

Relazione annuale ai sensi art. 124-octies del TUF (Trasparenza dei consulenti in materia di voto)

Anno di riferimento: 2019

Premessa

Il nuovo art. 124-octies del Testo Unico della Finanza (“TUF”), introdotto dal d. lgs. 49/2019 di recepimento della Direttiva UE 2017/828 (cosiddetta “Shareholder Rights Directive II”), prevede l’obbligo per i proxy advisors (definiti come “consulenti in materia di voto”) di “informare adeguatamente i clienti sull’accuratezza ed affidabilità delle loro attività”. A questo scopo, le nuove disposizioni normative prevedono la pubblicazione di una relazione annuale che contenga almeno le seguenti informazioni (tra parentesi il link alla sezione di riferimento della presente relazione):

- a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati ([pag. 3](#));
- b) le principali fonti di informazione utilizzate ([pag. 6](#));
- c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto ([pag. 5](#)) nonché le qualifiche del personale coinvolto ([pag. 5](#));
- d) le modalità con cui tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale ([pag. 3](#)) nonché delle condizioni specifiche delle società ([pag. 3](#));
- e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato ([pag. 3](#));
- f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società ([pag. 8](#));
- g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse ([pag. 6](#));
- h) l’eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero le motivazioni della mancata adesione ([pag. 10](#)).

I proxy advisors sono inoltre tenuti a comunicare senza indugio ai propri clienti qualsiasi conflitto di interesse, reale o potenziale, che possa influenzare l’elaborazione delle analisi e delle raccomandazioni di voto.

Il d. lgs. 49/2019 prevede l’applicazione delle nuove norme decorso un anno dall’entrata in vigore del decreto stesso, e quindi a partire dal 10 giugno 2020. Il nuovo art. 143-octies del Regolamento Consob (ad oggi in fase di consultazione pubblica) prevede, inoltre, che la Relazione Annuale dei proxy advisors sia pubblicata “entro il 28 febbraio dell’anno successivo a quello di riferimento”. Di conseguenza, la prima Relazione Annuale di Frontis Governance ex art. 124-octies del TUF, relativa all’anno 2020, dovrebbe essere pubblicata entro fine febbraio 2021. Ciononostante, si è preferito anticipare di un anno la pubblicazione della Relazione, su base volontaria, in modo da avere il tempo per affinarne il contenuto, se necessario, e renderlo il più aderente possibile alle necessità degli stakeholders, in particolare del regolatore e dei clienti attuali e potenziali.

Organizzazione di Frontis Governance e del network ECGS

Frontis Governance è una ditta individuale, fondata da Sergio Carbonara nel 2011, che ha come attività principale l'analisi della corporate governance ed il supporto ad investitori istituzionali nell'esercitare i diritti connessi alla partecipazione in società quotate e non quotate.

L'attività di Frontis Governance è focalizzata sul mercato italiano. Sin dalla sua fondazione, Frontis Governance ha stretto una partnership con Expert Corporate Governance Service Ltd ("ECGS"), un network internazionale di proxy advisors indipendenti, ciascuno focalizzato sui propri mercati di riferimento. Il network ECGS è stato fondato nel 2001 su iniziativa della francese Proxinvest e della svizzera Ethos, allo scopo di fornire ai propri clienti locali il medesimo livello di supporto all'esercizio del diritto di voto in altri mercati europei. La filosofia su cui si fonda il network ECGS è offrire il più alto livello di qualità nel supporto agli investitori istituzionali, attraverso una presenza fisica sui mercati di riferimento garantita da partners locali di comprovata esperienza nel campo della corporate governance e del proxy voting. Oltre a Frontis Governance, fanno parte del network ECGS:

- **Proxinvest Sàrl**: società francese attualmente detenuta al 60% dal fondatore Pierre-Henri Leroy (direttamente e tramite familiari), al 18% dai dipendenti ed al 22% da Ethos Services SA. Proxinvest è co-fondatrice e Managing Partner di ECGS ed è responsabile delle analisi in Francia, Belgio e Lussemburgo.
- **Ethos Services SA**: società svizzera controllata al 70% dalla Fondazione Ethos e per il rimanente da enti previdenziali svizzeri. La Fondazione Ethos è interamente detenuta da 232 enti pubblici e previdenziali svizzeri. Ethos è co-fondatrice di ECGS e responsabile delle analisi in Svizzera.
- **Corporance Asesores de Voto SL**: società spagnola controllata dal fondatore e Direttore Generale Juan Melchor Prieto Sanchez, è responsabile per ECGS delle analisi in Spagna e Portogallo.
- **Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)**: associazione non-profit fondata nel 1947 che fornisce servizi di education e supporto agli investitori tedeschi nell'esercizio dei diritti connessi agli investimenti. Attualmente, circa 30.000 investitori privati sono membri di DSW, che è responsabile per ECGS delle analisi in Germania ed Austria.
- **SRM Governance**: ditta individuale olandese, è responsabile delle analisi nei mercati nord-europei (Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia).

Le analisi di società residenti in Gran Bretagna ed Irlanda sono realizzate da analisti senior direttamente dipendenti da ECGS.

Al di là della partecipazione di minoranza di Ethos in Proxinvest, tutti i partners di ECGS sono soggetti giuridicamente e finanziariamente indipendenti tra loro, che gestiscono in totale autonomia le proprie attività sui mercati di riferimento, pur condividendo i medesimi principi generali di corporate governance. Il ruolo di ECGS riguarda principalmente il coordinamento dei servizi transfrontalieri di proxy advisory, per consentire ai clienti locali di ciascun partner di usufruire di servizi altamente professionali ed indipendenti in tutti i mercati europei.

Allo scopo di limitare al massimo potenziali conflitti di interesse nella predisposizione delle analisi, nessun partner del network ECGS può offrire servizi di consulenza a società quotate che rientrano nel proprio universo di analisi. Inoltre, nessuna società quotata detiene quote di capitale dei partners di ECGS.

Metodologie e modelli applicati: l'approccio di Frontis Governance

Frontis Governance adotta delle politiche di voto basate su più ampi principi di corporate governance, che hanno lo scopo di rappresentare la visione di Frontis Governance relativamente a tutti gli aspetti del governo societario. Sia i principi di corporate governance che le politiche di voto di Frontis Governance sono definiti esclusivamente per il mercato italiano e sono riportati in un unico documento, che viene aggiornato annualmente e pubblicato nella sezione "[Transparency & Compliance](#)".

Le analisi di Frontis Governance possono riguardare anche società italiane che, pur rimanendo quotate sul mercato domestico, hanno trasferito la propria sede legale all'estero. Nell'analizzare tali società, Frontis Governance tiene conto delle normative e pratiche di governance del mercato estero (in particolare per gli aspetti legati ad organi societari, struttura del capitale e diritti degli azionisti), ma anche delle pratiche del mercato italiano (soprattutto per quanto riguarda le remunerazioni), dove si concentrano le principali attività operative del gruppo.

Ciascun partner di ECGS adotta le proprie guidelines, che sono applicate negli specifici mercati di riferimento, in maniera totalmente autonoma, seppure in coordinamento con il resto del network. Le linee guida comuni a tutti i membri del network ECGS sono definite sulla base delle guidelines locali, in seguito ad una serie di confronti annuali tra i partners con il coinvolgimento dei clienti. Le guidelines ECGS includono sia principi generali applicabili in tutti i mercati europei che specificità relative a ciascun mercato. I principi di corporate governance e le politiche di voto del network sono aggiornati annualmente e disponibili, in inglese, nella sezione "[Transparency & Compliance](#)" del sito Frontis Governance.

Il processo di definizione ed aggiornamento sia dei principi che delle politiche di voto si svolge per un periodo di circa 4 mesi, generalmente da settembre a dicembre di ciascun anno, e coinvolge tutti i partners ed analisti di ECGS, così come i clienti investitori istituzionali.

