

2021

**MANUALE
OPERATIVO
PER UNA COMPLIANCE
CONSAPEVOLE ALLA
DIRETTIVA SUI DIRITTI DEGLI
AZIONISTI**

ASSOFONDIPENSIONE

ASSOFONDIPENSIONE

MANUALE OPERATIVO

PER LA DEFINIZIONE DELLA POLITICA DI IMPEGNO

Per una compliance consapevole alla Direttiva sui Diritti degli Azionisti (“SRD II”)

Sommario

<i>Prefazione</i>	2
INTRODUZIONE	3
CONSIDERAZIONI PRELIMINARI	5
STRUTTURA DELLA POLITICA DI IMPEGNO	7
PREMESSE	7
PERIMETRO E APPROCCIO STRATEGICO	9
Perimetro attività per tipologia di asset.....	10
Perimetro per area geografica	10
Perimetro per dimensione investimento	11
Perimetro per settore	11
Modalità e Approccio strategico	12
<i>Focus su</i> collective engagement.....	14
PROCESSO DECISIONALE	16
Monitoraggio.....	16
Dialogo.....	17
Voto	17
Focus su proxy advisors.....	21
Il ruolo dei gestori.....	22
Prestito titoli.....	24
CONFLITTI DI INTERESSE	24
RENDICONTAZIONE	26
Dove pubblicare l’informativa	29

Prefazione

A cura di AssofondiPensione

Il Manuale Operativo per la definizione della Politica di Impegno è il risultato dell'impegno da parte dell'Associazione nel supportare i propri associati verso una "cultura dell'azionariato attivo", elemento oramai imprescindibile per creare un valore sostenibile.

Scopo del Manuale è offrire una "guida" a tutti gli associati per accrescere ulteriormente la loro conoscenza e capacità nell'intraprendere - correttamente – l'attività di engagement. Ciò permetterà di migliorare la gestione del rischio di natura finanziaria e non finanziaria, con benefici per l'intera comunità contribuendo ad un mondo più sostenibile.

Il fine ultimo del manuale non è quello di "obbligare" gli associati a dotarsi di una politica di Impegno ma di aiutare i Fondi Pensione a identificare il perimetro di azione dell'attività di engagement e un processo decisionale funzionale agli scopi che possa rendere l'engagement un ulteriore strumento per raggiungere gli obiettivi tipici dell'investitore previdenziale.

Il manuale, elaborato grazie al supporto di consulenti esterni specializzati quali ERMES Srl e Frontis Governance, offre una guida pratica, consigli, indicazioni ed esempi a chi è interessato ad adottare una politica di impegno, in uno spirito di piena consapevolezza dell'attività di stewardship. Esso è principalmente diretto alla struttura interna dei propri associati ma costituisce un momento di riflessione per tutti gli investitori previdenziali. Da questo punto di vista, il Manuale si affianca alle Linee Guida di Stewardship elaborati da Mefop in collaborazione con l'Associazione, andando a completare una cassetta degli attrezzi per l'attività di engagement.

L'iniziativa del Manuale si inserisce nell'alveo delle iniziative avviate per supportare i propri associati, tra cui si ricorda: il documento "Considerazioni sul principio del comply or explain" redatto con Mefop, corredato degli approfondimenti e degli schemi di delibera, per coadiuvare i fondi nella riflessione e negli adempimenti effettuati entro il 28 febbraio 2021; il corso di formazione, svolto tra Gennaio e Marzo 2021, sulla Direttiva Shareholder Rights II e sui temi dell'azionariato attivo, tenuto da esperti della materia (Nicola Cucari della Sapienza – Università di Roma e Sergio Carbonara di Frontis Governance), per una migliore conoscenza e sensibilizzazione su questi temi complicati; iii) un processo di ascolto di tutti i Fondi tramite un questionario ed incontri nelle sedi opportune per comprendere i maggiori problemi che i Fondi si trovano a fronteggiare nonché i loro desiderata.

Queste iniziative, nello spirito che caratterizza l'Associazione, hanno portato ad elaborare dei suggerimenti flessibili e proporzionali, che vogliono costituire non un punto di arrivo ma la fase di avvio di un processo più ampio di condivisione e coinvolgimento, anche a livello associativo, dei Fondi negoziali nello sviluppo di pratiche sostenibili per la comunità nel suo complesso.

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni l'Unione Europea ha incoraggiato l'adozione di politiche societarie improntate ad una maggiore partecipazione di tutti gli azionisti. Tali intenti hanno trovato conferma nella Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, *relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, nota come Shareholders' Rights Directive I (SRD I) e successivamente con la Direttiva 2017/828, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda *l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*, nota come Shareholders' Rights Directive II (SRD II).

Tanto le Direttive citate quanto altre azioni in ambito europeo¹ si basano sul presupposto che, nel corso della crisi finanziaria del 2007-2008, da un lato gli azionisti hanno sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine e dall'altro lato, che la loro attenzione sia stata maggiormente incentrata sui rendimenti a breve termine con effetti non ottimali nel governo societario delle società quotate².

In tale contesto, la Direttiva SRD II sembrerebbe suggerire una “nuova visione” della funzione degli azionisti, più “impegnati” ma anche più “trasparenti” e di conseguenza più responsabili nei confronti di tutti gli stakeholders.

In effetti, la Direttiva SRD II si propone di innalzare gli standard qualitativi di diversi attori (investitori istituzionali, gestori di attivo, consulenti in materia di voto) mediante obblighi di trasparenza volti a promuovere l'impegno (engagement) e l'orientamento al lungo periodo di investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) e gestori di attivi (gestori collettivi e individuali) nell'investimento in società quotate europee e ad assicurare adeguati flussi informativi nel rapporto contrattuale tra gestori degli attivi e investitori istituzionali. Il fine ultimo è quello di delineare un collegamento tra l'engagement degli azionisti ed un auspicato miglioramento dei risultati (finanziari e non) delle società.

Si possono infatti citare alcuni Considerando della Direttiva SRD II laddove il legislatore comunitario prende atto che gli investitori istituzionali e dei gestori di attivi “*spesso non sono trasparenti per quanto riguarda le loro strategie di investimento, la loro politica di impegno e la relativa attuazione*” (Considerando 16), “*non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni*” (Considerando 15) e ancora “*dovrebbero comunicare al pubblico le informazioni sull'attuazione della loro politica di impegno, soprattutto in che modo hanno esercitato i loro diritti di voto*” (Considerando 18).

Di conseguenza, nel caso specifico dei fondi pensione, la normativa vigente (cfr. D. Lgs. 58/98, come modificato dal D. Lgs. 49/2019, ed il Regolamento Covip in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione) prevede una serie di “*obblighi personalizzabili*”, nella misura in cui investano in azioni di società quotate in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato UE, tra cui:

- (i) adottare e comunicare al pubblico la propria politica di impegno come azionisti nelle società quotate europee, includendo le informazioni di cui al comma 1 dell'art. 124 quinquies del D. Lgs. 58/98, secondo il principio del comply or explain;
- (ii) comunicare al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo le informazioni di cui al comma 2 dell'art. 124 quinquies del D. Lgs. 58/98, ovvero, in caso contrario, secondo il principio del comply or explain, comunicare le motivazioni della scelta di non adempiere a quanto sopra;
- (iii) comunicare al pubblico in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi e, laddove rilevante, in funzione delle caratteristiche dei singoli fondi pensione o dei loro comparti, sono coerenti con

¹ Ad esempio, attraverso il Piano di Azione UE 2012, riguardante “Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili”.

² Ad esempio, il recente rapporto “*Study on directors' duties and sustainable corporate governance*” (Luglio, 2020) elaborato da EY su indicazione della Commissione Europea, identifica ben otto fattori che contribuiscono al breve termine, e tra questi si annoverano la pressione degli investitori.

il profilo e la durata delle loro eventuali passività, secondo quanto previsto dal comma 1 dell'art. 124 sexies del D. Lgs. 58/98;

- (iv) nel caso in cui la gestione sia attribuita a un gestore di attivi (di diritto italiano o di altri Stati membri dell'Unione europea), comunicare gli elementi dell'accordo di cui al comma 2 dell'art. 124 sexies del D. Lgs. 58/98, secondo il principio del *comply or explain*;

Tale "personalizzazione degli obblighi", grazie al principio del "comply or explain", va nella direzione di una maggiore trasparenza della condotta ed invito ad essere investitori attivi e responsabili senza però la fissazione di parametri "rigidi e standard" stabiliti dalla legge.

Come si avrà modo di vedere nel prosieguo, qualsiasi attività di engagement, per essere realmente incisiva, dovrebbe basarsi su procedure strutturate e su un'attenta pianificazione organica, che tenga conto dei profili di rischio delle priorità dell'investitore e dei suoi clienti.

Una siffatta disciplina ha spinto Mefop, in collaborazione con Assofondipensione, ad elaborare le Linee Guida di Stewardship, primo passo normativo di *soft law* per sensibilizzare gli enti previdenziali ad un approccio flessibile e graduale alle attività di engagement.

In tale contesto, Assofondipensione, in collaborazione con Mefop, ha elaborato il presente Manuale Operativo, con l'intenzione di dare una attuazione "personalizzata" alla disciplina secondo le modalità più adeguate rispetto ai "desiderata" di ciascuna realtà, con l'obiettivo finale di accompagnare i singoli fondi ad una riflessione ulteriore rispetto alle indicazioni e alla ratio della disciplina comunitaria. Si ritiene, infatti, che lo sviluppo di un comportamento responsabile da parte degli investitori previdenziali, oltre ad essere un obbligo normativo, deve essere interpretato come valore culturale in grado di supportare la creazione di valore a lungo termine mediante una gestione dei rischi finanziari e non finanziari consapevole e responsabile.

Il Manuale e le Linee Guida mirano ad essere una "cassetta degli attrezzi" di tutti gli operatori previdenziali, ed in particolare dei fondi pensione negoziali, al fine di supportarli nello sviluppo di una cultura dell'azionariato attivo. I due documenti, seppur autonomi, sono strettamente correlati e dovrebbero essere letti in maniera congiunta al fine di accelerare il percorso di ciascun fondo verso un'attività di stewardship. Per tale motivo, nel prosieguo saranno evidenziate le Linee Guida di Stewardship o le relative raccomandazioni, con l'obiettivo di fornire una possibile declinazione operativa.

Per facilitarne la lettura, nel Manuale sono evidenziati gli specifici riferimenti alle raccomandazioni contenute nelle Linee Guida di Stewardship di Mefop³ (box azzurri), suggerimenti (box verdi) ed esempi di possibile formulazione della relativa sezione della Politica (box grigi).

³ Le Linee Guida di Stewardship sono oggetto di consultazione pubblica, lanciata da Mefop il 29 novembre 2021.

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

I fondi pensione, in quanto titolari degli asset investiti per tramite dei gestori, dovrebbero assumere un ruolo centrale nel “monitoraggio della sostenibilità” dei propri investimenti, con l’obiettivo di tutelare gli interessi di lungo termine dei propri aderenti⁴.

