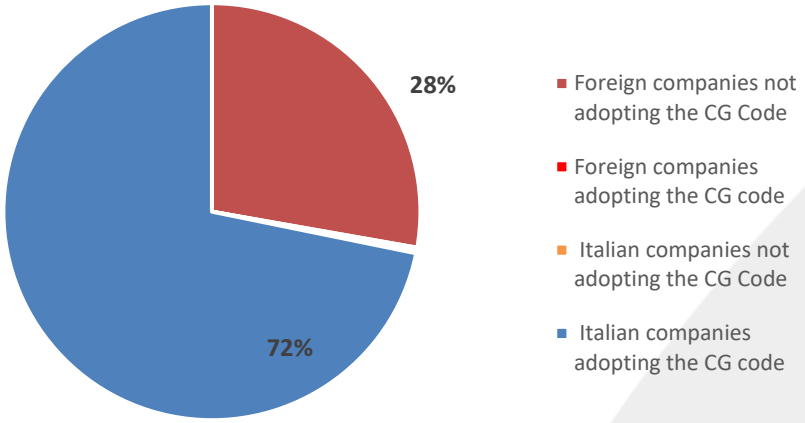
IL CAMPIONE DI ANALISI – UN MERCATO IN CRISI



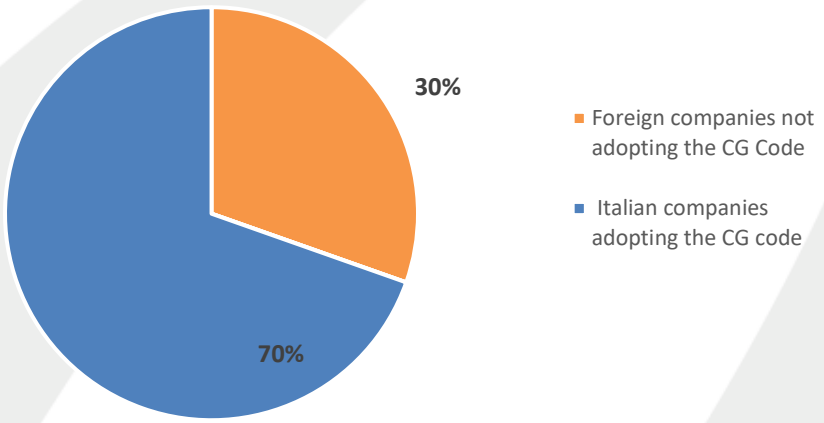
- Che continua: **da gennaio 2025 ad oggi** ci sono stati già **7 delisting, 1 liquidazione, 0 nuove ammissioni**.

IL CAMPIONE DI ANALISI – LE SOCIETÀ ITALIANE

Adoption of the Italian CG Code by companies listed on the Euronext Milano (mrk cap)



Adoption of the Italian CG Code by companies listed on the FTSE Mib index (mrk cap)



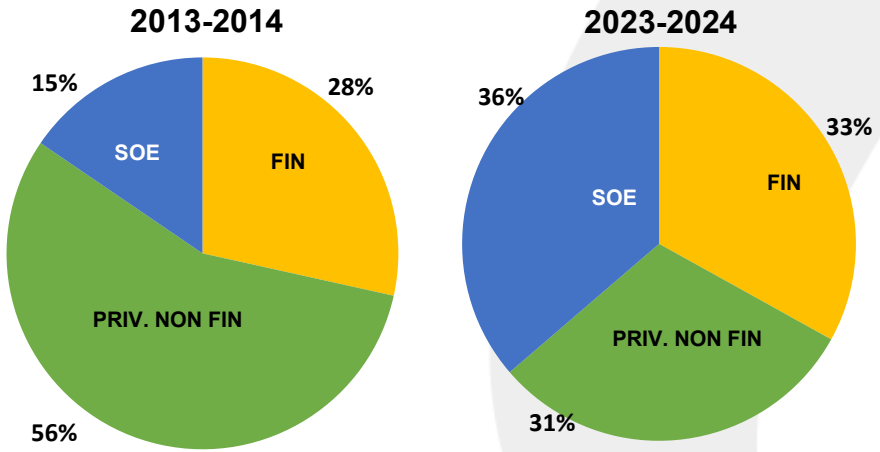
- L'analisi copre le **società italiane** quotate su EXM con relazioni disponibili a fine agosto 2024 (208 società): esse rappresentano il **72% della capitalizzazione** totale di Euronext Milan.
- Il peso delle **società estere** è significativo e incide principalmente sull'indice delle blue-chips che rappresentano il **30% della market cap del FTSE MIB**. → Il dato è rilevante anche per un quadro completo della disciplina applicabile alle estere quotate su EXM: no peculiarità dell'ord. Italiano (voto di lista, doppia def. di indipendenza, no influenza del modello «tradizionale»), applicano diritto societario più liberale (Olanda).
- Il campione è in continua evoluzione: **da gennaio 2025 ad oggi** ci sono stati già **7 delisting, 1 liquidazione, 0 nuove ammissioni**.

