



# CONSIDERAZIONI SUL PRINCIPIO DEL COMPLY OR EXPLAIN

## Sommario

1. Ambito di applicazione .....	2
2. I riferimenti normativi .....	2
3. Comply or Explain – breve descrizione del principio .....	4
3.1 Principi generali.....	4
COMPLY .....	4
EXPLAIN.....	6
PARTIAL COMPLY.....	9
4. Considerazioni specifiche al riguardo dei riferimenti normativi .....	10

## 1. Ambito di applicazione

L'ambito dei destinatari del d.lgs. 49/2019 è costituito dai fondi pensione negoziali, aperti e preesistenti dotati di soggettività giuridica, con almeno 100 aderenti (d'ora in avanti, fondi pensione), a condizione che nella loro politica di investimento sia prevista la possibilità di investimenti in società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell'Unione europea. Le comunicazioni, di cui agli articoli 4 e 5 del Regolamento Covip<sup>1</sup>, non sono dovute in relazione ai comparti dei fondi preesistenti interamente gestiti tramite convenzioni assicurative di ramo I, III o V.

## 2. I riferimenti normativi

La Direttiva 2017/828 sull'impegno a lungo termine degli azionisti è stata recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 49/2019, modificando il d.lgs. 58/98 (d'ora in avanti, decreto). Tale decreto, all'art. 124-novies comma 3, rimette alla regolamentazione secondaria la definizione dei termini e delle modalità di pubblicazione e comunicazione delle informazioni che i fondi pensione, destinatari del decreto, devono osservare. In ottemperanza a quanto previsto dal decreto, lo scorso 2 dicembre la Covip ha emanato il *"Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione"* (d'ora in avanti, Regolamento).

Il decreto, all'art. 124 quinquies comma 1, 2 e 3, prevede che i fondi pensione adottino e comunichino al pubblico, secondo il principio del *comply or explain*, una politica di impegno nei confronti delle società partecipate, nonché le modalità di attuazione di tale politica. Secondo quanto dettato dal Regolamento della Covip, la suddetta politica di impegno, piuttosto che le motivazioni per la sua mancata adozione, sono rese pubbliche dai fondi pensione sui rispettivi siti web entro il 28 febbraio 2021. Le modalità di attuazione della politica di impegno dovranno essere pubblicate entro il 28 febbraio dell'anno successivo a quello di approvazione della politica di impegno e, periodicamente, entro il 28 febbraio di ogni anno.

Il decreto, all'art. 124 sexies comma 1, dispone che i fondi pensione comunichino al pubblico *"in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento sono coerenti con il profilo e la durata delle passività, in particolare delle passività a lungo termine, e in che modo contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi"*. Il Regolamento della Covip alleggerisce gli oneri informativi a carico dei fondi pensione, prevedendo che le informazioni sulla coerenza della strategia di investimento azionario con il profilo e la durata delle passività siano rese disponibili solo *"laddove rilevante, in funzione delle caratteristiche dei singoli fondi pensione o dei loro comparti"*. Le suddette informazioni dovranno essere aggiornate annualmente, a meno di modifiche sostanziali in corso d'anno.

Il decreto, all'art. 124 sexies comma 2, stabilisce che i fondi pensione, che investono per il tramite di gestori di attivi, comunichino al pubblico le seguenti informazioni

---

<sup>1</sup> Cfr. par. 2 per maggiori dettagli.

relative all'accordo di gestione: “a) le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività degli investitori istituzionali, in particolare delle passività a lungo termine; b) le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate e a impegnarsi con tali società al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine; c) le modalità con cui il metodo e l'orizzonte temporale di valutazione dei risultati del gestore di attivi e la sua remunerazione per l'attività di gestione, sono in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale, in particolare delle passività a lungo termine, e tengono conto dei risultati assoluti a lungo termine; d) le modalità con cui l'investitore istituzionale controlla i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore di attivi, nonché le modalità con cui definisce e controlla un valore prefissato di rotazione del portafoglio e il relativo intervallo di variazione; e) l'eventuale durata dell'accordo con il gestore di attivi”. Al comma 3 del medesimo articolo, il decreto prevede che, qualora l'accordo con il gestore di attivi non includa uno o più degli elementi sopra richiamati, il fondo pensione illustri in modo chiaro e articolato le ragioni di tale scelta. Il Regolamento della Covip prevede che le informazioni sull'accordo di gestione, piuttosto che le motivazioni della loro mancata inclusione nell'accordo di gestione, siano rese pubbliche entro il 28 febbraio 2021.