Le attività di engagement con le società in cui si investe rispondono, pertanto, ad almeno tre obiettivi:

- **favorire un monitoraggio dei rischi** che possono derivare da comportamenti poco sostenibili, che possono avere un impatto diretto o indiretto (rischi non-finanziari) sugli interessi degli aderenti;
- **stimolare gli emittenti** a sviluppare pratiche di gestione sostenibili;
- **favorire investimenti di lungo termine** attraverso azioni di *voice* anziché di disinvestimento (*exit*) in presenza di pratiche giudicate poco sostenibili o eccessivamente rischiose.

L’evoluzione normativa spinge verso una sempre maggiore responsabilizzazione degli *asset owners* (titolari finali dell’investimento, quali appunto i fondi pensione), che dovrebbero attuare attività di monitoraggio e dialogo tenendo sempre presenti le caratteristiche e gli interessi dei propri aderenti. Tale responsabilizzazione appare ancor più necessaria in quelle realtà, come i fondi pensione negoziali, in cui l’investitore non ha un controllo diretto della gestione, ma piena responsabilità dei risultati.

Come riportato anche nelle raccomandazioni al Principio 1 delle Linee Guida di Stewardship, “*la responsabilità delle attività di stewardship è in capo agli investitori istituzionali*”. Per cui, le attività di monitoraggio dei rischi e dialogo con le società partecipate dovrebbero essere svolte da tutti i Fondi, “*indipendentemente dal modello di gestione adottato*” (cfr. Principio 1).

Pertanto, appare evidente che la **Politica di Impegno non può e non deve essere standardizzata ed omologata per tutti**, ma dovrebbe essere calata sulle esigenze specifiche di ciascuna realtà pensionistica, tenendo peraltro conto dell’efficiente gestione delle risorse disponibili.⁵

Nel prosieguo del Manuale Operativo, si cercherà quindi di individuare **possibili soluzioni in base a differenti dimensioni e strutture gestionali dei Fondi**, supportando un approccio di proporzionalità nella compliance normativa e regolamentare.

Occorre infatti sottolineare ulteriormente come la norma nazionale ed europea si limiti ad invitare gli investitori istituzionali a dotarsi di una Politica di Impegno, individuandone il contenuto minimo⁶, ma non interviene - in alcun modo - nella definizione delle pratiche di monitoraggio e dialogo con le società partecipate, “ingessando l’attività di engagement in doveri di risultato”.

In altre parole, **ciascun Fondo è libero di definire le modalità di monitoraggio, dialogo, eventuale esercizio del diritto di voto e collaborazione con altri portatori di interesse, secondo le proprie necessità**. Da questa prospettiva, l’invito è di considerare la Politica di Impegno come parte integrante della propria strategia di

⁴ Si pensi all’articolo 6 del Regolamento (UE) 2019/2088, rubricato “trasparenza dell’integrazione dei rischi di sostenibilità”, laddove l’integrazione dei fattori per la sostenibilità ha lo scopo di migliorare i rendimenti del portafoglio aggiustati per il rischio e mitigare le perdite che possono sorgere in relazione ai rischi determinati da tali fattori. Più in generale per «rischio di sostenibilità» si intende un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell’investimento, come specificato nella legislazione settoriale, in particolare nelle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, ovvero negli atti delegati e nelle norme tecniche di regolamentazione adottati a norma alle suddette direttive.

⁵ Nel prosieguo del Manuale sono riportati alcuni esempi o suggerimenti relativi a determinati aspetti delle politiche, differenziandoli rispetto alle caratteristiche del fondo e all’esperienza dello stesso rispetto all’attività di engagement. In fase di definizione del Manuale, infatti, si è tenuto conto di alcuni *desiderata* dei membri dell’Associazione mediante un questionario. Tuttavia, le indicazioni sviluppate nel Manuale non sono da leggere come “raccomandazione” o “standard di redazione” dei documenti e/o sezioni della Politica di Impegno, ma come supporto ai singoli Fondi per definire le proprie politiche e pratiche di impegno in base alle necessità di ciascuno.

⁶ Secondo l’art. 124-quinquies del TUF, la Politica di Impegno descrive le “modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l’impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno”.

gestione del rischio, che tenga conto della struttura del Fondo, delle caratteristiche dei propri aderenti (attuali e potenziali) e dei propri investimenti.

Chiarito, dunque, che è lasciata alla libertà individuale del singolo fondo la scelta sul “se, quanto e in che modalità” impegnarsi, appare utile sviluppare una ulteriore ed importante considerazione sulla differenza tra attività di dialogo e di voto.

Il termine “impegno”, che tiene insieme il monitoraggio, il dialogo e il voto, può essere infatti inteso come un termine neutro, che **varia sia in termini di intensità che in termini temporali**. In effetti, il monitoraggio e il dialogo con gli emittenti e l’esercizio del diritto di voto possono rappresentare momenti consequenziali di un’unica attività di engagement svolta durante l’anno, in maniera continuativa, oppure essere gestiti in maniera distinta, in fasi temporali anche lontane tra loro e con procedure e politiche autonome ed indipendenti. L’esercizio del diritto di voto, ad esempio, può essere gestito come attività ordinaria (almeno una volta l’anno si vota per l’approvazione del bilancio), utile per consentire un monitoraggio continuo delle società partecipate, indipendentemente dall’attivazione di un dialogo. D’altro canto, il Fondo può decidere di attivare un dialogo con gli emittenti esclusivamente in occasione di eventi potenzialmente negativi o su tematiche specifiche, pur senza partecipare alle assemblee.

Si potrebbe, pertanto, distinguere un **triplice livello di intensità di engagement**:

- **Formale**: è una intensità di engagement bassa dove l’attività di engagement è vista come una mera compliance ad una norma e si concretizza in una adesione formale e non sostanziale della direttiva SRD II;
- **Accidentale**: è una intensità di engagement media, in cui gli operatori previdenziali mettono in atto attività di engagement finalizzate a rispondere a situazioni contingenti di difficoltà momentanee;
- **Consapevole**: è una intensità di engagement elevata, in cui gli operatori previdenziali comprendono appieno il contributo che la stewardship può fornire all’investimento effettuato e di conseguenza l’attività è strutturale ovvero non limitata nel tempo e/o ad una specifica situazione.

STRUTTURA DELLA POLITICA DI IMPEGNO

Il presente Manuale Operativo fornisce una possibile struttura della politica di impegno utilizzabile da tutti i Fondi Pensione Negoziati, associati ad Assofondipensione.

PREMESSE

Nella sezione introduttiva è auspicabile inserire i **riferimenti normativi** alla base della Politica di Impegno accompagnati dalle **motivazioni interne** che hanno portato alla scelta di adottare pratiche di engagement, nel più ampio dibattito in corso sull'attività e ruolo della *stewardship*.

Tale sezione offre la possibilità di fornire ai propri stakeholders, in primis agli aderenti, attuali e potenziali, l'attenzione che lo stesso Fondo pone alle tematiche di *Investimento Sostenibile e Responsabile*.

La Politica di Impegno dovrebbe essere definita coerentemente con le caratteristiche del Fondo e lo specifico modello gestionale adottato, in un'ottica di mitigazione dei rischi derivanti da comportamenti non sostenibili delle società partecipate, con l'obiettivo finale di tutelare gli interessi dei propri aderenti. Una delle considerazioni alla base della finanza sostenibile è la consapevolezza che pratiche di gestione non sostenibili rischiano di causare esternalità che possono avere impatti negativi sia sugli interessi finanziari che su altri aspetti degli aderenti ad enti previdenziali.

Il Fondo potrebbe includere una descrizione più generale del proprio approccio alla sostenibilità degli investimenti, indicando eventuali ulteriori iniziative, anche attraverso rimandi ad altri documenti facilmente consultabili sul sito.

Sarebbe quindi opportuno, in una fase preliminare alla definizione della Politica di Impegno, che i Fondi effettuino un'attenta analisi del proprio modello gestionale, incluse competenze e risorse interne disponibili, e le caratteristiche dei propri aderenti, per identificarne le effettive esigenze e individuare più efficacemente le possibili aree di intervento per tutelarne gli interessi, anche quelli non direttamente connessi all'investimento finanziario.

La sezione introduttiva dovrebbe anche chiarire se il Fondo ha deciso di dotarsi di un unico documento o di due politiche distinte, ovvero:

(i) una Politica di Impegno più generale, che riporti tutte le informazioni richieste dalla normativa, includendo eventualmente il voto nella descrizione delle azioni di engagement che si intende intraprendere;

(ii) una Politica di Voto in cui sono riportate in maggiore dettaglio le modalità operative ed i principi guida che si intende adottare per l'esercizio del diritto di voto.

La Politica di Impegno, ed eventualmente una politica separata sull'esercizio dei diritti di voto, deve necessariamente essere approvata dal Consiglio di Amministrazione, quale organo di amministrazione.

Appare opportuno e utile fornire indicazioni sull'iter di discussione e approvazione del documento.

Raccomandazione
(Principio 1):

Le modalità di attuazione della politica di impegno variano secondo il modello di gestione adottato.

Principio di
Stewardship 5:

Gli investitori previdenziali definiscono la politica di voto, in base alla quale esercitano i diritti di voto in modo coerente e consapevole.

Tuttavia, è auspicabile che la Politica sia il frutto di un'accurata analisi preliminare, preferibilmente coinvolgendo tutte le strutture interne ed esterne potenzialmente coinvolte nel processo di engagement (Consiglio di Amministrazione, eventuali Commissioni consiliari deputate ad approfondimenti, Direttore/Funzione Finanza, eventuali consulenti esterni e gestori).

Sarebbe infine opportuno prevedere che la Politica sia oggetto di monitoraggio, definendo una tempistica anche indicativa per l'aggiornamento, che non dovrebbe preferibilmente superare i 3 anni.

ESEMPIO DI PREMESSA ALLA POLITICA DI IMPEGNO:

Fondo [...] è il fondo pensione complementare per i lavoratori [...]

Il Fondo provvede alla raccolta dei contributi, alla gestione delle risorse nell'esclusivo interesse degli aderenti, e all'erogazione delle prestazioni secondo quanto disposto dalla normativa in materia di previdenza complementare.

Il presente documento è stato redatto in osservanza del Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49, di recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (cosiddetta Shareholder Rights Directive II), che prescrive agli investitori istituzionali l'adozione (o la spiegazione motivata di una mancata adozione) di una Politica di Impegno che "descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno".

La Politica di Fondo [...] è redatta in aderenza alla Delibera Covip del 2 dicembre 2020 recante i "Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione", ed è coerente con le "Linee Guida di Stewardship" redatte da Mefop SpA.

La Politica di Impegno si inserisce nel più ampio processo di integrazione dei fattori di sostenibilità nella strategia e politica di investimento di Fondo [...], che è iniziato già nel [...] con [descrizione delle iniziative adottate, anche con riferimento agli accordi con i gestori – con eventuale rimando a documenti pubblici - ; riportare eventuali adesioni a principi o organizzazioni specializzate].

Il presente documento è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione in data [...] ed è frutto di un lungo percorso di analisi del modello gestionale e degli interessi di lungo periodo del Fondo, con particolare attenzione al rapporto costi-benefici.

Il Fondo si impegna a revisionare ed aggiornare periodicamente la Politica, sulla base dell'esperienza pratica e, comunque, con cadenza almeno triennale.

PERIMETRO E APPROCCIO STRATEGICO

È auspicabile un approccio proporzionale e graduale alle attività di engagement, che parta da un'attenta valutazione della struttura degli investimenti, le risorse del Fondo e le competenze interne.