UNA FOTOGRAFIA DEL CAMPIONE

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

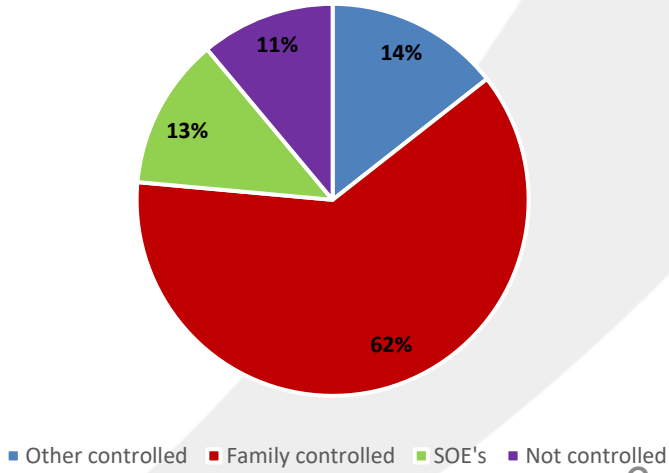
- **l'incidenza delle società non finanziarie si è ridotta** (a causa dei processi di delisting e forum shopping societario);
- si accentua la polarizzazione del mercato verso **SOE** e **banche**: in particolare, **il peso delle SOE**, in termini di capitalizzazione, **è raddoppiato negli ultimi 10 anni.**

Italian regulated market by market cap

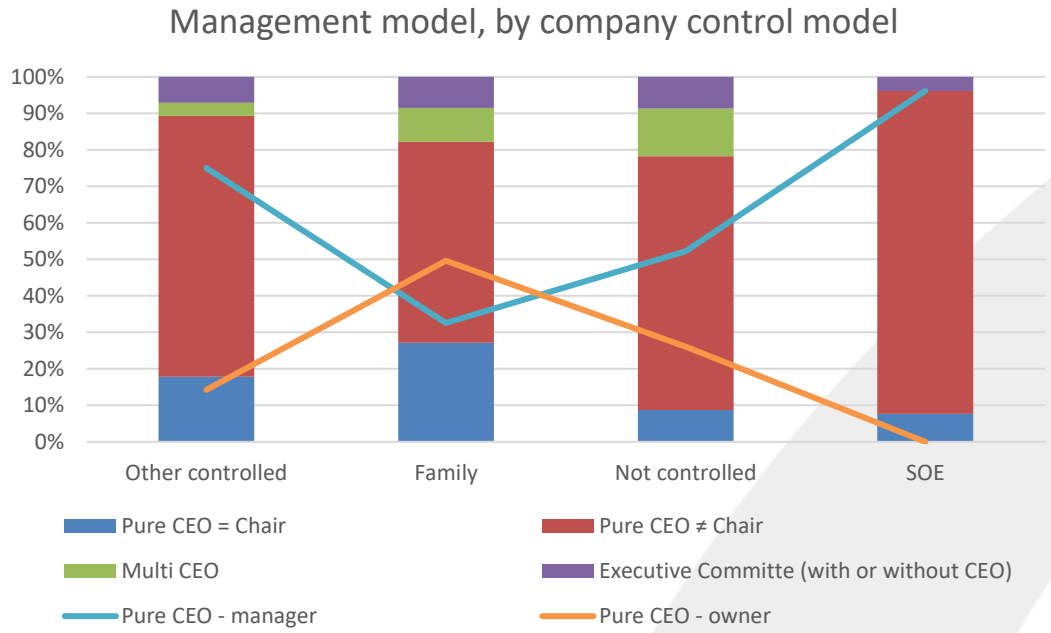


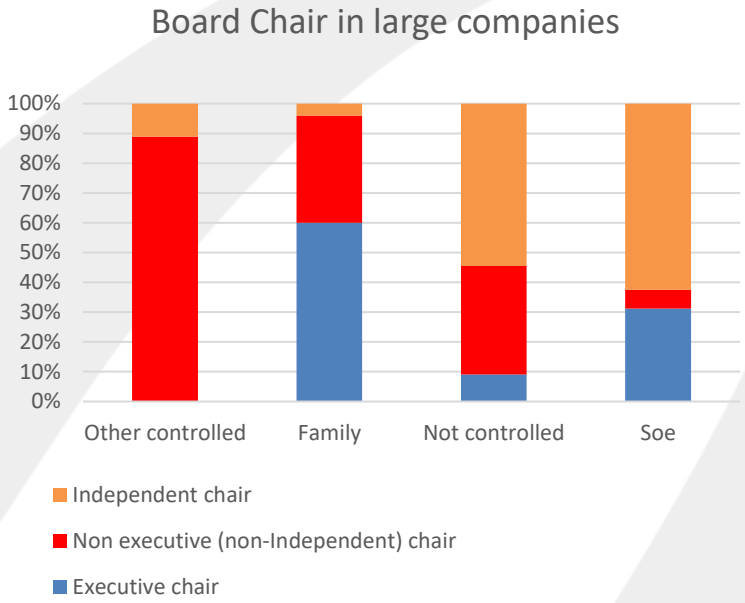
Tuttavia, in termini di numeri, prevale il prototipo della **società medio-piccola** (71% società piccole vs. 29% società grandi) e **concentrata** (66% concentrate vs. 34% società non concentrate). Tipicamente le **società a controllo familiare** rappresentano il 62% del campione.