Nel periodo settembre-ottobre, ciascun partner di ECGS ripercorre gli eventi occorsi durante la stagione assembleare appena conclusa, individuando per ciascun mercato eventuali nuove tendenze e le modifiche da apportare alle guidelines locali. Le risultanze di tali analisi sono quindi condivise tra tutti i partners, che definiscono una prima proposta di modifica alle guidelines di ECGS. Tale proposta è poi condivisa con i clienti del network che decidono di partecipare al seminario annuale sulle politiche di voto ed engagement organizzato dai co-fondatori di ECGS, Proxinvest ed Ethos. Successivamente, sono organizzati ulteriori incontri/teleconferenze tra i partners per discutere i feedback ottenuti dai clienti ed approvare le guidelines definitive del network per la successiva stagione assembleare. Contemporaneamente, ciascun partner, compresa Frontis Governance, definisce in totale autonomia le guidelines per i mercati locali, che devono in ogni caso rispecchiare i principi generali di ECGS.

Le politiche di voto di Frontis Governance ed ECGS includono alcuni elementi quantitativi (ad esempio: soglie massime per le autorizzazioni ad acquistare azioni proprie o ad aumentare il capitale, limiti ai compensi variabili o metodologie di confronto dei compensi con dati di mercato o di settore), che sono generalmente applicabili in tutti i mercati e per tutti gli emittenti. Ciononostante, gli analisti non devono mai limitarsi alla mera applicazione di modelli di analisi quantitativi, ma devono elaborare le analisi applicando di volta in volta le guidelines di Frontis Governance/ECGS alle specificità del caso, dell'emittente e del mercato di riferimento, avendo sempre come punto di riferimento gli interessi della generalità degli stakeholders nel lungo periodo. Eventuali proposte che producono benefici solo per una parte degli azionisti sono valutate

negativamente, anche nel caso in cui tra gli azionisti beneficiati rientrano clienti attuali o potenziali di Frontis Governance o ECGS. In alcuni casi specifici, è quindi possibile che le raccomandazioni di voto non siano in linea con un'applicazione stringente delle politiche.

Oltre ai report predisposti per la generalità dei propri clienti, basati sulle proprie guidelines (cosiddette "house voting policies"), Frontis Governance produce raccomandazioni di voto basate su guidelines specifiche di propri clienti ("custom voting recommendations"). In tali casi, la raccomandazione di voto è definita esclusivamente sulle linee guida del cliente, con evidenza di eventuali differenze rispetto alle guidelines di Frontis Governance. L'applicazione anche delle house voting policies si rende necessaria in particolare nei casi in cui le guidelines del cliente non coprono determinate proposte, o non sono perfettamente applicabili al contesto di riferimento. In ogni caso, anche le custom voting recommendations devono riportare una spiegazione chiara delle proposte e della motivazione di un determinato indirizzo di voto. A differenza delle raccomandazioni basate su house voting policies, le custom voting recommendations devono tenere conto esclusivamente delle conseguenze per il singolo azionista cliente di Frontis Governance.

Frontis Governance si rende sempre disponibile ad un confronto con i clienti, sia italiani che esteri, successivamente alla consegna dei report, per fornire ulteriori chiarimenti/dettagli o modificare singole sezioni del report.

L'obiettivo primario delle analisi di Frontis Governance non è mai influenzare l'esito assembleare, ma fornire agli azionisti una descrizione al tempo stesso completa e sintetica delle proposte, che includa: lo scenario di riferimento, le motivazioni del proponente, le conseguenze per gli azionisti ed una esplicazione chiara dell'indirizzo di voto suggerito.

È importante sottolineare come tutte le analisi e raccomandazioni di voto siano necessariamente frutto di una valutazione soggettiva da parte dei proxy advisors, che, nonostante la definizione di politiche di voto il più dettagliate possibile, devono sempre considerare le specificità anche contingenti di ciascun singolo emittente ed evento assembleare. Gli azionisti non dovrebbero mai limitarsi a replicare le raccomandazioni di voto senza un'attenta lettura dell'intero documento di analisi. La definizione del più appropriato indirizzo di voto è responsabilità esclusiva dell'investitore istituzionale, e ricade nell'ambito dei più ampi doveri di stewardship nei confronti dei propri clienti. Per tale motivo, i report dei proxy advisors non sono concepiti per una distribuzione al pubblico indistinto, ma esclusivamente ad investitori professionali, che sono in possesso delle più adeguate competenze per poter valutare le analisi ed applicarle alle proprie strategie di investimento.