Seppure ci si auspichi che nel futuro tali attività di gestione del rischio abbiano ad oggetto tutti gli assets investiti, un approccio iniziale omnicomprensivo può comportare il rischio di affrontare le tematiche di sostenibilità in maniera approssimativa, senza la possibilità di sviluppare competenze e procedure interne in grado di generare un effettivo cambiamento.

Si raccomanda quindi che i Fondi definiscano un **perimetro di attività**, che individui in maniera chiara, seppur modificabile nel tempo, le tipologie di assets che si intendono sottoporre alle attività di engagement, e le **modalità** (approccio strategico) con cui si prevede di attuare il proprio impegno.

Al fine di definire meglio il proprio perimetro di attività si potrebbe valutare l'opportunità di coinvolgere gli stakeholders rilevanti, sia interni (componenti organi societari, rappresentanti delle fonti istitutive, funzioni rilevanti etc.) che esterni (aderenti attuali e potenziali, associazioni di settore, organizzazioni specialistiche etc.). Attraverso l'azione di ascolto degli stakeholders, i Fondi possono definire una propria **Matrice di Materialità**⁷ che guidi le attività di impegno focalizzandole sugli aspetti che possono avere un impatto più immediato e rilevante sugli interessi di tutti gli stakeholders. Allo stesso tempo, la Matrice di Materialità potrebbe garantire un approccio strutturato e graduale del Fondo alle attività di impegno, evitando quindi di disperdere energie nel monitorare l'intero universo di rischi di sostenibilità e di emittenti investiti. Per l'identificazione dei temi materiali, i Fondi possono fare riferimento ad un'ampissima gamma di fonti esterne, quali organizzazioni specializzate (ad esempio, PRI, UN SDGs, Global Compact, GRI-Standards, SBTi per il climate change, GRESB per gli investimenti immobiliari, eccetera), o possono procedere ad un benchmarking di investitori simili.

Raccomandazione (Principio 1):

La politica di impegno può concentrarsi – ma non limitarsi – agli investimenti in società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell'Unione europea, secondo il modello di gestione adottato.

Il fondo potrebbe definire una Matrice di Materialità, così da individuare i temi materiali sui quali focalizzare gli sforzi dell'engagement.

Di seguito si forniscono possibili criteri per definire il perimetro di attività:

- Tipologia di asset;
- Area geografica;
- Dimensione investimento;
- Settore.

Tali criteri non devono essere intesi in senso esclusivo e/o rigido.

⁷ La matrice di materialità è lo strumento grafico che sintetizza l'analisi di materialità, ovvero quei temi che possono ragionevolmente essere considerati importanti, in quanto riflettono gli impatti economici, ambientali e sociali dell'organizzazione e/o influenzano le decisioni degli stakeholders. La matrice mette in evidenza il punto di vista degli stakeholder ("Importanza per gli stakeholder") ed il punto di vista dell'organizzazione ("Importanza per il Fondo").

Perimetro attività per tipologia di asset

Seppure la norma si limiti alle azioni quotate in Italia o in altro mercato dell'Unione Europea, il Fondo **può decidere di estendere le attività di monitoraggio e dialogo anche ad altre tipologie di assets e/o mercati extra-UE.**

Tale scelta appare coerente con i principi alla base della normativa laddove vi è una maggiore assunzione di responsabilità nella gestione dei rischi, anche non finanziari, che possa contribuire a generare un reale cambiamento verso una maggiore sostenibilità nella gestione delle imprese. Ogni tipologia di investimento può rappresentare, seppur con gradazioni diverse, un rischio finanziario per il Fondo, così come le attività di qualsiasi tipologia di emittente possono causare impatti positivi o negativi sugli interessi più generali degli aderenti.

Il Fondo può pertanto decidere di includere nelle proprie attività di monitoraggio e dialogo anche **titoli diversi da quelli azionari**, definendo differenti modalità per ciascuna tipologia di assets.

Il Fondo può decidere di attivare un dialogo anche con emittenti di cui dispone esclusivamente **obbligazioni**: anche se viene meno la leva del voto assembleare, vi è sempre quella della non sottoscrizione di eventuali emissioni future così come la risonanza di un'eventuale campagna pubblica e/o collettiva.

Si può prevedere di includere i titoli obbligazionari corporate nel monitoraggio, e definire soglie di esposizione complessiva azionaria ed obbligazionaria per includere gli emittenti in eventuali iniziative di engagement.

Investimenti in società non quotate possono essere oggetto anch'essi di attività di monitoraggio, dialogo e voto, seppure con metodologie evidentemente differenti rispetto alle quotate. Ad esempio, per quanto riguarda la partecipazione assembleare non si potrà fare riferimento al voto elettronico o tramite rappresentante designato dalla società (come si vedrà in seguito, strumenti disponibili per il voto in società quotate), ma occorrerà presumibilmente un intervento diretto dell'azionista.

La maggiore complessità del processo nelle non quotate è però controbilanciata da un "potere contrattuale" del singolo investitore decisamente maggiore.

Anche gli investimenti in OICR ed in Fondi di Investimento Alternativi ("FIA") possono essere oggetto di monitoraggio, mentre le attività di dialogo e voto saranno svolte indirettamente dal gestore⁸.

Il Fondo potrebbe monitorare l'operato del gestore attraverso l'analisi dei suoi report sulle attività di engagement e voto, magari richiedendo resoconti dettagliati se l'informazione disponibile per il pubblico non è valutata sufficiente.

Per quanto riguarda gli investimenti in FIA si può anche considerare un'attività diretta, nel caso in cui il Fondo sia rappresentato nell'Advisory Board.

Perimetro per area geografica

Secondo i richiamati principi di proporzionalità, si raccomanda i Fondi di delimitare, almeno inizialmente, e per le realtà con meno esperienza nel campo, l'universo di società che intendono sottoporre a monitoraggio e con cui si intende avviare un dialogo. **L'aspetto geografico** è il più comune criterio di definizione del perimetro, soprattutto per quegli investitori istituzionali che sono alle prime esperienze di engagement diretto.

Il monitoraggio di società residenti nello stesso Paese dell'investitore, o comunque geograficamente più prossimo, è agevolato da:

⁸ A questo proposito si evidenzia come alcune società di gestione stiano implementando sistemi informatici volti a garantire la possibilità agli investitori istituzionali di esprimere un voto anche nelle assemblee delle società partecipate dagli OICR.

- una più ampia copertura mediatica;
- dalla probabile condivisione di cultura e principi di base;
- dalla maggiore facilità di comunicazione e possibilità di incontri di persona;
- Dalla possibilità di delegare più facilmente un rappresentante.

Anche nei casi in cui gli investimenti in titoli quotati italiani siano residuali nei portafogli del Fondo, l'impatto potenziale delle attività di un emittente italiano sugli interessi degli iscritti ai Fondi negoziali è decisamente più immediato, anche sotto un profilo non-finanziario. Parimenti, il "potere contrattuale" di un Fondo che rappresenta gli interessi di lavoratori italiani è sicuramente maggiore rispetto all'impatto che può avere per un emittente estero. Le leve a disposizione nei confronti di società "domestiche" sono infatti potenzialmente molto più rilevanti di un voto contrario in assemblea o di un disinvestimento, potendo ricomprendere, ad esempio, campagne stampa o di comunicazione diretta con i lavoratori rappresentati.

I Fondi possono quindi:

- valutare di attribuire un diverso livello di priorità all'engagement in base alla localizzazione della società partecipata;
- valutare, in funzione della propria esperienza e risorse disponibili, di ampliare gradualmente il perimetro geografico;

Le attività di engagement possono essere focalizzate, almeno inizialmente, sul mercato italiano, attraverso un approccio diretto e proattivo (il Fondo monitora le società in portafoglio, attiva un dialogo individuale e partecipa alle assemblee degli emittenti italiani che presentano determinate caratteristiche), mentre si può valutare un approccio esclusivamente reattivo ed eventualmente in collaborazione con altri investitori nel caso si ravvisino significativi rischi in società estere.

Perimetro per dimensione investimento

Un ulteriore criterio può essere quello **dimensionale**, qui inteso da una duplice prospettiva:

- **dimensioni degli emittenti:** è legittimo prioritizzare imprese di grandi dimensioni, dato il loro impatto presumibilmente maggiore sugli interessi degli stakeholders
- **peso degli investimenti** del Fondo: un'efficiente gestione del rischio impone di coprire il maggior valore degli assets gestiti, andando a focalizzarsi sulle imprese che pesano maggiormente nei portafogli dei Fondi (possibilmente, considerando l'esposizione complessiva in titoli azionari e obbligazionari).

Pertanto, sarebbe auspicabile una combinazione dei due fattori, per evitare il rischio di escludere dalle attività di stewardship imprese medio-piccole ma che possono avere un impatto rilevante sugli interessi del Fondo.

Perimetro per settore

È auspicabile prevedere eventualmente una scala di priorità anche **per settore di attività degli emittenti**, focalizzandosi inizialmente su:

- settori che presentano maggiori criticità in aree ritenute materiali per il Fondo;
- settori che impattano maggiormente sugli interessi dei lavoratori aderenti.

In tal modo, il Fondo potrebbe sviluppare una competenza a 360° sull'argomento ed affrontare con ancora maggiore consapevolezza il dialogo con tutti gli emittenti.

Ad esempio, se il tema più rilevante per il Fondo è la lotta ai cambiamenti climatici, si potrebbe prevedere un iniziale focus sulle imprese energetiche, più direttamente e chiaramente coinvolte, per poi allargare le analisi di volta in volta ad altri settori, come i trasporti, settori finanziari, moda, eccetera.

Un approccio che miri a focalizzarsi su specifici settori può rappresentare una valida opzione per consentire un processo graduale di apprendimento, soprattutto per quei Fondi che non dispongono di risorse o competenze interne tali da poter garantire un monitoraggio consapevole di tutte le imprese incluse nel perimetro di attività.

SUGGERIMENTI:

- Predisporre una matrice di materialità per individuare le tematiche più sensibili per il Fondo e i propri aderenti, che possa guidare anche la definizione del perimetro di azione. La matrice di materialità e il perimetro dovrebbero essere soggetti a revisione periodica, almeno triennale.
- Individuare criteri ritenuti più adeguati alle caratteristiche del Fondo
- In una fase iniziale di approccio all'engagement con gli emittenti, sarebbe opportuno restringere il perimetro di azione ai casi più rilevanti per il Fondo ed i propri aderenti
- I criteri di vicinanza geografica, importo dell'investimento e materialità del settore di riferimento potrebbero essere criteri sufficientemente adeguati, soprattutto se combinati tra loro
- Iniziare con poche unità di azioni di engagement può consentire un processo di apprendimento graduale (*step by step*) e la predisposizione di pratiche sempre più efficienti per un allargamento delle attività in futuro.

Modalità e Approccio strategico

Le modalità di dialogo ed engagement con le società sono differenti e possono variare significativamente per intensità e risorse necessarie.

Il Fondo può definire le **modalità di engagement** in base a diversi fattori, tra cui:

- Tipologia di emittente;
- Dimensione dell'investimento;
- Livello di intensità del dialogo;
- Approccio proattivo o reattivo.