Distribution of listed companies, by control model



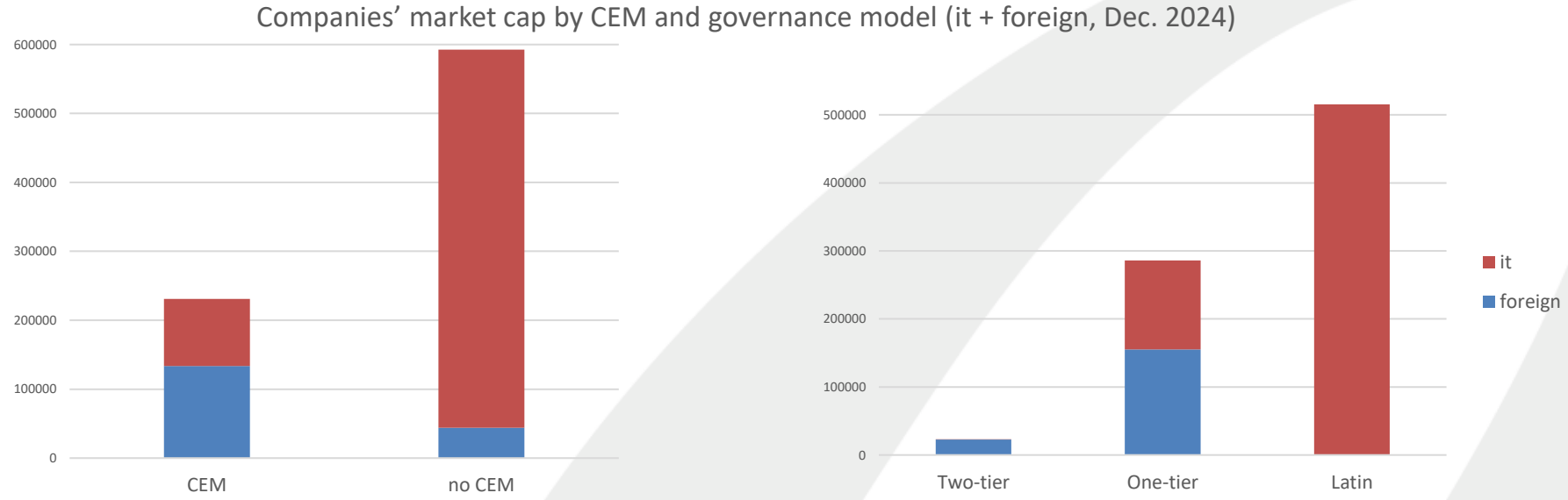
IL MODELLO DI GOVERNANCE – SOCIETÀ IT





- Il modello di governance largamente prevalente è quello «**tradizionale**»
- Il modello di gestione è tipicamente accentrato (**CEO-puro** nell'84% dei casi); stabile l'8% con due/più CEO; residuali le ipotesi di un comitato esecutivo con/senza CEO. Nelle SOEs il **CEO** è quasi sempre un **manager**; metà delle familiari invece nomina un **CEO-proprietario**.
- Nel 55% delle società, il **presidente** è **esecutivo** (in circa la metà dei casi coincide con il CEO; nell'altra metà dei casi gli sono attribuite deleghe rilevanti).
- Cresce il numero dei **presidenti** non esecutivi e **indipendenti** (20% vs 4% nel 2020), ma principalmente nelle grandi partecipate pubbliche (63%) e nelle società finanziarie (56%).

UN MODELLO IN EVOLUZIONE



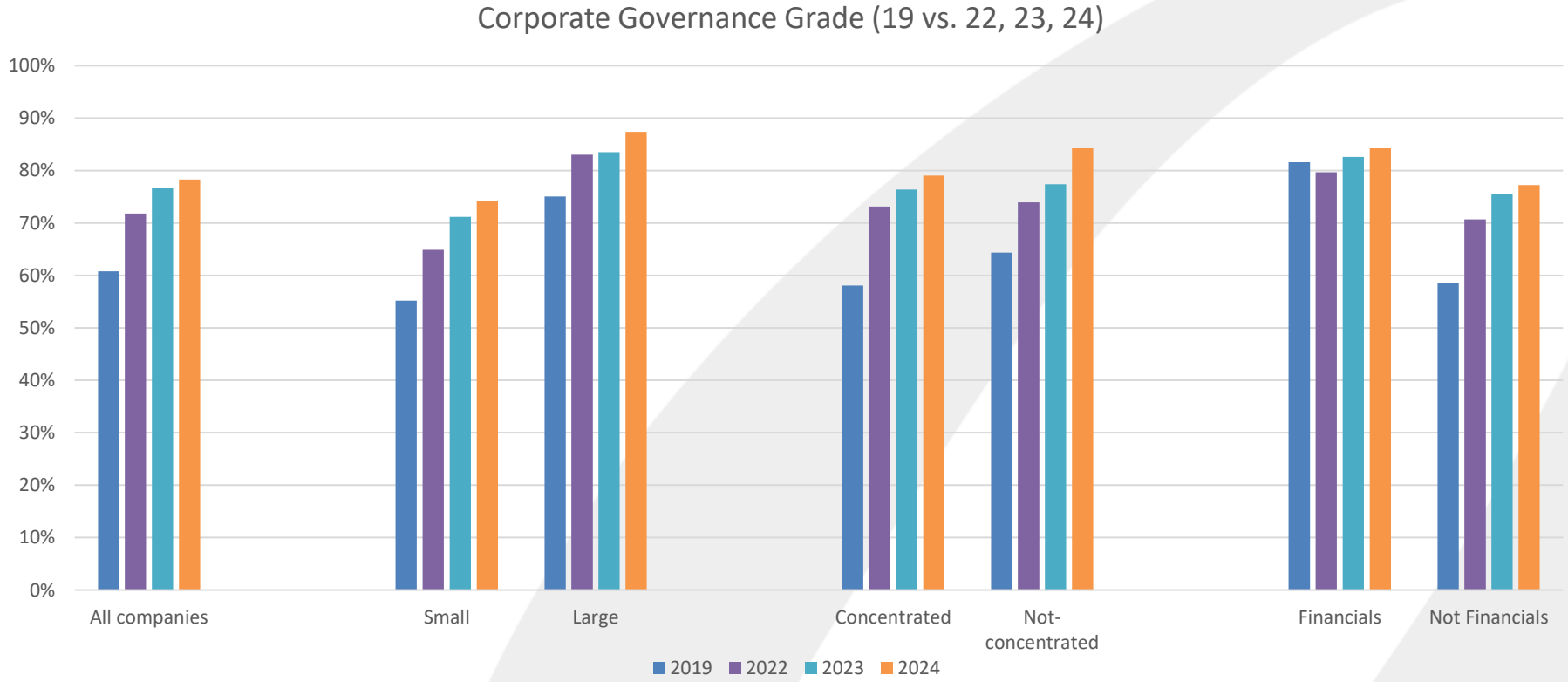
- A fine 2024, il **40%** delle quotate aveva un meccanismo di **potenziamento del voto** (in aumento rispetto al 30% del 2020). In particolare, nel **2024** sono stati introdotti 10 casi di **maggiorato rafforzato**; nel **2025, due** ulteriori casi di **maggiorato rafforzato** e **uno** di **maggiorato ordinario**.
- Evolvono anche i **modelli di amministrazione e controllo**. Nel 2024, **5** società hanno adottato il **monistico** portando il totale a **10** (di cui 3 banche e 7 industriali). Tutte le nuove società monistiche (5) sono piccole, di cui 3 concentrate.
- Queste evoluzioni assumono rilevanza ancora maggiore se sommate alle caratteristiche delle **società estere** che adottano quasi sempre un fattore di **moltiplicazione dei diritti di voto** (8 su 12) e il **modello monistico** di amministrazione e controllo (10 su 12).