Qualità delle analisi

Le competenze degli analisti

Il fondatore e titolare di Frontis Governance, Sergio Carbonara, è laureato in Economia e Commercio con specializzazione in Finanza Aziendale, ed ha oltre 15 anni di esperienza nel proxy business: prima di fondare Frontis Governance nel 2011, è stato Head of Operations della sede italiana della multinazionale Georgeson, leader mondiale nelle comunicazioni strategiche agli investitori. In ambito accademico, Sergio Carbonara collabora costantemente con cattedre universitarie e corsi di alta formazione, apportando il proprio contributo formativo ovvero attraverso la produzione di ricerche.

L'articolo "Shareholder engagement e co-creation. Un'analisi su un campione di imprese quotate", scritto con il Prof. Salvatore Esposito De Falco ed il Dott. Nicola Cucari, è stato premiato come "Best Paper" alla Sinergie-SIMA Conference di giugno 2017.

L'articolo "Robo-voting Phenomena: An Empirical Analysis of Institutional Investors' Voting and Proxy Advisors' Recommendations", scritto con il Prof. Esposito De Falco, il Dott. Cucari ed il Prof. Konstantinos Sergakis, è stato premiato come "Best Paper" nella sezione "Innovations in Corporate Governance: Law, Management and Society" dell'EURAM Conference di giugno 2019.

Tutte le analisi di Frontis Governance sono realizzate in Italia e tutti i report sono predisposti direttamente o con il supporto del titolare, che ne è l'unico responsabile. Durante la stagione assembleare, Frontis Governance può ricorrere al supporto di stagisti o lavoratori temporanei, che sono sempre selezionati tra laureati o studenti in procinto di ottenere la laurea magistrale, che abbiano discusso, o stiano elaborando, una tesi di laurea attinente ai temi della corporate governance o del proxy voting. Tutti gli analisti impiegati da Frontis Governance devono avere una conoscenza approfondita della legislazione di riferimento e delle pratiche di mercato, oltre alla padronanza delle lingue italiano e inglese.

Tutti i report destinati ai clienti di ECGS sono inoltre sottoposti a molteplici livelli di controllo:

1. solo gli analisti senior sono in possesso delle credenziali per poter operare sui sistemi informatici di ECGS, per cui tutti i report devono necessariamente essere redatti o almeno sottoposti al controllo di un analista senior, che si assume la responsabilità esclusiva della qualità delle analisi nei confronti del network;
2. tutti i report sono soggetti ad un ulteriore controllo di qualità effettuato da analisti senior dipendenti direttamente da ECGS, che sono in possesso di un titolo di studio universitario o post-universitario in materie legali, economiche o finanziarie, con comprovata esperienza nell'ambito della corporate governance e dell'analisi finanziaria;
3. una volta caricato nella piattaforma ECGS, il report è a disposizione di tutti i partners del network, che possono richiedere ulteriori informazioni o eventuali modifiche, nel caso in cui si rilevino discordanze rispetto alle politiche di voto o ai principi condivisi;
4. qualsiasi cliente può infine segnalare la necessità di modifiche o integrazioni ai report distribuiti; nel caso in cui la segnalazione è valutata come pertinente dai partners di ECGS, un nuovo report viene prodotto ed una notifica è contestualmente inviata ai clienti che lo hanno acquistato.

L'osservazione dell'esperienza pratica di quasi 10 anni di attività ha permesso di stabilire che ciascun analista senior possa analizzare agevolmente tra le 50 e le 75 assemblee per anno solare (la variabilità del numero dipende, ovviamente, dalla tipologia di assemblee e periodo dell'anno in cui sono convocate). Nel corso del 2019, Frontis Governance ha analizzato 46 assemblee ordinarie o straordinarie tenute da società italiane (anche residenti all'estero), senza fare ricorso a stagisti o lavoratori temporanei.