### Cosa fare ed entro quando

Previsioni del d.lgs. 58/98	Articoli di riferimento	Entro quando
Predisposizione della politica di impegno o pubblicazione delle motivazioni per la sua mancata predisposizione	124 quinquies commi 1 e 3	28 febbraio 2021
Pubblicazione delle modalità di attuazione della politica di impegno o delle motivazioni per la sua mancata pubblicazione	124 quinquies commi 2 e 3	entro il 28 febbraio dell'anno successivo a quello di approvazione della politica di impegno e, periodicamente, entro il 28 febbraio di ogni anno
Pubblicazione delle informazioni sul contributo agli attivi della strategia di investimento azionario e, laddove rilevante, sulla coerenza della strategia di	art. 124 sexies comma 1 e Regolamento Covip	28 febbraio 2021

investimento azionario <sup>2</sup> con il profilo delle passività		
Informazioni sull'accordo di gestione o motivazioni della mancata inclusione	124 sexes commi 2 e 3	28 febbraio 2021

### 3. Comply or Explain – breve descrizione del principio

Il principio del “comply or explain” offre una considerevole flessibilità ai fondi permettendo di adempiere alle disposizioni del decreto o di fornire *‘una comunicazione al pubblico chiara e motivata delle ragioni dell'eventuale scelta di non adempiere’* a tali disposizioni.

I fondi dovrebbero di conseguenza trarre beneficio dal funzionamento di tale principio, facendone un uso appropriato, dato il loro profilo. La priorità dei fondi dovrebbe essere la divulgazione di informazioni utili, chiare e accessibili sia nel caso del “comply” sia nel caso dell’“explain”, visto che entrambe le opzioni sono legittime e ugualmente accettabili. Analogamente, un “comply” completo riguardo tutte le disposizioni non è l’obiettivo finale del principio nè del decreto, mirando a garantire la massima discrezionalità della scelta, purché sia frutto di un processo decisionale ragionato e non di una mera soluzione di ripiego. Nel rispetto del principio “comply or explain” come sviluppato in altre giurisdizioni, i seguenti Principi generali possono fungere da linee guida per i fondi pensione.

#### 3.1 Principi generali

##### COMPLY

I fondi devono procedere all’uso del “comply” nel caso in cui possono garantire un contenuto informativo affidabile e verificabile. I rischi di eventuali sanzioni nel caso in cui una dichiarazione di “comply” fosse priva di contenuto, incompleta o incorretta sono maggiori dei rischi di una dichiarazione di “explain” non adeguata, visto che nel caso di “explain” non sussiste la supposizione di adempimento alle disposizioni ma solo l’aspettativa di una spiegazione chiara e motivata. Nel caso di “comply”, ci si attende che i fondi adempiano alle disposizioni, una ‘compliance’ fittizia può presentare maggiore criticità.

Inoltre, il “comply” richiede un adempimento conforme non solo alla lettera ma anche allo spirito delle disposizioni. Affinché tale comunicazione sia di qualità, i fondi dovrebbero progettare una serie di attività e comunicarle su base annua. La comunicazione annuale dovrebbe riportare le attività condotta dal fondo durante l’anno a cui il reporting si riferisce. È il frutto della “messa a terra” delle strategie e priorità che il fondo pensione si è dato; coerentemente dovrebbe dare evidenza di

<sup>2</sup> Secondo quanto previsto dal Regolamento della Covip, le informazioni sulla coerenza della strategia di investimento azionario con il profilo e la durata delle passività sono rese disponibili solo *“laddove rilevante, in funzione delle caratteristiche dei singoli fondi pensione o dei loro comparti”*..

ogni cambiamento intervenuto nel corso dell'anno<sup>3</sup>. Il fondo dovrebbe essere in grado di 'raccontare una storia' che rispecchia il suo profilo per garantire la qualità della comunicazione. È importante evidenziare che non esiste un contenuto informativo giusto o sbagliato per quanto riguarda il "comply", visto che è la qualità a contare. Sarebbe opportuno riferirsi a tutti gli elementi menzionati nelle diverse disposizioni e non ignorare alcuno di essi. Nel caso in cui il fondo decida di non includere un elemento nel "comply", bisognerà procedere all'"explain".