UNA SINTESI DEI RISULTATI DEL RAPPORTO

Nel complesso, il grado di adesione al Codice è elevato e mostra una evoluzione costante verso un'applicazione sempre più sostanziale del Codice:

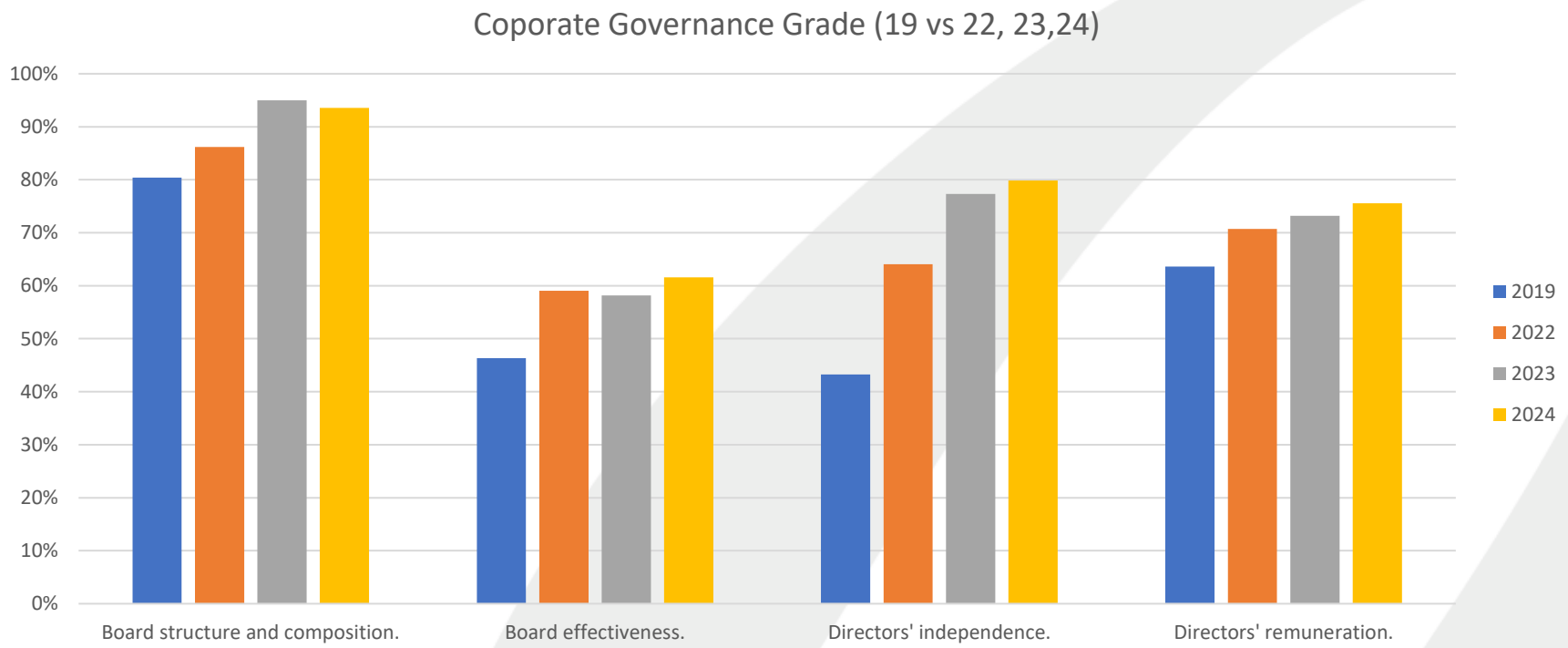
- gli assetti di governance migliorano tra le società di minori dimensioni e le società non finanziarie (si riducono i gap tradizionali con grandi e finanziarie), con effetti positivi anche delle misure di proporzionalità;
- alcune debolezze applicative persistono, soprattutto nell'area del funzionamento del consiglio (informativa pre-consiliare, margini di miglioramento per piani di successione e orientamenti cda uscente);
- confermata la significativa accelerazione nella trasparenza sulla valutazione dell'indipendenza (criteri di significatività delle relazioni commerciali, finanziarie o professionali e delle remunerazioni aggiuntive);
- progressivo allineamento al «successo sostenibile» del Codice, ma necessità di migliorare alcuni elementi fondamentali relativi al coinvolgimento del board e alla concreta promozione del dialogo con gli stakeholder;
- buona la trasparenza sulle scelte statutarie, in particolare sull'utilizzo dei CEM in base ai parametri di disclosure stabiliti dal Codice (motivazioni, effetti attesi e iter decisionale); correlazione positiva tra la CEM e governance nelle società familiari.