Per quanto a conoscenza di Frontis Governance, nessun partner del network ECGS supera il rapporto di 1/50 tra analisti ed assemblee analizzate.

Fonti di informazione pubbliche e verificate

Le analisi di Frontis Governance sono predisposte utilizzando esclusivamente informazioni pubbliche, attendibili ed accessibili a tutti gli investitori.

La fonte primaria è sempre rappresentata dai documenti ufficiali messi a disposizione dalla società o dai proponenti le risoluzioni assembleari, attraverso pubblicazione sul sito della società stessa o di soggetti terzi. Al di là dei report assembleari a supporto delle risoluzioni, i principali documenti utilizzati per le analisi sono il bilancio annuale (consolidato e individuale), lo statuto, la relazione annuale sul governo societario e gli assetti proprietari, la relazione annuale sulle remunerazioni, comunicati stampa di emittenti ed azionisti, eventuali presentazioni agli investitori su risultati e piani strategici di lungo termine.

Ulteriori fonti di informazione utili per le analisi assembleari e di governance sono: i comunicati stampa emessi da soggetti collegati alle società quotate o agli azionisti rilevanti, notizie pubblicate da organi di informazione attendibili e verificate, colloqui ed incontri con i diretti interessati.

Colloqui ed incontri individuali con le parti in causa servono esclusivamente per chiarire informazioni pubbliche. In nessun caso Frontis Governance utilizza informazioni riservate eventualmente comunicate in tali occasioni. Tutte le notizie rilevanti sono archiviate da Frontis Governance in database dedicati, e catalogate per emittente ed anno di riferimento.

Assenza di conflitti di interesse

Frontis Governance e tutti i partners di ECGS sono fermamente convinti che il modo migliore per gestire i conflitti di interesse sia evitarli. Per questo motivo, come già evidenziato nelle premesse al presente documento, tutti i partner del network ECGS hanno il divieto statutario di fornire servizi di consulenza alle società quotate che rientrano nel proprio universo di analisi. Inoltre, nessun partner di ECGS è partecipato da società quotate o altri soggetti che potrebbero far sorgere conflitti di interesse nel corso di un'analisi assembleare (azionisti rilevanti di società quotate, altri soggetti correlati o fondi attivisti).

Nonostante l'assenza di conflitti di interesse originati dalla propria attività, possono però presentarsi situazioni di conflitto che sono al di fuori del controllo dei proxy advisors, in quanto generate dalla struttura proprietaria o da attività dei clienti. Può essere il caso, ad esempio, di investitori istituzionali che sono controllati da gruppi quotati, o che presentano proposte assembleari (come le liste per le nomine dei componenti gli organi di amministrazione in società italiane).

Qualsiasi conflitto di interesse, attuale o potenziale è segnalato da Frontis Governance nella prima pagina del report di analisi assembleare (sezione "Highlights") e/o nella sezione dedicata all'analisi

del punto all'ordine del giorno interessato da tale conflitto. La dichiarazione di potenziale conflitto di interesse è evidenziata attraverso l'utilizzo di un carattere differente rispetto al resto dell'analisi (generalmente corsivo o grassetto), in modo da attirare immediatamente l'attenzione del lettore.

La lista completa delle società quotate con cui potrebbero sorgere dei conflitti di interesse (perché controllanti o collegate a clienti o partners di Frontis Governance) è pubblicata nella sezione [Transparency & Compliance](#) del sito, ed è aggiornata in occasione di qualsiasi cambiamento.

La struttura del network ECGS, che si compone di soggetti totalmente indipendenti dal punto di vista commerciale, ed i molteplici livelli di controllo a cui sono sottoposte le analisi, con l'intervento diretto e vincolante di analisti senior di ECGS e di tutti i partners, consentono una gestione ottimale di potenziali conflitti di interesse. Un'eventuale situazione di conflitto riguarderebbe, infatti, il singolo partner responsabile dell'analisi, ma non coinvolgerebbe né ECGS né gli altri partners, che possono imporre modifiche ai proxy reports in caso di valutazioni non in linea con i principi condivisi e potenzialmente compromesse dal rapporto tra analista e proponente (società quotata o azionista).