Si riporta di seguito un esempio di *escalation* delle modalità di engagement⁹, secondo un livello crescente di complessità per l'investitore:

1. Partecipazione ad incontri periodici, individuali o collettivi, organizzati dagli emittenti (ad es. partecipazioni a road shows o conference calls di presentazione dei risultati).

⁹ Tale elenco non è da intendersi come esaustivo di tutte le possibili azioni di engagement.

2. Partecipazione a campagne collettive di engagement attivate da altri investitori istituzionali.
3. Invio di lettere individuali e richiesta di incontri privati.
4. Coinvolgimento della stampa per evidenziare criticità non risolte dal confronto diretto con l'emittente.
5. Attivazione di campagne di engagement collettivo (a differenza della partecipazione, elencata al punto 2, in questo caso il Fondo è promotore dell'iniziativa ed agisce da capofila della cordata di investitori istituzionali).
6. Esercizio del diritto di voto ed eventuale comunicazione in assemblea relativamente alle criticità riscontrate.
7. Campagna per supportare un voto negativo su determinati punti all'ordine del giorno (*vote no campaign*), senza però sollecitare deleghe di voto.
8. Sollecitazione alle deleghe di voto (oltre a dichiarare il voto contrario ed eventualmente attivare una *vote no campaign*, il Fondo contatta direttamente gli azionisti sollecitando il rilascio di una delega di voto in linea con le proprie richieste).
9. Richiesta di integrazione dell'ordine del giorno o presentazione di risoluzioni alternative (ad esempio, proponendo candidati o liste per la nomina di organi societari).
10. Richiesta di convocazione di un'assemblea straordinaria.

Raccomandazione
(Principio 3):

Gli investitori previdenziali predispongono modalità di intervento secondo le loro priorità e il modello di gestione.

Tali modalità di intervento possono essere anche condotte al di fuori del perimetro di dialogo ordinario.

Le attività sopra elencate non sono necessariamente consequenziali, e, almeno fino alla numero 6 (esercizio del diritto di voto), possono essere svolte ciascuna indipendentemente dalle altre. Ad esempio, è assolutamente possibile esercitare il diritto di voto anche in assemblee di società con cui non si intende attivare un dialogo per il momento, e viceversa. Parimenti, è possibile attivare campagne di engagement collettivo senza aver prima dialogato con le società target (ad esempio, in caso di campagne che coinvolgono tutte le imprese operanti in un determinato settore).

Ciascuna modalità può inoltre essere applicata a differenti **tipologie di emittenti o in base alla rilevanza delle tematiche oggetto di engagement**. Più in generale, sarebbe opportuno per il Fondo definire preventivamente, già nella Politica, fino a quale livello di intensità/complessità intende spingersi, in modo da poter pianificare al meglio le attività di engagement, tenendo principalmente conto dei costi e delle risorse a disposizione.

Infine, il Fondo può definire preventivamente se intende adottare **un approccio**:

- **Reattivo**: attivandosi solo in caso di eventi potenzialmente negativi;
- **Proattivo**: sfruttando le azioni di engagement e voto come strumento di monitoraggio continuo degli emittenti;
- **Misto**: ovvero in quali situazioni applicare l'uno o l'altro approccio.

Ad esempio, è possibile prevedere un dialogo diretto, individuale e continuativo con emittenti residenti nel proprio Paese, mentre la partecipazione a campagne collettive può essere individuata come metodologia prioritaria per emittenti esteri e/o su tematiche che non sono definite come materiali per il Fondo e i suoi stakeholders.

Ancora una volta, è auspicabile che il Fondo definisca il proprio approccio affinché la scelta della tipologia di engagement non sia dettata da motivi esterni e non in linea con la propria politica.

SUGGERIMENTI:

- Le modalità di engagement possono variare in funzione di criteri che il Fondo ritiene congrui alle proprie caratteristiche
- Appare fondamentale definire le modalità e gli approcci strategici affinché la scelta di una modalità di engagement non sia dettata da “mode” o influenze esterne, non in linea con la politica e gli obiettivi del Fondo
- Si potrebbe prevedere un approccio proattivo con gli emittenti italiani che hanno un peso rilevante nei portafogli dei Fondi, o con emittenti operanti in settori particolarmente sensibili, ed un approccio reattivo con tutte le altre società.
- Si potrebbe prevedere un approccio proattivo per quanto riguarda l’esercizio del diritto di voto (il Fondo vota a tutte le assemblee delle società incluse nel perimetro di engagement, per agevolare il monitoraggio) o un approccio reattivo votando solo in caso di risoluzioni considerate particolarmente rilevanti.
- Il Fondo può essere proattivo nel dialogare continuamente con gli emittenti ed esercitare il diritto di voto solo come prosecuzione di un’attività di engagement avviata, ad esempio per esprimere il proprio consenso o dissenso rispetto ai riscontri ottenuti dall’emittente.

Il disinvestimento non è una pratica di engagement.

Si è ritenuto di non includere il disinvestimento nelle attività di engagement. Lo spirito della norma è di incoraggiare un impegno di lungo termine degli investitori. Il disinvestimento appare quindi in contrasto con il fine ultimo che si intende raggiungere, e dovrebbe essere utilizzato solo come estrema ratio di un lungo e complesso processo di engagement, in cui l’investitore ha provato ad attivare, senza successo, tutte le leve a disposizione per generare un cambiamento positivo.

Alternativamente al disinvestimento, il Fondo può valutare se integrare gli esiti del monitoraggio delle imprese partecipate, e di eventuali campagne di engagement, nella revisione dell’asset allocation strategica da condividere con il gestore, allo scopo di rafforzare l’impegno verso la sostenibilità all’interno dei propri portafogli.

Focus su collective engagement

La partecipazione a campagne *collettive* di engagement ha **molteplici vantaggi**, tra cui quello di consentire un apprendimento graduale delle tematiche oggetto dell’engagement, sfruttando le competenze e le analisi di soggetti con una più esperienza, soprattutto per quei Fondi che si stanno affacciando per la prima volta a pratiche di stewardship e non hanno risorse o competenze interne sufficienti per gestire direttamente tali tematiche.

Principio di Stewardship 4:

Gli investitori previdenziali collaborano con altri azionisti, se appropriato.

L’unione di più investitori istituzionali ha inoltre il vantaggio di aumentare la forza comunicativa della campagna, così come il “potere contrattuale” nei confronti degli emittenti. Infine, aderire a campagne lanciate da altri può consentire un abbattimento dei costi delle singole attività di engagement.

Occorre però considerare anche i **limiti** di tale strumento, che, se utilizzato in maniera esclusiva, potrebbe non rappresentare l'opzione ideale per una compliance conforme sia alla lettera che allo spirito della Direttiva.

Il primo rischio di affidarsi esclusivamente al *collective engagement* è la deresponsabilizzazione del Fondo, che potrebbe delegare totalmente la propria azione senza avere la possibilità (o l'interesse) di approfondire realmente le tematiche oggetto di engagement, le società target o i progressi dell'attività stessa. Il Fondo potrebbe inoltre, non avere la possibilità di incidere realmente sulla campagna e perdere l'opportunità di sollevare questioni maggiormente rilevanti per i propri stakeholders.

Allo stesso modo, il Fondo dovrebbe assicurarsi la possibilità di monitorare tutti i progressi della campagna e che questa sia condotta in maniera consona a raggiungere gli obiettivi prefissati. Di fatto, il Fondo dovrebbe assicurarsi che la campagna sia volta effettivamente a realizzare un cambiamento positivo nelle pratiche delle società target, e non ricada in una sorta di *ESG-washing* degli investitori promotori.

Raccomandazioni (Principio 4):

Gli investitori previdenziali considerano l'opportunità di dotarsi di una politica di collaborazione con altri azionisti. La partecipazione degli investitori previdenziali ad associazioni di settore è considerata opportuna ai fini della facilitazione delle attività di collaborazione.

I Fondi dovrebbero valutare con molta attenzione gli argomenti della campagna e la composizione del gruppo di investitori che la promuovono o aderiscono, in modo da poterne verificare l'effettiva aderenza con i principi propri del Fondo e gli interessi dei propri stakeholders.

Si raccomanda i Fondi di valutare "se, quando e come" aderire a campagne collettive, indicandone anche il perimetro.

È auspicabile, anche in questo caso che la Politica contenga modalità di adesioni chiare e non sia lasciata a motivazioni e situazioni esterne.

SUGGERIMENTI:

- Valutare l'adesione a organizzazioni/piattaforme che facilitano la condivisione di informazioni e la collaborazione tra investitori istituzionali. L'engagement collaborativo può rappresentare la principale forma di impegno per il Fondo, soprattutto con emittenti esteri e di grandi dimensioni, a condizione che il Fondo abbia la possibilità di monitorare l'andamento ed i risultati delle singole campagne.
- I Fondi di dimensioni ridotte possono affidarsi esclusivamente a campagne collettive, ma limitandone il perimetro a società italiane o europee, promosse da organismi con cui il Fondo collabora abitualmente (come associazioni di settore o organismi internazionali a cui il Fondo aderisce) e che assicurino la possibilità di monitoraggio e partecipazione fattiva degli aderenti.
- Fondi di dimensioni maggiori possono limitare le *collective campaigns* ai casi in cui sia necessario coinvolgere un numero significativo di emittenti (ad esempio, campagne di settore), oppure agli emittenti non italiani di grandi dimensioni (per aumentare il peso della campagna), oppure ancora a tematiche non materiali.

PROCESSO DECISIONALE

Per poter affrontare in maniera sistematica ed efficiente **l'attività di engagement è fondamentale definire un processo decisionale che:**

- individui compiti e responsabilità delle strutture interne ed eventuali consulenti esterni;
- definisca i flussi comunicativi tra tutti i soggetti coinvolti.

La formalizzazione di un processo dovrebbe essere adottata anche da quei Fondi che hanno già intrapreso percorsi di monitoraggio e dialogo con gli emittenti, per favorirne una gestione strutturata, basata su procedure predefinite e valutazioni il più possibile oggettive, slegandole da eventuali fattori emotivi o trend di breve termine.

Nella definizione del processo decisionale occorre tenere presente alcuni vincoli regolamentari e normativi, che accomunano la pressoché generalità dei Fondi.

Da una parte, la necessaria gestione in delega degli investimenti, che impone il coinvolgimento dei gestori perlomeno nell'attività preliminare di monitoraggio; dall'altra parte, vincoli statutari e legali imposti all'esercizio del diritto di voto: irrinunciabilità della titolarità del diritto da parte del Fondo, divieto di deleghe aperte (deve essere prodotta una delega specifica per ciascuna assemblea¹⁰) e, in molti casi, attribuzione al Consiglio di responsabilità in merito all'espressione del voto.

Il processo decisionale può essere diviso nei tre momenti fondamentali di un'attività di impegno:

- (i) Monitoraggio
- (ii) Dialogo
- (iii) Voto

Monitoraggio

Il Fondo dovrebbe individuare, anche a seguito di un confronto con gli stakeholders, **le tematiche ritenute materiali**, ovvero che possono avere un impatto rilevante sugli interessi finanziari e non-finanziari dei propri aderenti nel lungo termine.