CORPORATE GOVERNANCE GRADE - ALL



Il grado di compliance medio nel 2024 è circa l'80% (+20 punti rispetto al 2019).
Progressivamente si riduce il gap tra grandi e piccole (dimezzato rispetto al 2019), anche (ma non solo) grazie alla proporzionalità del Codice e del metodo della sua rilevazione.
Le società non finanziare migliorano progressivamente di più rispetto alle finanziarie che hanno storicamente dimostrato un elevato grado di compliance. Il gap si è quasi azzerato.

CORPORATE GOVERNANCE GRADE – PER AREA



- L'adesione al Codice è più elevata e stabile nelle aree relative alla composizione del board (94% nel 2024) e nelle politiche di remunerazione (76% nel 2024).
- Tra le aree tradizionalmente più critiche, migliora significativamente la qualità della informazione fornita nella valutazione di indipendenza (80% nel 2024 vs. 64% nel 2022 e 43% nel 2019), mentre appare in lieve miglioramento l'area relativa al funzionamento del cda (62% vs. 46% nel 2019) dove è più elevato l'effetto della proporzionalità ma anche dove l'analisi è di natura più qualitativa.

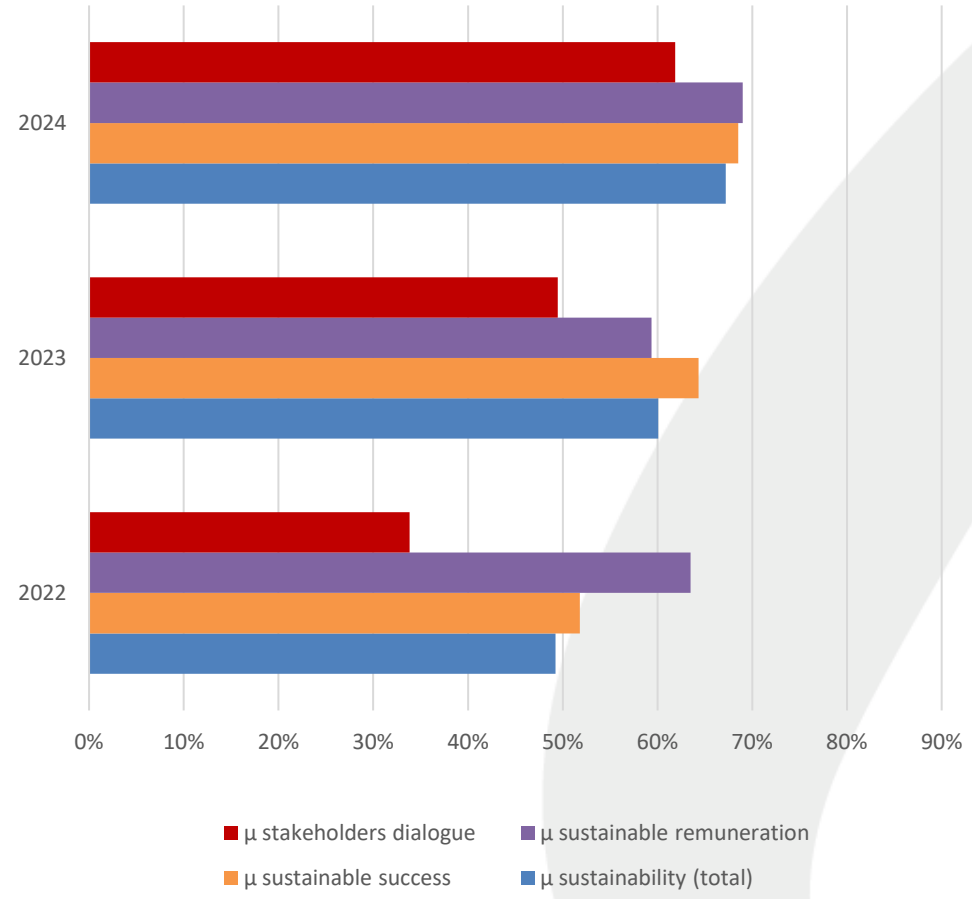
LA GOVERNANCE DEL SUCCESSO SOSTENIBILE: UNA EVOLUZIONE IN ATTO

Emerge un progressivo allineamento alle varie indicazioni del Codice sulla governance della sostenibilità:

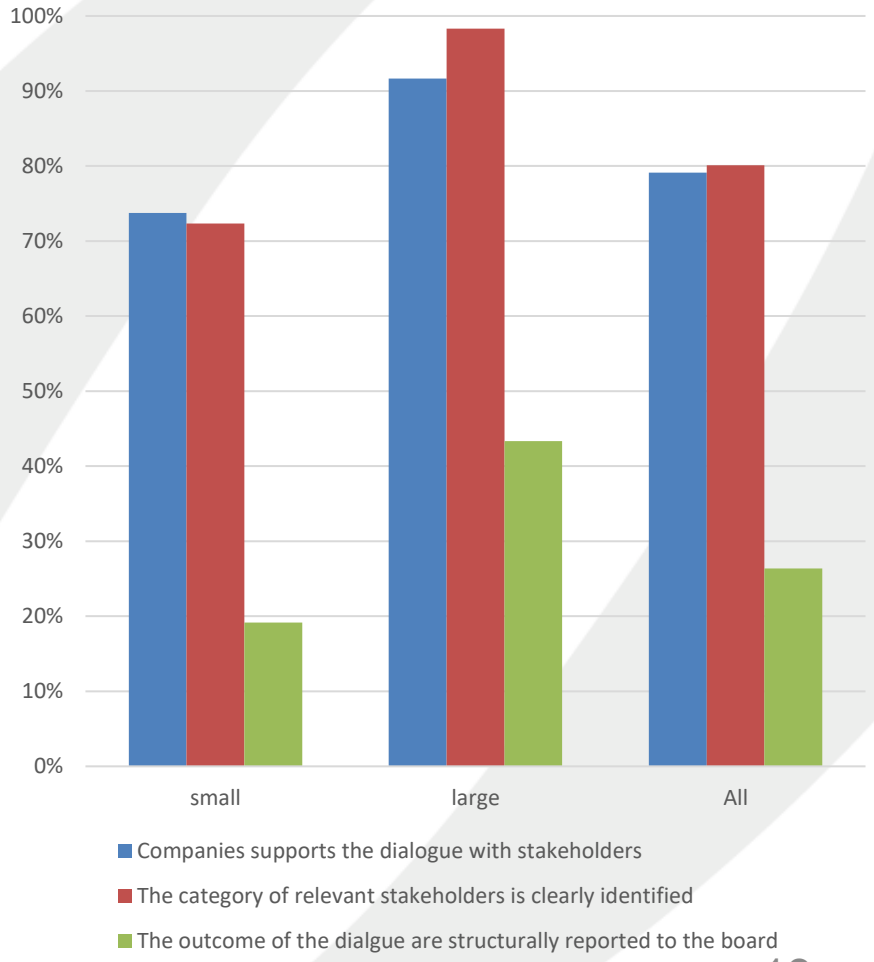
- quasi tutte le società dichiarano l'adesione al successo sostenibile (93% vs. 42% nel 2021) con un approccio, nella maggior parte dei casi, strutturato: il 70% ne prevede l'integrazione nelle strategie;
- l'80% dei cda tiene conto della sostenibilità nell'esame/approvazione dei piani strategici e, in circa la metà di questi casi, si avvale di un comitato «sostenibilità»;
- aumenta la previsione di un comitato «sostenibilità» (72% vs. 41% nel 2021): in circa 1/3 dei casi il comitato ha una componente manageriale;
- i compiti del CCR in materia di informazione sulla sostenibilità sono ampiamente allineati al Codice (80% vs. 76% nel 2023);
- è diffuso il riferimento ad obiettivi di sostenibilità nelle politiche di remunerazione (75% vs. 67% nel 2023): in 1/3 dei casi però tali parametri scontano un problema di «genericità»;
- aumenta l'informazione sul dialogo con gli stakeholder (77% vs. 65% nel 2023), mentre è migliorabile la successiva informativa al cda.

II SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE GRADE

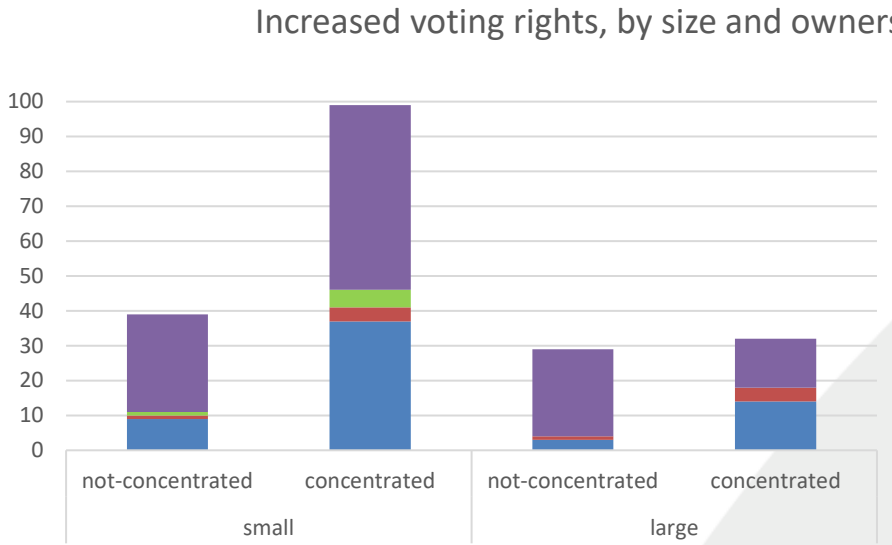
Sustainable Corporate Governance Grade (2022 - 2024)

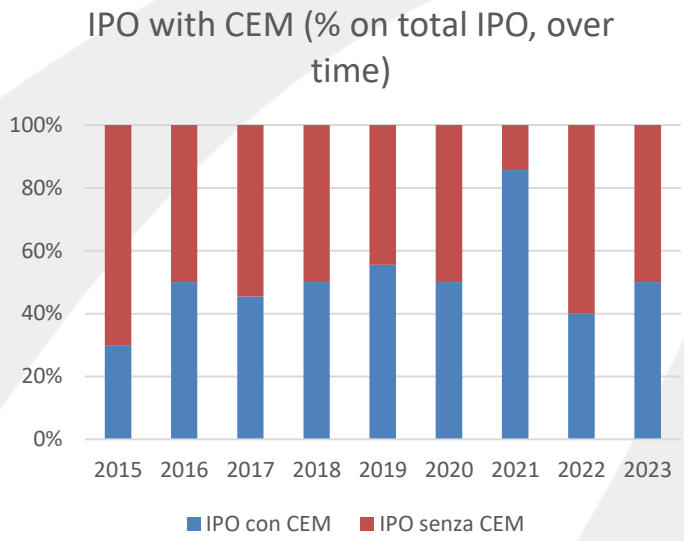


Focus: dialogue with stakeholders (2024)



ADOZIONE DEI «CEM» – FOCUS SU MAGGIORATO ORD. E RAFF.