Il dialogo con emittenti, organi di informazione ed altri portatori di interesse

Frontis Governance si è dotata sin dal 2016 di linee guida relative al dialogo con emittenti e organi di informazione. Tali linee guida sono pubblicate sul sito, nella sezione [Transparency & Compliance](#), e sono state parzialmente modificate a dicembre 2019.

Di seguito sono riportati gli elementi essenziali relativamente al dialogo con le società oggetto delle analisi e gli organi di informazione:

1. Frontis Governance sollecita ed intende favorire un dialogo aperto e continuo con gli emittenti, che possa aiutare gli analisti a comprendere meglio le pratiche di governance e le specificità di ciascuno di essi. Ciononostante, Frontis Governance ritiene che gli emittenti debbano sempre dare priorità al dialogo con gli azionisti, piuttosto che focalizzare le proprie attività di engagement con i proxy advisors. Il ruolo del proxy advisor deve essere sempre volto a facilitare, e mai a sostituire, l'analisi e la decisione di voto degli azionisti.
2. Il dialogo con gli emittenti è volto esclusivamente ad aumentare la mutua comprensione delle pratiche di governo societario degli emittenti e dei principi e politiche di voto adottati da Frontis Governance. Per essere realmente efficace, l'attività di engagement tra emittenti e proxy advisor non dovrebbe concentrarsi durante la stagione assembleare, quando le proposte assembleari e le politiche di voto sono già state definite. Per contribuire effettivamente all'allineamento di interessi con gli azionisti, Frontis Governance raccomanda quindi a tutti gli emittenti che ne sentono la necessità di attivare un dialogo con largo anticipo rispetto alla data prevista per la pubblicazione della documentazione assembleare.
3. Il dialogo con gli emittenti, e con chiunque proponga risoluzioni assembleari, non deve incidere in alcun modo sull'indipendenza dell'analista e sulle tempistiche di distribuzione delle analisi agli investitori istituzionali. Per questo motivo, il dialogo è generalmente sospeso nel periodo che intercorre tra la pubblicazione della documentazione assembleare e la data di prima o unica convocazione. Ciononostante, gli analisti di Frontis Governance possono contattare gli emittenti anche nel corso dell'analisi, nel caso in cui si rendessero necessari chiarimenti sul materiale assembleare già pubblicato. Frontis Governance può inoltre rendersi disponibile ad un confronto, qualora l'emittente o gli azionisti proponenti percepissero la necessità di dover chiarire in maggior dettaglio alcuni aspetti particolarmente complessi o sensibili delle proposte assembleari.
4. Per evitare ritardi nella distribuzione, e per garantire la massima indipendenza nella definizione delle raccomandazioni di voto, Frontis Governance non condivide in anticipo i report di analisi assembleare con gli emittenti, né con altri eventuali proponenti.
5. Qualora siano presentate più proposte concorrenti rispetto ad una medesima risoluzione ("proxy fight"), Frontis Governance si rende disponibile ad un dialogo con tutte le parti interessate, sempre nel rispetto dei tempi contrattuali di consegna dell'analisi ai propri clienti.
6. Frontis Governance considera il dialogo con gli organi di informazione utile ad una maggiore diffusione e comprensione delle migliori pratiche di governance, per cui si rende disponibile ad un dialogo sulle tematiche attinenti alle proprie analisi. Ciononostante, la diffusione delle analisi e delle raccomandazioni di voto prima dell'assemblea potrebbe alterare il corretto svolgimento del processo di voto. I report dei proxy advisors non sono concepiti per una diffusione al pubblico indistinto, né le raccomandazioni di voto possono essere intese come

valide per tutti gli azionisti o stakeholders delle società quotate. Il contenuto dei proxy reports è infatti definito sulla base di principi di governance condivisi con i clienti, investitori istituzionali in possesso delle più adeguate competenze per applicare le analisi alle proprie esigenze, e di un rapporto contrattuale privato. Per tale motivo, il contenuto dei proxy reports è strettamente confidenziale e ne è vietata la riproduzione non autorizzata. Una comunicazione al pubblico delle raccomandazioni di voto, senza un'adeguata illustrazione delle motivazioni, o attraverso una parziale riproduzione dell'analisi, rischia di causare asimmetrie informative tra gli azionisti, sollecitando decisioni di voto basate su informazioni parziali. Sulla base anche dell'esperienza applicativa, a partire dalla stagione 2020 Frontis Governance non condivide più i propri report di analisi con la stampa, né prima né successivamente all'assemblea, ferma restando la disponibilità a fornire commenti sulle tematiche rilevanti, anche nel periodo immediatamente precedente l'assemblea.