La lista di tematiche materiali può essere **condivisa con il gestore**, e con l'eventuale advisor in temi di sostenibilità, per poter individuare insieme eventuali criticità che potrebbero emergere con riferimento ai titoli detenuti in portafogli.

Il Fondo può individuare un responsabile interno delegato alle attività di monitoraggio ed ai rapporti con gli advisor esterni (ad esempio, il Direttore del Fondo) ed eventualmente attribuire ad un Comitato consiliare (ad esempio, il Comitato Finanza) compiti di approfondimento dei rischi riscontrati e la definizione di eventuali attività di engagement da intraprendere, tenendo sempre presente il perimetro definito preventivamente in termini di emittenti e modalità di engagement.

¹⁰ A questo proposito, si ricorda l'Art. 24, comma 1 lettera c, del TUF: "la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita al prestatore del servizio con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob."

Dialogo

I Fondi hanno la più ampia libertà nel definire il processo decisionale relativo al dialogo con gli emittenti, non essendo ravvisabili vincoli statutari o regolamentari.

Il Consiglio di Amministrazione dovrebbe avere sempre un ruolo centrale sia nell'approvazione delle Politiche e dei principi alla base dell'attività (matrice di materialità) che nel monitoraggio dell'aderenza delle attività intraprese con tali principi.

Il soggetto responsabile del monitoraggio degli emittenti investiti (ad esempio, il Direttore o una Funzione interna), eventualmente con il supporto dei gestori o advisors esterni specializzati, può individuare gli emittenti e le tematiche oggetto di engagement, in base al perimetro predefinito nella Politica e la matrice di materialità aggiornata.

Il Consiglio di Amministrazione può attribuire ad un Comitato interno (ad esempio, il Comitato Finanza) il compito di approfondimento delle proposte di engagement avanzate dalla struttura interna e di approvazione della comunicazione iniziale (ad esempio, lettera con evidenza delle criticità riscontrate e domande da porre all'emittente, o richiesta di incontri individuali).

Si raccomanda una partecipazione diretta del Presidente del Fondo a tutta l'attività di engagement sia in qualità di massimo rappresentante del Fondo sia per garantire un continuo collegamento tra le attività svolte ed il Consiglio, che può in questo modo essere informato in maniera continuativa degli esiti del dialogo. In alternativa, si può prevedere una delega specifica alla struttura interna, prevedendo però un coordinamento diretto con il Presidente, che dovrebbe essere informato di ogni iniziativa intrapresa e dei relativi esiti, per poter monitorarne la coerenza con i principi del Fondo.

Per quanto riguarda l'adesione a campagne collettive di engagement, il Fondo può valutare l'adesione ad organizzazioni o piattaforme di sistema, delegando il Direttore o una struttura interna del relativo monitoraggio e del compito di segnalazione della possibile adesione a campagne in linea con i principi del Fondo alternativamente al Presidente, un Comitato consiliare o il Consiglio nel suo complesso, per un'approvazione definitiva.

Voto

Per un investitore istituzionale, **l'esercizio del diritto di voto risulta, almeno formalmente, più complesso** rispetto a quanto visto per il monitoraggio ed il dialogo¹¹.

La complessità è di per sé insita nel processo di voto, che coinvolge una varietà di soggetti esterni:

- il gestore;
- la banca depositaria;
- i soggetti a cui attribuire la delega di voto;
- eventualmente consulenti esterni per l'analisi delle proposte assembleari.

Tale complessità si riflette in tempistiche non sempre agevoli per poter analizzare le proposte e processare correttamente il voto, che possono necessitare di:

Raccomandazione
(Principio 5):

Gli investitori previdenziali dovrebbero definire una politica di voto. Tale politica descrive in una maniera chiara e coerente i principi in base ai quali esercitano i diritti di voto.

¹¹ Può essere utile evidenziare che non esiste alcun vincolo normativo per quanto attiene alla decisione di voto da parte dei Fondi Pensione Negoziati, se non ovviamente che la delega di voto sia firmata dal rappresentante legale o da soggetto da lui/lei delegato. Gli Schemi di Statuto predisposti da COVIP non fanno menzione all'esercizio dei diritti di voto tra le attribuzioni del Consiglio di Amministrazione. Sarebbe quindi possibile per i Fondi valutare l'opportunità di modifiche parziali allo Statuto per consentire una gestione flessibile e tempestiva dell'esercizio del diritto di voto. Ad oggi, quasi tutti gli Statuti dei Fondi associati (27 su 31) prevedono che la definizione del voto sia responsabilità del Consiglio di Amministrazione. Si ravvedono però alcune differenze sostanziali nel dettato di alcuni Statuti. In 8 casi, infatti, il Consiglio "fornisce istruzioni specifiche" relativamente all'espressione del voto, che può essere esercitato dal Presidente o altro Consigliere all'uopo delegato. In altri 19 casi è invece specificato che è il Consiglio ad "esercitare il diritto di voto", seppure sia quasi sempre prevista la possibilità di attribuire compiti specifici ad uno o più Consiglieri.

- **un'organizzazione flessibile e tempestiva** per poter gestire un numero più o meno ampio di assemblee, soprattutto durante il periodo dell'anno in cui si concentrano le assemblee annuali (*proxy seasons*);
- **Processo decisionale snello** affinché l'esercizio del diritto di voto, nel lungo termine, possa essere gestito in maniera pressoché routinaria dal Fondo (al netto di eventuali criticità che possono essere riscontrate in specifiche assemblee, per la tipologia dell'emittente o delle risoluzioni proposte).

La definizione all'interno della Politica di un processo decisionale appare quindi particolarmente utile per i casi in cui il Fondo decida di esercitare il diritto di voto.

In questo caso una possibile soluzione è di **valutare l'opportunità di definire "istruzioni specifiche" in una Politica di Voto particolarmente dettagliata**, che definisca in maniera chiara e oggettiva:

- il **perimetro di attività** ovvero le assemblee a cui il Fondo intende partecipare. La "lista di assemblee" a cui partecipare non dovrebbe intendersi come vincolante, ma soggetta a possibili modifiche che dovessero emergere prima della data dell'assemblea, come cambiamenti sostanziali negli investimenti effettuati dal gestore o criticità urgenti emerse nel frattempo.
- i **principi guida** per la definizione del voto (favorevole, contrario, astenuto o non-voto) per ciascuna tipologia di proposta che può essere presentata in assemblea (ad esempio, approvazione del bilancio, destinazione del risultato, operazioni sul capitale, acquisto e disposizione di azioni proprie, remunerazioni, elezione degli organi societari, fusioni e acquisizioni eccetera).

Il soggetto delegato all'esercizio del voto sarebbe tenuto a rispettare accuratamente le indicazioni fornite dal Consiglio, e riportare periodicamente al Consiglio (o ad un Comitato interno) sulle attività svolte e l'allineamento con la Politica del Fondo.

Le casistiche non coperte dalla Politica dovrebbero essere un numero ridotto in modo da rendere più rapido l'esercizio del diritto di voto.

La istruzioni dovrebbero disciplinare anche modalità di gestione specifiche per casistiche non coperte dalla Politica o dalle linee guida sul voto. In questi casi, ad esempio, è possibile prevedere che il soggetto delegato informi tempestivamente il Presidente che, valutando caso per caso alla luce dei principi del Fondo, può decidere se coinvolgere il Consiglio (o un Comitato deputato) nella definizione del voto. In alternativa, il soggetto delegato potrebbe avere il potere di non votare specifiche risoluzioni casistiche non coperte dalla Politica (è utile ricordare che il non voto non è conteggiato nel quorum deliberativo dell'assemblea).

Il Fondo è invitato a definire già nella Politica di Voto **le modalità che intende adottare per l'esercizio del diritto di voto, differenziandole ancora una volta in funzione di determinati criteri**.

Il criterio di vicinanza geografica dell'emittente potrebbe, ad esempio, portare a definire l'utilizzo del "Rappresentante Designato dall'emittente"¹² per le assemblee italiane, in quanto strumento totalmente gratuito per gli investitori, e piattaforme di voto elettronico per assemblee di emittenti esteri.

Nel caso in cui il Fondo non abbia avviato interlocuzioni con providers di piattaforme di voto, è possibile verificare un eventuale supporto da parte della banca depositaria per tali servizi.

Il Direttore, o altro soggetto deputato, dovrebbe:

- tenere traccia di tutte le attività di voto esercitate, eventualmente con il supporto di un consulente esterno;

¹² Il dl 18/2020 ha previsto che le società con azioni quotate possono designare per le assemblee ordinarie o straordinarie il rappresentante designato previsto dall'articolo 135-undecies del TUF, anche ove lo statuto disponga diversamente. Le medesime società possono altresì prevedere nell'avviso di convocazione che l'intervento in assemblea si svolga esclusivamente tramite il rappresentante designato; al predetto rappresentante designato possono essere conferite anche deleghe o subdeleghe ai sensi dell'articolo 135-novies del TUF, in deroga all'art. 135-undecies, comma 4 (art. 106, comma 4, DL n. 18/2020). Le medesime disposizioni si applicano anche alle società ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione e alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante

- verificare (per quanto possibile) che il voto sia stato correttamente processato;
- presentare un rendiconto periodico al Consiglio di Amministrazione, evidenziando l'allineamento con le Politiche ed i principi del Fondo.

È utile sottolineare ulteriormente come non sia necessario dichiarare i dettagli dell'intero processo di voto nella Politica, che possono essere definiti in un documento interno - un **“prontuario operativo”** - da mettere ad esclusiva disposizione dei Consiglieri e di tutti i soggetti coinvolti nel processo.

Il “prontuario” potrebbe riportare:

- procedure dettagliate per la definizione dell'indirizzo di voto e l'invio delle deleghe in assemblee italiane e/o estere;
- modalità e tempistiche di comunicazione di eventuali conflitti di interesse da parte di componenti gli organi societari;
- altri aspetti di dettaglio per cui si ritiene preferibile un certo livello di confidenzialità e che potrebbero necessitare di un maggiore grado di flessibilità nell'aggiornamento.

Nella Politica di Impegno, o nell'eventuale Politica di Voto separata, il Fondo può limitarsi a:

- Delineare gli aspetti più rilevanti del processo, come il coinvolgimento dell'intero Consiglio di Amministrazione nel processo;
- L'eventuale attribuzione di compiti di approfondimento ad un Comitato;
- Il ruolo di coordinamento del Direttore e/o del Presidente;
- Il possibile utilizzo di proxy advisors;
- Le modalità utilizzate per le diverse assemblee degli emittenti in cui si intende esercitare il voto.