#### **Esempio di un "comply" conforme alla lettera e allo spirito delle disposizioni**

Il fondo pensione intende adottare una politica di impegno, dandone delega di attuazione al gestore. In tal caso, il fondo pensione dovrebbe dichiarare di aver adottato la politica di impegno, comunicando al gestore i principi della propria policy<sup>1</sup>, in base ai quali quest'ultimo ne darà attuazione, nonché verificando che le attività condotte siano coerenti con i principi comunicati. I diversi elementi della politica (richiamati nell'art. 124 quinquies) dovrebbero essere analizzati in dettaglio, nel caso in cui il fondo scelga per ciascuno di essi il "comply", evidenziando le scelte del fondo, non del gestore.

Nel caso di investimento in Oicr, in cui la titolarità dell'esercizio del diritto di voto è in capo al soggetto istitutore, i principi della politica di impegno da questi adottata potrebbero divenire uno dei criteri di cui tenere conto nel processo di selezione. Il fondo pensione potrà inoltre monitorare l'attività del soggetto istitutore, anche con riferimento agli eventuali codici di stewardship da esso sottoscritti. Tali aspetti potrebbero pertanto essere adeguatamente richiamati nella politica di impegno. In caso di gestione diretta, il fondo pensione dovrebbe dichiarare di aver adottato la politica di impegno, comunicandone i principi e le modalità attraverso cui ne dà attuazione.

#### **Esempio di un "comply" conforme alla lettera ma non allo spirito delle disposizioni**

Il fondo pensione intende adottare una politica di impegno, delegando in toto le attività connesse al gestore. In particolare, il fondo pensione adotta passivamente la politica di impegno del gestore, senza aver preventivamente definito i propri principi ispiratori e verificandone la compatibilità con la policy del gestore. In tal caso, il comply è conforme alla lettera delle disposizioni, ma non al loro spirito. Il fondo pensione adotta una politica di impegno (per quanto non frutto di un processo di condivisione interno), ma si spoglia completamente della responsabilità delle attività di stewardship, in capo al fondo anche in caso di delega. Nel caso in cui l'investitore decida di ricorrervi, sarebbe opportuno porre in essere presidi che garantiscono l'affidabilità dell'intero processo (come quelli richiamati nel precedente esempio).

---

<sup>3</sup> Per maggiori dettagli, cfr. par. 4.

### **Esempio di un “comply” non conforme alla lettera delle disposizioni**

Un comply non conforme alla lettera delle disposizioni potrebbe ravvisarsi nella scelta del fondo pensione di dichiarare di aver adottato una politica di impegno, ripetendo il contenuto delle norme senza tuttavia dimostrare o analizzare il livello e le caratteristiche della modalità di attuazione.

## **EXPLAIN**

La scelta di non adempiere alle disposizioni, accompagnata dall’“explain”, deve essere comunicata dai fondi in modo chiaro e motivato. Un explain ben strutturato è preferibile a un comply non altrettanto articolato, nel caso in cui il fondo pensione non sia in grado, almeno temporaneamente, di garantire un contenuto informativo affidabile e verificabile.

Il decreto ha recepito la Direttiva 2017/828 quasi letteralmente, senza fornire ulteriori suggestioni a supporto dei fondi pensione. Il Regolamento, emanato dalla Covip, segue la medesima direttrice. Le istruzioni sui termini e sulle modalità secondo i quali i fondi pensione sono chiamati a pubblicare la politica di impegno (o le motivazioni della sua mancata predisposizione) e le informazioni sull’accordo di gestione (o le motivazioni della mancata inclusione nell’accordo) lasciano ampi margini di discrezionalità in merito alle ragioni della deroga.