Le attività di dialogo con gli emittenti intrattenute nel corso dell'anno solare, con una descrizione generale dei principali temi trattati, sono riportate in una specifica Relazione di Engagement pubblicata nella sezione [Transparency & Compliance](#) del sito di Frontis Governance.

Perché Frontis Governance non aderisce al codice di comportamento dei proxy advisors (“Best Practice Principles for Shareholder Voting Research”)

Nel 2014, i maggiori proxy advisors mondiali si sono dotati di un codice di autodisciplina, che è stato predisposto in seguito ad una consultazione pubblica ed in risposta ad un’iniziativa dell’ESMA. Il codice è stato denominato Best Practice Principles for Shareholder Voting Research Providers (“BPP”) dai primi firmatari (costituenti il cosiddetto Best Practice Principles Group, o “BPPG”) per ricomprendere anche quei soggetti che, seppur fornendo analisi sulle assemblee degli azionisti, non emettono raccomandazioni di voto, e quindi non sono definibili come proxy advisors, o “consulenti in materia di voto”, in senso stretto.

L’adesione ai Principi avviene su base “comply or explain”, ovvero i firmatari non sono obbligati a rispettare tutte le previsioni, ma devono spiegare i motivi di eventuali deviazioni. I Principi sono stati aggiornati nel 2019, in seguito ad una consultazione aperta al pubblico. I Principi e relativi criteri applicativi, così come i commenti di Frontis Governance alle due consultazioni del 2013 e 2018, sono disponibili sul sito del [Best Practice Principles Group](#). Di seguito è riportata una sintesi dei Principi e le motivazioni per cui Frontis Governance ha deciso di non aderire.

- ✓ **Principio 1 – Qualità dei Servizi:** i firmatari dei BPP forniscono i servizi in conformità a specifiche concordate con i clienti, devono dotarsi di metodologie di analisi, ed eventualmente politiche di voto, che sono rese pubbliche. I firmatari devono inoltre comunicare le principali fonti di informazione, le procedure messe in atto per garantire la qualità delle analisi, incluse esperienza e qualifiche degli analisti, in che modo sono tenute in considerazione le specificità di singoli mercati ed emittenti, e le modalità con cui i clienti sono avvertiti di eventuali errori materiali identificati in seguito alla consegna dell’analisi.
- ✓ **Principio 2 – Prevenzione e Gestione dei Conflitti di Interesse** (nella versione del 2014 era solo “Gestione dei Conflitti di Interesse”): i firmatari devono adottare e rendere pubblica una politica relativa alla gestione dei conflitti di interesse, che includa dettagli sulle procedure adottate per evitare l’insorgenza di eventuali conflitti. Inoltre, i firmatari devono dotarsi di procedure idonee ad identificare e comunicare senza indugio ai propri clienti eventuali conflitti di interesse che dovessero sorgere nell’analisi di un’assemblea, e le azioni intraprese per eliminare, mitigare e gestire conflitti di interesse attuali o potenziali.
- ✓ **Principio 3 – Politica di Comunicazione:** i firmatari devono spiegare il proprio approccio alla comunicazione con gli emittenti oggetto delle analisi, gli azionisti proponenti risoluzioni assembleari, altri portatori di interessi, gli organi di informazione ed il pubblico. In particolare, i firmatari devono dotarsi di politiche relative al dialogo con emittenti, azionisti proponenti e altri stakeholders, ed informare i clienti sulla natura delle attività di dialogo e risultati raggiunti. In ogni caso, la priorità dei firmatari, anche nell’applicare il Principio 3, deve sempre essere la consegna tempestiva di analisi di alta qualità, che consentano agli investitori clienti di leggere con attenzione i report e condurre le proprie analisi interne in tempo sufficiente per processare correttamente il proprio voto.