ESEMPIO PROCESSO DI VOTO:

1. Su proposta del Direttore (eventualmente con il supporto di consulenti esterni), il Consiglio di Amministrazione o un Comitato deputato approva la lista di emittenti alle cui assemblee il Fondo potrebbe votare nel corso dell'anno, in base ai criteri predefiniti nella Politica di Voto.
2. Il Direttore condivide la lista con i gestori ed eventuali consulenti esterni coinvolti nelle attività di engagement e voto.
3. Se il Fondo usufruisce dei servizi di un proxy advisor, quest'ultimo dovrebbe avvisare tempestivamente della comunicazione di assemblee da parte di società incluse nella lista, informando anche di tutte le date rilevanti (quando sarà inviata l'analisi, data ultima per esprimere il voto, record date etc.). Le date rilevanti dell'assemblea sono riportate anche dalla piattaforma di voto elettronico e dovrebbero essere presenti, seppur con modalità differenti, nell'eventuale comunicazione inviata dal depositario.
4. Il Direttore o la Funzione interna deputata, eventualmente con l'ausilio di un proxy advisor, analizza le proposte assembleari e condivide con il Presidente (o un eventuale Consigliere all'uopo delegato) gli indirizzi di voto ritenuti più in linea con i principi adottati dal Fondo. Se non è stato delegato alcun Consigliere, le decisioni di voto sono comunicate ai membri dell'eventuale Comitato interno deputato o a tutti i membri del Consiglio di Amministrazione, che hanno il diritto di richiedere ulteriori informazioni e proporre indirizzi di voto alternativi. Il Fondo può valutare l'utilizzo di meccanismi di approvazione degli indirizzi di voto alternativi alla convocazione del Comitato o del Consiglio per ciascuna assemblea. Ad esempio, sfruttando gli strumenti di comunicazione telematica, come quelli di messaggistica o video conferenza, attraverso anche un principio di silenzio assenso.
5. Nei casi in cui il Fondo utilizza piattaforme di voto elettronico, il Consiglio di Amministrazione individua il soggetto titolato ad operare sulla piattaforma (ad esempio il Direttore o il Presidente). Nel caso in cui si utilizza un delegato esterno, come il Rappresentante Designato dall'emittente, il Direttore richiede la certificazione di possesso azionario alla banca e predispose tutta la documentazione rilevante (delega di voto e documento comprovante i poteri di rappresentanza, anche se non è necessario si può inviare anche la certificazione bancaria). Il Presidente firma la delega, e tutta la documentazione è inviata tramite posta elettronica certificata al delegato.
6. Nel caso di assemblee italiane, il Fondo può verificare che il proprio voto sia stato correttamente processato attraverso la lettura del verbale assembleare, in cui è riportato il dettaglio dei voti espressi da ciascun azionista. Nel caso di assemblee estere, la prova dell'esercizio del voto è data dalle operazioni effettuate sulla piattaforma di voto.
7. Il Direttore, o l'eventuale altro soggetto deputato ad eseguire le pratiche di voto, relaziona periodicamente al Consiglio di Amministrazione, o l'eventuale Comitato deputato, sui voti esercitati motivandone l'allineamento con le Politiche e i principi del Fondo.

Focus su proxy advisors

Il Fondo può decidere di ricorrere ai servizi di consulenti esterni in materia di voto (cosiddetti *proxy advisors*).

Il Fondo è **libero di acquistare o meno i servizi di un proxy advisor**¹³, ed il loro utilizzo non deve essere necessariamente indicato nella Politica di Impegno.

La normativa, però, prevede la **comunicazione dell'eventuale ricorso a proxy advisors in fase di rendicontazione**¹⁴ così come di comunicare o meno il suo rapporto con tali soggetti nella Politica.

È quindi auspicabile, ai fini di una completa trasparenza nei confronti dei propri aderenti, che la possibilità di usufruire dei servizi di tali consulenti sia riportata anche nella Politica.

Il proxy advisor può generalmente supportare l'investitore istituzionale nell'intero processo di engagement, dal monitoraggio degli aspetti di governance al dialogo ed esercizio del diritto di voto.

Raccomandazione (Principio 1):

Gli investitori previdenziali dovrebbero anche descrivere il ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto e l'integrazione e la coerenza dei medesimi servizi con la politica di voto.

La scelta di utilizzare i servizi di un proxy advisor dovrebbe tenere conto di:

- Competenze interne attualmente a disposizione del Fondo: i servizi offerti dai proxy advisors possono risultare particolarmente utili soprattutto se sfruttati dal Fondo come processo di apprendimento interno;
- Costi: l'aspetto economico può variare in funzione del numero e tipologia di servizi richiesti;
- Livello di controllo sull'intero processo di voto, che, seppur parzialmente esternalizzato (almeno nelle parti di monitoraggio e analisi) deve rimanere in capo al Fondo stesso, per una reale adesione allo spirito della norma.

Il rischio maggiormente ricorrente nell'utilizzo dei proxy advisors è quello di delegare interamente al proxy advisor il processo decisionale sul voto. In tal caso, gli investitori adottano indirettamente le guidelines di voto del proxy advisor e replicano pedissequamente le indicazioni di voto fornite, senza monitorarne l'effettivo allineamento con i propri principi o gli interessi del Fondo e dei suoi aderenti.

¹³ Tra i servizi di un proxy advisor, a mero titolo di esempio, si annoverano: i) supporto nella definizione della Politica di Voto e dei principi guida per l'analisi delle risoluzioni assembleari e l'indirizzo di voto (voting guidelines); ii) analisi delle proposte sulla base delle guidelines del proxy advisor o dei principi specifici del cliente; iii) supporto nell'invio della delega; iv) monitoraggio degli emittenti partecipati sui temi ESG; v) supporto nel dialogo con gli emittenti; vi) eventuale supporto nella rendicontazione delle attività.

¹⁴ Art. 124-quinquies, comma 2, TUF: "gli investitori istituzionali e i gestori di attivi comunicano al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto."

È proprio per contrastare tale fenomeno (cosiddetto *robo-voting*¹⁵), largamente presente in Nord America e riscontrabile anche tra diversi gestori europei, che il legislatore europeo ha deciso di spingere verso una maggiore responsabilizzazione degli *asset owners*, che, dotandosi di proprie Politiche di Impegno, non dovrebbero delegare in toto le proprie responsabilità in tema di *stewardship*.

Il Fondo, tuttavia, potrebbe valutare di non dotarsi di proprie guidelines interne per la definizione dell'indirizzo di voto e adottare (temporaneamente) le guidelines del proxy advisor di riferimento.

In questo caso, soprattutto per consentire un reale processo di apprendimento graduale, è fortemente raccomandato che la definizione dell'indirizzo di voto sia sempre rimessa ad un soggetto interno al Fondo (Direttore, altro soggetto/dipartimento interno delegato, Presidente, Comitato consiliare o Consiglio), che possa analizzare le raccomandazioni emesse dal proxy advisor con il supporto dell'advisor ma che tenga sempre presente le esigenze ed eventuali impatti sugli interessi del Fondo stesso e, soprattutto, dei suoi aderenti.

Raccomandazione
(Principio 1):

Nel caso in cui gli investitori deleghino i service providers, potrebbero monitorarne l'operato e verificare la coerenza con i principi adottati.

Il ruolo dei gestori

Il gestore può svolgere naturalmente un ruolo primario nel supportare gli investitori istituzionali in tutte le attività di engagement ed essere un facilitatore di alcune modalità dell'engagement.

Molti gestori hanno già da tempo integrato metodologie di monitoraggio dei rischi ESG nelle decisioni di investimento, ed alcuni hanno anche intrapreso percorsi di engagement attraverso il dialogo con gli emittenti ed il voto assembleare. Il Fondo potrebbe già in fase di selezione del gestore, considerare non solo l'integrazione ESG ma anche l'attività di engagement come elementi di scelta.

Dovrà essere il Fondo a valutare "se, quando e con quali modalità" usufruire del supporto del gestore:

- in caso di **monitoraggio**: il Fondo dovrebbe verificare le modalità di integrazione dei fattori ESG nei processi di investimento dei gestori e la coerenza con la matrice di materialità eventualmente definita dal Fondo stesso. Il Fondo potrebbe anche verificare con il gestore la possibilità di verifiche periodiche sulla mitigazione dei rischi non finanziari giudicati maggiormente materiali per i propri aderenti (ad esempio, attraverso la valutazione dell'impronta complessiva di carbonio, o i progressi su specifiche tematiche sociali). Tale verifica può essere effettuata anche attraverso consulenti esterni specializzati in tematiche di sostenibilità.
- In caso di **dialogo**: sarebbe opportuno verificare l'effettivo impegno del gestore, i principi guida adottati, che siano in linea con le esigenze del Fondo, e la disponibilità del gestore a farsi eventualmente portatore delle istanze del Fondo. In questo caso il Fondo potrà concordare con il gestore specifiche attività, anche di rendicontazione.

Raccomandazione
(Principio 1):

Nel caso di delega delle attività di stewardship, gli investitori previdenziali condividono con i gestori l'opportunità di prevedere una reportistica ad hoc, relativa alle attività eseguite per loro conto. Il flusso di informazioni potrebbe essere concordato tra le parti in causa e disciplinato all'interno delle convenzioni di gestione.

¹⁵ Per un approfondimento si rimanda a: Cucari, N., Esposito De Falco, S., Carbonara, S., Sergakis, K., & Sardanelli, D. (2020). Determinants of commitment and opportunism of institutional investors' behaviour: an empirical investigation on Robo-voting Phenomenon. *Sinergie Italian Journal of Management*, 38(3), 191-214.

- In caso di **voto**: nell'affidare l'esercizio del diritto di voto al gestore il Fondo dovrebbe innanzitutto: i) considerare alcuni ostacoli normativi¹⁶; ii) assicurarsi che i principi adottati per la definizione dell'indirizzo di voto siano coerenti con gli interessi del Fondo; iii) che il gestore eserciti il diritto in maniera consapevole e non delegando a sua volta le decisioni ad un proxy advisor. Il rischio altrimenti non solo è quello di ricadere nel robo-voting¹⁷ ma anche di non sfruttare l'esercizio del diritto di voto come strumento per un monitoraggio continuo dell'emittente. Nell'affidare l'esercizio del diritto di voto al gestore, il Fondo dovrebbe preliminarmente:
 - verificarne le politiche e le guidelines di voto;
 - chiarire se il gestore può applicare di volta in volta i principi del Fondo;
 - avere la possibilità di verificare in maniera puntuale i voti espressi per ciascuna assemblea.

È opportuno ricordare che il fine primario della Direttiva è la responsabilizzazione degli investitori istituzionali nel monitorare gli assets investiti e nell'impegnarsi con gli emittenti per mitigare i rischi anche non finanziari derivanti dalle attività svolte.

Raccomandazione (Principio 5):

Nel caso di delega dell'esercizio del diritto di voto, gli investitori previdenziali dovrebbero adottare e comunicare al gestore i principi della propria politica di voto - se non già utilizzati in fase di selezione - in base ai quali quest'ultimo darà attuazione a tale politica, nonché verificare che le attività condotte siano coerenti con i principi comunicati.

SUGGERIMENTI:

- Verificare le modalità di integrazione delle tematiche ESG nel processo decisionale degli investimenti;
- Verificare le politiche di impegno dei gestori e le pratiche di engagement effettivamente adottate;
- Verificare la disponibilità dei gestori nel rappresentare il Fondo, e le sue istanze, nelle diverse azioni di engagement;
- Assicurarsi la possibilità di monitoraggio continuo delle attività svolte attraverso una rendicontazione periodica dedicata;
- Definire specifici momenti di engagement in cui è più efficiente una delega al gestore e quelli in cui sarebbe necessario un intervento diretto del Fondo (ad esempio, sfruttare gli incontri periodici dei gestori con gli emittenti per ottenere informazioni su politiche e pratiche ESG, ma riservare all'azione diretta del Fondo la richiesta di incontri individuali per approfondire tematiche di volta in volta giudicate materiali).