La legittimazione delle scelte, in un contesto di tipo comply or explain, è già stato affrontato in altri ambiti istituzionali con riferimento ai principi dei Codici di corporate governance sottoscritti dagli emittenti, attraverso l’individuazione di criteri da seguire per motivare la deroga a una o più disposizioni ivi contenute. Pur rivolgendosi alle imprese, i suddetti criteri possono essere adottati dai fondi pensione, con i dovuti adattamenti,<sup>4</sup> per strutturare l’explain secondo quanto dettato dal d.lgs. 49/2019.

Sono intervenuti sulla questione il Financial Reporting Council<sup>5</sup>, che nel Regno Unito ha redatto i codici di stewardship per gli investitori istituzionali e di corporate governance per gli emittenti, la Commissione Ue<sup>6</sup>, il Corporate Governance

---

<sup>4</sup> Come suggerito anche dal Financial Reporting Council in diverse occasioni a proposito dello UK Stewardship Code, *‘a proper explanation for non-compliance with a Principle of the Code provides information as to why the signatory does not comply, details their alternative approach and explains how it continues to meet the spirit of the Code.’* Anche se si nota un alleggerimento al riguardo dei criteri adottati per l’explain rispetto ai codici di corporate governance, si può osservare un allineamento generico sull’importanza di fornire ulteriori informazioni per legittimare l’explain. Financial Reporting Council (2016), *Developments in Corporate Governance and Stewardship*, disponibile al link: <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca1d9909-7e32-4894-b2a7-b971b4406130/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardship-2016.pdf>, pagina 26.

<sup>5</sup> Cfr. Financial Reporting Council (2012), *What constitutes an explanation under “comply or explain”?* Report of discussion between companies and investors, disponibile al link: <https://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf>

<sup>6</sup> Cfr. Raccomandazione della Commissione del 9 aprile 2014 sulla qualità dell’informativa sul governo societario (principio «rispetta o spiega»), disponibile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014H0208&from=ES>

Committee belga<sup>7</sup>, che ha redatto il codice di corporate governance per gli emittenti belgi, nonché il Comitato di Corporate Governance italiano<sup>8</sup>, che redatto il codice per le società quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana. Poiché i principi enucleati sono pressoché i medesimi, di seguito si riportano quelli raccomandati dalla Commissione Ue.

### **SEZIONE III - Qualità delle spiegazioni in caso di deroga a un codice**

*7. L'articolo 20, paragrafo 1, della direttiva 2013/34/UE impone alle società quotate di fornire spiegazioni in caso di deroga alle raccomandazioni del codice cui sono soggette o che hanno deciso di applicare su base volontaria.*

*8. Ai fini del paragrafo 7, le società dovrebbero indicare chiaramente le specifiche raccomandazioni da cui si sono discostate e, per ciascuna deroga a una singola raccomandazione:*

- a) spiegare in che modo l'impresa ha disatteso una raccomandazione;*
- b) descrivere i motivi della deroga;*
- c) descrivere come la decisione di discostarsi dalla raccomandazione è stata presa all'interno della società;*
- d) se la deroga è limitata nel tempo, indicare quando la società prevede di tornare a rispettare la relativa raccomandazione;*
- e) se del caso, descrivere la misura adottata in alternativa alle disposizioni cui la società si è discostata e spiegare il modo in cui tale misura raggiunge l'obiettivo fondamentale della raccomandazione specifica o del codice nel suo insieme, oppure chiarire in che modo essa contribuisce al buon governo societario della società.*

*9. Le informazioni di cui al paragrafo 8 dovrebbero essere fornite in termini sufficientemente chiari, precisi ed esaurienti da consentire agli azionisti, agli investitori e ad altri portatori di interesse di valutare le conseguenze di una deroga a una data raccomandazione.*

*Le informazioni dovrebbero inoltre fare riferimento alle caratteristiche specifiche e alla situazione della società, come le dimensioni, la struttura aziendale o l'assetto proprietario o altri aspetti pertinenti.*