Dal confronto tra le disposizioni della Shareholder Rights Directive 2 ed i Principi sopra riportati, si può notare come il legislatore europeo abbia di fatto ripreso quasi integralmente quanto già previsto dall’autoregolamentazione di settore.

Come si è evidenziato nelle sezioni precedenti di questo documento, Frontis Governance rispetta tutti i Principi: Qualità dei Servizi (si veda da pag. 3 a pag. 5 del documento), Prevenzione e Gestione dei Conflitti di Interesse (pag. 6) e Politica di Comunicazione (pagine 8 e 9). Nonostante ciò, Frontis

Governance ha deciso di non sottoscrivere i Best Practice Principles sia nel 2014 che nel 2019, per le seguenti ragioni:

1. Scarsa attenzione dei BPP ai conflitti di interesse: non è stata ravvisata una posizione ferma nel vietare attività dei proxy advisors che possano far sorgere conflitti di interesse, con particolare riguardo alla possibilità di fornire di servizi di consulenza a società quotate che rientrano nell'universo di analisi. Nella versione del 2014, la necessità di evitare i conflitti di interesse non era neanche menzionata, mentre in quella del 2019 si prevede almeno la necessità di dotarsi di procedure allo scopo. Frontis Governance ed i partners di ECGS credono che non esistano soluzioni efficaci (come ad esempio i cosiddetti "Chinese walls") al problema dei conflitti di interesse generati dall'attività commerciale del proxy advisor. D'altro canto, le società quotate potrebbero essere portate ad acquistare i servizi di consulenza del proxy advisor per aumentare le probabilità di una raccomandazione favorevole, anche senza un intervento diretto in questo senso da parte dello stesso proxy advisor. Oltre al rischio di compromettere la qualità delle analisi, la possibilità di fornire servizi di consulenza a società quotate rappresenta anche una significativa distorsione della libera concorrenza tra i proxy advisors. Quasi tutti i proxy advisors si sono infatti auto-regolamentati, rinunciando a guadagni potenzialmente significativi derivanti dalla consulenza ad emittenti. Purtroppo, però, la stessa posizione non è condivisa da tutti, e pochissimi advisors continuano a fornire servizi di consulenza a società quotate sulle cui assemblee emettono anche raccomandazioni di voto. Tale attività può rappresentare un indebito vantaggio competitivo per il proxy advisor, che potrebbe sfruttare i significativi ricavi ottenuti dalle consulenze per adottare pratiche commerciali molto aggressive sul fronte delle analisi assembleari.
2. Sovrapposizione con nuove normative: la proposta di revisione della Shareholder Rights Directive è stata presentata dalla Commissione Europea nell'aprile del 2014, solo un mese dopo la pubblicazione dei BPP, ma la discussione su una possibile revisione della Direttiva era cominciata già da tempo. Frontis Governance ha quindi preferito attendere l'evoluzione normativa, per evitare una duplicazione delle attività di compliance. La nuova Direttiva è stata approvata nel 2017, prima della revisione dei BPP, ed ha confermato il sovrapporsi di pressoché tutti i requisiti previsti dai BPP. Inoltre, data la natura di per sé transfrontaliera dei servizi di proxy advisory, si riteneva molto probabile un'applicazione di norme europee comuni a tutti i soggetti coinvolti, con l'attribuzione all'ESMA dei compiti di vigilanza. Se questa fosse stata la scelta del legislatore europeo, sarebbe stata più naturale un'adesione congiunta di tutti i partners di ECGS ai BPP, ed il conseguente allineamento alle nuove norme.
3. Struttura di Frontis Governance: i costi e le procedure necessarie ad una piena compliance con i Principi non sono in linea con le dimensioni e la struttura di Frontis Governance come ditta individuale. Si è preferito quindi continuare ad aderire in via sostanziale, senza una partecipazione diretta al BPPG in qualità di firmataria.