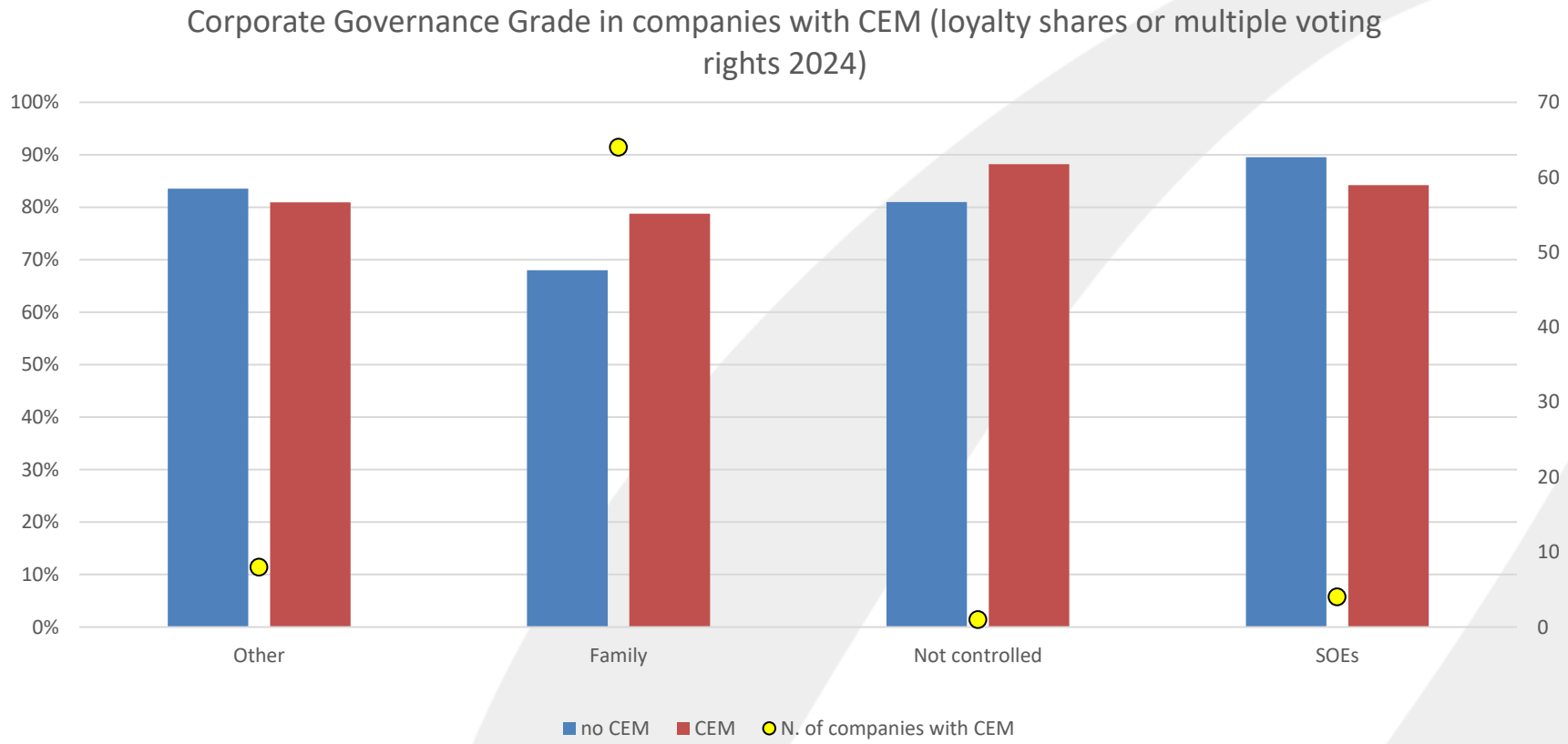


L'utilizzo dei CEM è diffuso in particolare nelle **società piccole e concentrate**. È significativo il loro utilizzo nella fase di accesso al mercato: **metà delle IPO dopo il 2014** ha introdotto il **potenziamento del voto** (di queste il 76% prima della quotazione, 24% dopo la quotazione).

Concentrando l'analisi sull'adesione al Codice e, in particolare, sulla applicazione della raccomandazione 3, abbiamo condotto un'analisi sulla **disclosure delle società** che hanno introdotto **il maggiorato dal 2020 al 2024** (i.e. post-Codice 2020), osservando:

- miglioramento nell'informazione sugli effetti su **assetti e strategie future** che è fornita rispettivamente dal 78% e dal 60% delle società (erano 56% e 37% nel periodo 2020-2023);
- migliora anche il numero delle società che fornisce una informazione **sull'iter decisionale** (75% nel 2024 vs. 56% nel 2020-2023), ma il contenuto tipico di tale informazione riporta soltanto che il consiglio ha deliberato all'unanimità. Espressamente escluso il coinvolgimento di un comitato costituito in maggioranza da amministratori indipendenti.