### **Quali indicazioni utili desumere dai principi sopra richiamati?**

La motivazione va innanzitutto contestualizzata, a partire dalle caratteristiche specifiche e dalla situazione del fondo. Sarebbe opportuno evitare ragioni che, per quanto strettamente legate al contesto di cui sopra, siano in stridente contrasto con le finalità della Direttiva. Alcune motivazioni potrebbero essere, pertanto, ritenute “più ragionevoli” di altre, in virtù della maggiore coerenza con lo spirito del quadro normativo e della maggiore credibilità dell’“explain”. Questi elementi appaiono necessari per evitare l’insorgenza di possibili rischi di natura reputazionale in cui il

---

<sup>7</sup>[https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/2020\\_belgian\\_code\\_on\\_corporate\\_governance.pdf](https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/2020_belgian_code_on_corporate_governance.pdf)

<sup>8</sup> Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>



fondo potrebbe trovarsi coinvolto. In più, un “explain” di qualità potrebbe aiutare i destinatari della comunicazione a comprendere meglio il *modus operandi* del fondo pensione e a creare di conseguenza un miglior rapporto con essi (per esempio, i gestori di attivi potranno esercitare il loro ruolo, avendo più chiare le scelte e il monitoraggio del fondo durante la delega).

Se il fondo decidesse di non adottare motivazioni più ragionevoli, nel senso sopra indicato, potrebbe essere opportuno fornire una spiegazione che dimostri almeno l’avvio graduale di un processo maggiormente coerente con lo spirito della direttiva nel breve, medio o lungo termine.

Altra suggestione che è possibile cogliere dall’analisi delle raccomandazioni della Commissione UE riguarda la persistenza delle condizioni che spingono per la deroga. Nel caso di condizioni che, temporaneamente, costringono il fondo pensione a posporre la predisposizione della politica di impegno, rispetto ai termini della normativa secondaria, l’indicazione della traversa temporale, entro la quale il piano previdenziale prevede di allinearsi al dettato della disciplina di riferimento, completa il quadro delle informazioni da rendere disponibili. Ove tuttavia il fondo non sia in grado, per questioni contingenti, di programmare e scadenare le attività, sarebbe preferibile omettere un’indicazione di natura temporale, per limitare i possibili rischi reputazionali.

Ripetere una disposizione nell’“explain” e riferirsi al fatto che il fondo sceglie di non adempiere perché non considera tale adempimento percorribile non costituisce un “explain” di qualità. Motivazioni meccaniche dovrebbero essere evitate.

#### **Esempi di “explain” non conformi**

a) Il fondo pensione dichiara la sua scelta di non adempiere ad una o più disposizioni riprendendo la loro formulazione del testo normativo, senza fornire spiegazioni chiare e motivate al riguardo.

b) Il fondo pensione dichiara di non considerare l’adempimento alle disposizioni adatto al suo *modus operandi*, senza fornire ulteriori informazioni. In tal caso, la spiegazione è chiara (‘la disposizione non corrisponde a quello che faccio come fondo pensione’) ma non è motivata, visto che non è possibile decifrare il modello operativo che giustifica tale scelta, non essendo disponibili informazioni al riguardo.

c) Il fondo pensione dichiara la sua scelta di non adempiere ad una o più disposizioni dati i costi di adempimento. Un “explain” di qualità dovrebbe fornire informazioni dettagliate sul bilanciamento dei diversi costi imputabili alle differenti o modalità di attuazione della politica di impegno e sul perché il fondo sceglie di dare priorità ad alcune attività, escludendone altre. Inoltre il fondo pensione, qualora avesse necessità di ridurre l’impatto dei costi, potrebbe adottare un approccio graduale alle previsioni del decreto, focalizzandosi in prima battuta solo su alcuni aspetti ed escludendone temporaneamente altri.

d) Il fondo pensione dichiara di non adempiere ad una o più disposizioni a causa del numero insufficiente di risorse umane da impiegare in tale attività. In questo caso valgono le considerazioni avanzate nell'esempio precedente: un approccio graduale e progressivo, dettato anche dall'urgenza degli adempimenti derivanti da IORP II, consentirebbe di allinearsi allo spirito della Direttiva e dare un segnale di sensibilità al mercato e agli aderenti.

e) Il fondo pensione dichiara la sua scelta di non adempiere ad una o più disposizioni visti i costi attuali di adeguamento ad altri riferimenti normativi (per esempio, obblighi derivanti da IORP II). Tal "explain" è chiaro ma non motivato visto che la motivazione non è associata alla normativa di riferimento ma ad un'altra (IORP II).