Il Fondo dovrebbe quindi essere **sempre consapevole di quali sono i rischi maggiormente rilevanti per i propri aderenti ed indirizzare in tal senso il proprio impegno nei confronti degli emittenti**. Per un'effettiva compliance allo spirito della norma, occorrerebbe quindi verificare il reale allineamento delle politiche e pratiche del gestore con i principi del Fondo. Nel caso in cui si decida di delegare interamente le attività di engagement, il Fondo dovrebbe essere sempre nelle condizioni di poter monitorare continuativamente le azioni poste in essere dai gestori, ed avere la possibilità di integrare proprie considerazioni nel processo di dialogo con gli emittenti.

¹⁶ Una delega al gestore per l'esercizio del diritto di voto in tutte le assemblee appare in contrasto con: i) il principio di irrinunciabilità della titolarità del voto; ii) l'unicità della delega per ciascuna assemblea, prevista dall'art. 2372 del Codice Civile per le società quotate; iii) e la previsione statutaria che sia il Consiglio di Amministrazione ad esercitare il voto o a definire specifiche istruzioni.

¹⁷ Il rischio è quello di ricadere nel robo-voting, che nel caso degli investitori previdenziali risulterebbe ulteriore amplificato dalla doppia delega: dal Fondo al gestore e da questi al proxy advisor.

Discorso differente può essere effettuato con riferimento agli investimenti in OICR. In questo caso, il Fondo può sfruttare l'attività di voto del gestore per realizzare un monitoraggio anche degli investimenti azionari indiretti. Attraverso una verifica puntuale dei voti espressi dal gestore, il Fondo può verificarne l'allineamento con i propri principi, eventualmente richiedere chiarimenti al gestore e quindi realizzare un'adesione, seppur indiretta, al principio cardine della Direttiva.

Prestito titoli

Anche se non specificamente previsto dalla normativa, i Fondi dovrebbero indicare nella Politica di Impegno, o nell'eventuale Politica di Voto separata, le azioni da intraprendere nel caso in cui svolga operazioni di prestito titoli.

Il Fondo può prevedere l'attivazione di procedure di richiamo dei titoli esclusivamente laddove si ravvisi l'urgenza di un'azione di engagement, che preveda anche la partecipazione assembleare, a causa della gravità e materialità dei rischi emersi.

Raccomandazione (Principio 5):

La politica di voto dovrebbe disciplinare le condizioni per la gestione del prestito titoli e il richiamo dei titoli dati in prestito, in caso di esercizio del diritto di voto.

CONFLITTI DI INTERESSE

Seppure al comma 4 dell'art. 124-quinquies del TUF ("Politica di impegno") si faccia un generico riferimento al rispetto delle "disposizioni relative ai conflitti di interessi previste dalle discipline di settore", sarebbe opportuno che i Fondi definissero **procedure specifiche** per la gestione di conflitti di interesse che possono emergere nelle specifiche attività di engagement e voto.

Tali procedure possono costituire parte integrante della Politica di Impegno o un'integrazione della politica adottata ai sensi del DM 166/2014, ad esempio attraverso l'aggiunta di un capitolo "Conflitti nelle attività di engagement ed esercizio dei diritti di voto".

La politica sui conflitti di interesse dovrebbe:

- applicarsi a tutti i soggetti coinvolti nel processo di engagement e voto (ad esempio, componenti del Consiglio di Amministrazione, Direttore e personale delle Funzioni coinvolte, gestori ed eventuali consulenti esterni coinvolti);
- individuare le situazioni che possono generare un potenziale conflitto di interessi (ad esempio, partecipazione significativa al capitale o ad organi societari dell'emittente, rapporti di lavoro dipendente o incarichi di consulenza, rapporti familiari o collaborazioni professionali con dirigenti, Amministratori o azionisti di controllo dell'emittente, eccetera);
- definire le procedure di segnalazione e gestione degli eventuali conflitti di interesse potenziali.

Raccomandazione (Principio 6):

Gli investitori previdenziali dovrebbero identificare, mitigare e gestire gli attuali o potenziali conflitti di interesse e dotarsi di una politica di identificazione, mitigazione e gestione di tali conflitti.

ESEMPIO POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE:

- La lista di emittenti con cui il Fondo può dialogare ed alle cui assemblee può votare, in base al perimetro di attività definito nella Politica, è messa a disposizione di tutti i soggetti coinvolti nel processo di engagement e voto in tempo sufficientemente antecedente l'avvio di tali attività (ad esempio, entro i primi due mesi di ciascun anno).
- Ciascun soggetto coinvolto deve comunicare tempestivamente al Presidente e al Direttore qualsiasi situazione, attuale o potenziale, che possa far insorgere il rischio di un conflitto di interessi con le società riportate.
- Il Consiglio di Amministrazione, su proposta del Presidente e/o del Direttore, valuta caso per caso e, in base alla gravità ed imminenza del rischio, può decidere se:
 - Mantenere la società interessata nel perimetro di engagement del Fondo, ma escludendo il soggetto in potenziale conflitto di interessi dal processo decisionale ed operativo.
 - Affidare tutte le valutazioni relative alle tematiche oggetto di engagement o alla definizione dell'indirizzo di voto ad un consulente indipendente (ad esempio, in caso di voto assembleare, il Fondo potrebbe mantenere la responsabilità sulla definizione del voto su tutte le risoluzioni proposte tranne quelle in cui può materializzarsi il conflitto di interessi).
 - Escludere temporaneamente la società dal perimetro di engagement del Fondo, almeno fino alla cessazione della situazione di potenziale conflitto di interessi.

I Fondi negoziati possono **escludere dal perimetro di engagement eventuali fonti istitutive** emittenti titoli in cui può essere investito il proprio patrimonio. Tale scelta, oltre che sotto un profilo di gestione dei conflitti di interesse, può essere giustificata anche dal fatto che il Fondo per propria natura dispone di strumenti di monitoraggio e dialogo con tali società considerati già sufficientemente efficaci.

I Fondi possono anche non prevedere una procedura articolata, ma dotarsi di principi e **procedure di dialogo e voto così rigide e dettagliate da ridurre al minimo la discrezionalità dei soggetti coinvolti** nelle decisioni di engagement. In questo caso, nella Politica di Impegno si può indicare che le guidelines sono sufficientemente dettagliate e non soggette ad interpretazioni. I soggetti coinvolti nei processi di engagement e voto sono tenuti ad applicare le guidelines alla lettera e ad astenersi da qualsiasi iniziativa in presenza di situazioni per cui non siano oggettivamente applicabili i principi del Fondo.

Nel caso in cui il Fondo si avvalga dei servizi dei **gestori o di consulenti** in materia di voto, si raccomanda di **applicare anche a tali soggetti accurate verifiche e procedure di mitigazione dei conflitti di interesse**. Una società di gestione, ad esempio, può essere controllata da gruppi finanziari quotati o con interessi rilevanti nelle società potenzialmente oggetto di engagement. Un consulente in materia di voto, di contro, può essere titolare di servizi di consulenza o di altri rapporti di natura economica con gli emittenti. Si raccomandano quindi i Fondi di verificare preventivamente le politiche adottate da gestori e proxy advisors con riferimento alla gestione/eliminazione di potenziali conflitti di interesse, e di verificarne anche la loro applicazione pratica (ovvero, se e come l'insorgere di una situazione di conflitto di interessi è comunicata ai clienti).

Raccomandazione (Principio 6):

Nel caso di delega delle attività di stewardship, gli investitori previdenziali dovrebbero verificare la presenza di meccanismi appropriati di identificazione e gestione dei conflitti di interessi nella politica del gestore.

RENDICONTAZIONE

L'art. 124-sexies, comma 2, del TUF stabilisce che “gli investitori istituzionali e i gestori di attivi comunicano al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno”.

La modalità di rendicontazione pubblica, o le informazioni di dettaglio da comunicare, non sono regolamentate, per cui, anche in questo caso, è lasciata ampia libertà di scelta agli investitori istituzionali ed ai gestori.

La norma è leggermente più stringente per i casi in cui gli investitori abbiano esercitato il diritto di voto. In questo caso, la comunicazione pubblica deve includere “una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto”. Inoltre, dovrebbe essere indicato anche come è stato espresso il voto nelle assemblee, ma con la possibilità di escludere “i voti ritenuti non significativi in relazione all'oggetto della votazione o alle dimensioni della partecipazione nelle società”.

Gli investitori sono quindi:

- liberi di decidere il livello di dettaglio che vogliono comunicare pubblicamente riguardo alle attività di dialogo con gli emittenti, potendo optare per una descrizione generale delle modalità fino a fornire dettagli specifici per ogni azione intrapresa;
- invitati a definire una “soglia di significatività”, che nella norma appare alquanto generica e non ben specificata avendo il legislatore indicato solo l'oggetto del voto o le dimensioni della partecipazione tra i criteri di definizione della rilevanza del voto. Di fatto, se il Fondo dovesse votare solo ad assemblee annuali di approvazione del bilancio, in cui non sono state proposte risoluzioni straordinarie o al di fuori di quelle routinarie (bilancio, dividendo, remunerazioni eccetera), potrebbe non riportare alcun dettaglio nella rendicontazione, se non una descrizione generica di come ha esercitato il diritto.

Tra le possibili opzioni che il Fondo potrebbe valutare si segnala la possibilità di optare per una **forma mista di rendicontazione**, fornendo una descrizione generale delle azioni di engagement, indicando gli emittenti contattati solo in aggregato per settore, area geografica e/o tematiche affrontate, con un dettaglio solo dei casi ritenuti più significativi dal Fondo.

Una descrizione generale potrebbe, ad esempio, includere le modalità e la numerosità di iniziative di engagement intraprese durante l'anno (ad esempio: abbiamo dialogato con N società, attraverso lettere e incontri privati, affrontando le seguenti tematiche materiali). Il maggior dettaglio potrebbe includere la lista di emittenti contattati, le motivazioni alla base dell'engagement, le criticità riscontrate e possibili azioni future.

Il ricorso o meno ai servizi di uno o più proxy advisors deve essere indicato nella rendicontazione. Seppure la descrizione delle modalità di utilizzo dei servizi dei proxy advisors non sia obbligatoria, sarebbe opportuno evidenziare nel rendiconto quantomeno se il Fondo ha adottato le guidelines dell'advisor o se questi ha dovuto applicare le guidelines specifiche del Fondo. Se ritenuto opportuno da ciascun Fondo, è possibile riportare anche ulteriori dettagli, come l'identità del consulente o il processo interno di valutazione delle raccomandazioni di voto.

Raccomandazione
(Principio 7):

Gli investitori previdenziali dovrebbero rendere pubbliche le informazioni relative alle attività di stewardship sul loro sito web. Tali informazioni dovrebbero essere facilmente accessibili.

ESEMPIO DI RENDICONTAZIONE:

Coerentemente con quanto stabilito dalla propria Politica di Impegno, il Fondo ha attivato un dialogo diretto con N società italiane, selezionate in base alla significatività dell'esposizione al rischio nei portafogli del Fondo (includendo azioni ed obbligazioni). Il dialogo è stato sempre attivato attraverso l'invio di una lettera in cui si ponevano domande rispetto a politiche e pratiche dell'emittente rispetto ai seguenti temi ritenuti materiali per gli interessi degli aderenti del Fondo: [elenco tematiche - sarebbe opportuno indicare anche le motivazioni per i temi affrontati sono considerati materiali]. L'invio della lettera è stato seguito da incontri con N-n emittenti. Durante tali incontri si è potuto approfondire in maggior dettaglio le tematiche evidenziate dal Fondo.