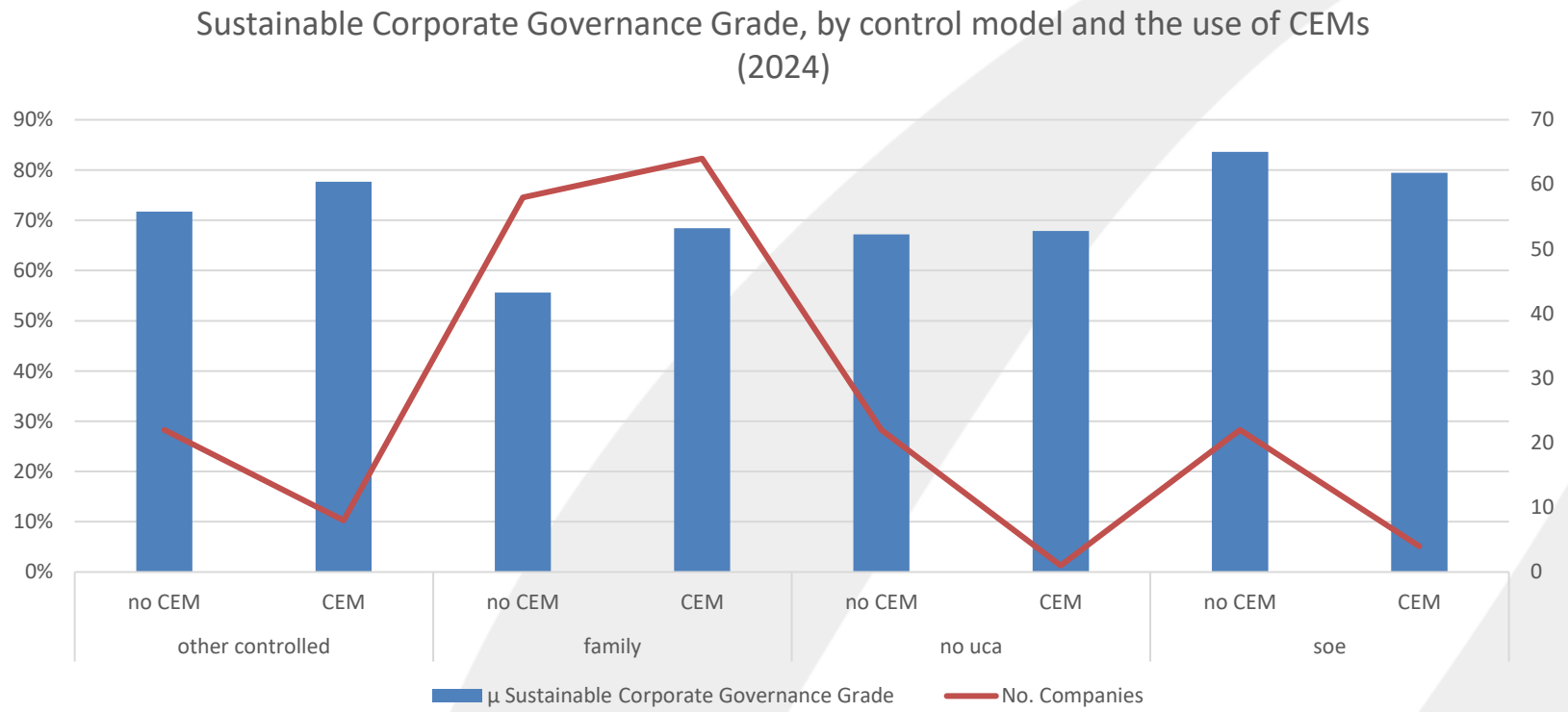
ADOZIONE CEM e CORPORATE GOVERNANCE GRADE



L'adozione di un CEM (voto maggiorato/plurimo) non incide sul grado di adesione al Codice (78% in entrambi i casi).

Tuttavia, se si considerano le società familiari, dove l'utilizzo di un CEM è molto più frequente (64 società familiari su 122 adottano il voto maggiorato o plurimo), il livello di adesione al Codice appare più elevato (79% nelle società familiari con CEM rispetto al 68% delle familiari senza CEM).

ADOZIONE CEM e SUST. C. GOVERNANCE GRADE



L'adozione dei CEM non pregiudica la governance della sostenibilità: in media, le società con CEM hanno un indicatore lievemente migliore (70% vs. 65% per le società senza CEM).

In particolare, tra le società familiari, dove questo strumento è più diffuso, la stabilità del controllo appare positivamente correlata con la qualità delle informazioni sulla governance della sostenibilità (68% vs. 56%).

QUALCHE CONSIDERAZIONE

- L'esito del monitoraggio rivela l'efficacia dell'autodisciplina, anche nella sua funzione complementare all'evoluzione del quadro normativo.
- L'aumento dell'interesse delle imprese per le scelte più strutturali e strategiche in materia di governance, favorito ma non esclusivamente determinato dalla spinta della Legge Capitali (assemblea, maggiorato potenziato, monistico), testimonia l'importanza di una funzione dinamica e proattiva dell'autodisciplina.
- Nella prospettiva della prossima riforma del TUF, la cui delega introduce, tra gli altri, un criterio di semplificazione del diritto societario «tenendo conto dell'autodisciplina», e in attesa del consolidarsi del quadro europeo sulla sostenibilità, resta centrale il contributo che l'autodisciplina può dare in termini di competitività ed efficacia della corporate governance.
- Una buona governance non è però un fine di per sé quanto un mezzo per favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali per supportare la loro crescita e favorire un uso produttivo del risparmio.
- In questa ottica, il progressivo depauperamento del mercato azionario italiano, vera e propria crisi nella crisi del mercato europeo, è un elemento critico che sta assumendo una dimensione drammatica.
- La creazione di un mercato unico dei capitali europeo, che superi l'attuale frammentazione operativa e regolamentare, è l'unica prospettiva per invertire questo trend negativo.