[Eventuali considerazioni del Fondo sui riscontri ottenuti, ad esempio gli emittenti hanno soddisfatto tutte le richieste, o permangono aree di criticità] Il Fondo considera comunque tali attività solo come la fase iniziale di un dialogo continuo che possa contribuire alla definizione di pratiche sempre più in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Per quanto riguarda gli emittenti esteri, sempre in coerenza con la propria Politica, il Fondo ha preferito non attivare un dialogo diretto ma aderire a iniziative di *collective engagement*. In particolare, il Fondo ha supportato le seguenti iniziative, che hanno riguardato tematiche particolarmente sensibili per i propri aderenti [breve descrizione delle campagne di engagement].

Se non sono state svolte attività all'estero: in aderenza al principio di gradualità nel processo di engagement, che possa consentire il maggior coinvolgimento diretto del Fondo e una crescita graduale e continua delle competenze, le attività si sono concentrate esclusivamente su emittenti italiani e non sono stati contattati direttamente o indirettamente emittenti esteri. Ciononostante, il Fondo monitora costantemente anche gli emittenti esteri, in un'ottica di gestione del rischio finanziario e non finanziario, e valuterà di volta in volta l'opportunità di iniziative di engagement anche con tali soggetti.

Il Fondo ha anche partecipato ad N assemblee, di cui N(i) di società italiane ed N(e) di società estere. Il voto è stato sempre esercitato attraverso il Rappresentante Designato dall'emittente per le assemblee tenutesi in Italia e tramite una piattaforma di voto online per le assemblee estere. Il Fondo si è inoltre avvalso dei servizi di un proxy advisor per ottenere tutte le informazioni relative all'assemblea e un'analisi delle risoluzioni proposte, con particolare riferimento ai possibili impatti di lungo periodo sugli interessi del Fondo stesso e dei suoi aderenti. Ad ogni modo, tutte le decisioni di voto sono state definite in autonomia dalle strutture interne del Fondo, in base alle proprie linee guida approvate dal Consiglio di Amministrazione...

[Descrizione del rapporto tra engagement e voto:] L'esercizio del diritto di voto si è sempre inserito all'interno del più ampio processo di engagement con gli emittenti, come fase iniziale o come prosecuzione del dialogo. Altrimenti: Coerentemente con le proprie politiche, il Fondo ha esercitato il diritto di voto indipendentemente dall'attività di dialogo, considerando la partecipazione assembleare come utile strumento di monitoraggio continuo degli emittenti. Le risoluzioni votate hanno riguardato le seguenti risoluzioni [% voti per risoluzione con % di relativi voti contrari ed eventuale descrizione delle principali criticità riscontrate] Nessuna delle società alle cui assemblee ha partecipato il Fondo ha un peso significativo nei portafogli del Fondo stesso: in media [%] mentre la partecipazione maggiore rappresenta lo [%]. [il Fondo potrebbe predefinire, anche in documenti interni non pubblici, delle soglie di investimento azionario e/o esposizione al rischio per la descrizione puntuale del voto].

Descrizione dei "voti più significativi": tra le assemblee maggiormente significative si segnalano XYZ SpA, il cui investimento rappresenta lo [%] del portafoglio azionario (o del totale investimenti corporate), ABC SpA, etc. In tali assemblee, il Fondo ha espresso voto contrario sulle seguenti risoluzioni [descrizione] a causa di un disallineamento con le proprie guidelines.

Se il Fondo non ha partecipato a nessuna assemblea, evidenziarlo nel rendiconto motivandone l'allineamento con la propria Politica di Impegno. Ad esempio: in coerenza con la Politica, il Fondo non ha ritenuto opportuno esercitare il diritto di voto l'anno scorso, in quanto le attività di dialogo avviate hanno consentito un sufficiente scambio di opinioni con gli emittenti inclusi nel proprio perimetro di engagement. Considerando inoltre l'entità della partecipazione azionaria del Fondo, l'esercizio del diritto di voto non avrebbe probabilmente rafforzato le posizioni del Fondo né consentito il reperimento di informazioni aggiuntive per i propri scopi di monitoraggio e gestione dei rischi, anche non finanziari.

Come stabilito al comma 6 dell'art. 124-quinquies del TUF, se le attività di impegno sono state delegate ai gestori, **il Fondo deve indicare nella relazione annuale dove i gestori hanno pubblicato le informazioni relative**. Seppure la norma limiti tale obbligo esclusivamente alla delega ad esercitare il diritto di voto, sarebbe opportuno rimandare a report specifici dei gestori anche riguardo alle più ampie attività di engagement.

Sarebbe quindi opportuno:

- verificare preventivamente il livello di dettaglio della rendicontazione in tema di engagement predisposta dal gestore;
- valutare con il gestore stesso la possibilità di predisporre una reportistica dedicata al singolo Fondo, in cui si riportino nel dettaglio le attività svolte per conto del Fondo stesso e la relativa coerenza con i principi condivisi.

Tale reportistica dovrebbe avere cadenza almeno annuale, o periodicità inferiore se ritenuto opportuno e secondo quanto convenuto nell'accordo tra le parti.

Per un maggiore allineamento, sarebbe opportuno valutare forme di coordinamento continuo con il gestore, che potrebbe informare i singoli Fondi clienti relativamente a ciascuna azione di engagement che intende intraprendere su società incluse nei portafogli gestiti, in modo che i Fondi possano decidere individualmente se aderire. Il gestore potrebbe poi fornire aggiornamenti alla conclusione di ogni fase dell'engagement (ad esempio, sulle risposte ricevute alla lettera iniziale, esiti degli incontri individuali eccetera).

Anche nei casi in cui il gestore non sia stato coinvolto nel processo di dialogo e voto, sarebbe comunque opportuno che il Fondo informi periodicamente il gestore delle attività svolte, sia con riferimento agli emittenti contattati che agli esiti dell'engagement.

Il coordinamento con il gestore può essere utile per un allineamento su principi e pratiche di engagement, per evitare duplicazioni nell'attività (il gestore potrebbe aver già contattato recentemente l'emittente sulle stesse tematiche e fornire quindi informazioni aggiuntive al Fondo) ed eventualmente integrare gli esiti degli incontri nella definizione strategica degli investimenti.

Il documento di rendicontazione annuale è soggetto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione, che potrebbe approfittare dell'occasione per un monitoraggio complessivo delle politiche e pratiche di impegno. L'analisi potrebbe verificare l'efficacia ed efficienza delle attività svolte, l'allineamento con i principi del Fondo, approfondire eventuali tematiche considerate particolarmente critiche e definire possibili modifiche future ai processi di engagement, sempre in un'ottica di gradualità dell'approccio e di apprendimento continuo.

Raccomandazione
(Principio 7):

Nel caso di delega delle attività di stewardship, gli investitori previdenziali condividono con i gestori l'opportunità di prevedere una reportistica ad hoc, che evidenzia le attività eseguite per loro conto ed eventualmente la coerenza con le politiche di engagement e voto adottate.

Nelle rendicontazioni successive a quella relativa al primo anno di applicazione delle politiche, il Fondo potrebbe evidenziare l'evoluzione nelle pratiche di stewardship e nell'approccio alla sostenibilità, attraverso un confronto temporale delle attività svolte (ad esempio, rispetto all'anno scorso abbiamo incrementato/ridotto il numero di società con cui dialogare) e un'indicazione, seppur generica, di possibili evoluzioni future (ad esempio focalizzare l'engagement su ulteriori tematiche, indicate nella Matrice di Materialità).

Dove pubblicare l'informativa

Anche per quanto riguarda gli strumenti di rendicontazione è lasciata piena libertà di scelta agli investitori, a patto che, come previsto dalla norma e raccomandato dalle Linee Guida di Stewardship, le informazioni siano messe a disposizione gratuitamente sul sito internet e facilmente reperibili.

La predisposizione di un documento annuale dedicato (ad es. "Engagement Report 2021 – Relazione annuale ai sensi dell'art. 124-quinquies TUF") appare come la soluzione preferibile, per consentire un immediato accesso a tutte le informazioni rilevanti le attività intraprese dal Fondo nell'ultimo anno.

Nel documento è possibile fare rimandi ad altri documenti, sempre consultabili gratuitamente e facilmente reperibili, in cui siano eventualmente riportati maggiori dettagli relativamente a specifici aspetti. Se non già implementata, si può valutare la predisposizione di una pagina del sito internet dedicata alle tematiche di sostenibilità, in cui pubblicare tutte le informazioni e documenti relativi alle politiche e pratiche del Fondo: ad esempio, Politica di Impegno, eventuale Politica di Voto e principi guida, informazioni sulle strategie di investimento sostenibile, rendiconti annuali ed eventuali ulteriori documenti rilevanti.

I Fondi possono valutare l'opportunità di comunicare al pubblico la disponibilità del documento di informazione annuale attraverso un comunicato stampa, che includa una descrizione sintetica delle attività svolte e delle motivazioni che hanno portato il Fondo ad impegnarsi nei confronti degli emittenti investiti.

Raccomandazione (Principio 7):

La pubblicazione periodica di informazioni sui diversi aspetti di stewardship richiede un aggiornamento sostanziale che emerge dopo un processo di decisione che rispecchia le proprie strategie e priorità. I fondi pensione e le casse di previdenza non dovrebbero limitarsi a riprodurre le stesse informazioni senza riflettere sulle evidenze emerse dall'ultima pubblicazione e senza integrare eventuali cambiamenti che hanno avuto luogo.

Il manuale è stato elaborato grazie al supporto di:

- E.R.M.E.S. (Engagement, Restructuring, Management, Enterprise, Sustainability) s.r.l. : una start-up universitaria della Sapienza - Università di Roma, nata allo scopo di mettere a frutto l'esperienza scientifica maturata negli anni da parte di alcuni Professori e Ricercatori della Sapienza Università di Roma, nell'intento di fornire un concreto ed efficace supporto - non solo teorico - su diverse tematiche strettamente interconnesse, ovvero: sostenibilità ed engagement; imprenditorialità sociale; corporate governance e ristrutturazioni (turnaround) di impresa, strategie di crescita e processi di risk management. La E.R.M.E.S s.r.l. offre a imprese, investitori e istituzioni, servizi di ricerca applicata e di consulenza di elevato valore scientifico in tema di corporate governance, gestione del rischio, ristrutturazione e riconversione industriale sostenibile. Ha collaborato al Manuale il Dott. Nicola Cucari.
- Frontis Governance di Sergio Carbonara è una ditta individuale che svolge attività di analisi della corporate governance e supporta gli investitori istituzionali nell'esercizio del diritto di voto nelle assemblee di società italiane quotate e non quotate. Nato nel 2011, Frontis Governance è l'unico proxy advisor italiano, totalmente focalizzato sul mercato domestico.

© 2021 Assofondipensione

Contatti

Assofondipensione
Via Flaminia, 43 – 00196 - Roma (RM)

www.assofondipensione.it
info@assofondipensione.it
06/98386263