### PARTIAL COMPLY

Un basso tasso di "comply" accompagnato dal frequente uso dell'"explain" è un'opzione consentita: il decreto prevede agli art. 124-quinquies comma 3 e 124 sexies comma 3 che i fondi possono non adempiere a una o più delle disposizioni rispettivamente di cui ai commi 1 (adozione e comunicazione della politica di impegno), 2 (comunicazione delle modalità di attuazione di tale politica di impegno) e di cui al comma 2 (inclusione e comunicazione delle informazioni incluse nell'accordo di gestione). Per quanto sia legittimo dal punto di vista della disciplina di riferimento, il partial comply può essere visto come un elemento critico da parte degli stakeholder.

#### Esempio di 'partial comply'

Il fondo sceglie di adottare e comunicare la politica di impegno (comma 1) e di non adempiere all'obbligo della comunicazione delle modalità di attuazione di tale politica di impegno (comma 2). Ugualmente, il fondo sceglie di riferirsi solo ad alcuni elementi indicati nel comma 2 del art. 124-sexies (strategia d'investimento e accordi con gestori di attivi), dando evidenza del motivo per cui gli altri fattori richiamati nel decreto non siano stati inclusi. Per quanto tali scelte, se comunicate in maniera *chiara e motivata*, siano perfettamente legittime, potrebbero tuttavia destare perplessità in merito alla credibilità dell'iniziativa. Questa osservazione è principalmente rilevante nel caso dell'art. 124 quinquies. In effetti, l'adozione di una politica di impegno, se non accompagnata dalla rendicontazione delle sue modalità di attuazione, potrebbe essere percepita come una scelta discutibile, che lascia anche adito a dubbi riguardo le motivazioni delle azioni intraprese.

Per quel che riguarda l'articolo 124 sexies, l'integrazione nella convenzione di gestione delle informazioni, di cui al comma 2, è il frutto di un processo di interazione tra fondo e gestore, non delle sole scelte del fondo, come nel caso della rendicontazione delle modalità di attuazione della politica di impegno. Di conseguenza, si osservano maggiori criticità di un comply accompagnato dal frequente uso dell'"explain" nel primo piuttosto che nel caso delle convenzioni di gestione.

## 4. Considerazioni specifiche al riguardo dei riferimenti normativi

Di seguito<sup>9</sup> sono riportati gli articoli del decreto, accompagnati da una lettura delle disposizioni finalizzata a fornire indicazioni a supporto dei fondi pensione per gli adempimenti da porre in essere.

### **Art. 124-quinquies (Politica di impegno)**

*1. Salvo quanto previsto dal comma 3, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento. La politica 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.*

### Osservazioni

L'articolo non prevede un *modus operandi* per i fondi nell'adottare una politica di impegno e darne attuazione. Il fondo può scegliere liberamente come adempiere a questa disposizione (nel caso in cui non adotti l'explain). Può apparire obiettivamente difficile e complicato poter comunicare con chiarezza le modalità di attuazione della politica di impegno, ma nulla vieta che, soprattutto in una prima fase sperimentale in cui il fondo pensione sta approcciando questi aspetti in maniera non ancora sufficientemente strutturata e integrata, il fondo possa concentrarsi maggiormente sulle finalità piuttosto che sulle modalità operative di dettaglio indicando comunque a grande linee come intende perseguire l'obiettivo (tempi di massima e strumenti). L'uso di *case studies* può incrementare ulteriormente la qualità della comunicazione, per rendere le informazioni più chiare e utili ai destinatari.

---

<sup>9</sup> Alcuni suggerimenti e riflessioni presenti in questa sezione sono stati ispirati da diversi documenti rilevanti per la valutazione dei codici e temi di stewardship in altri ambiti istituzionali. Per esempio, si veda Financial Reporting Council (2020), 'The UK Stewardship Code: Review of Early Reporting' disponibile al link: <https://www.frc.org.uk/getattachment/975354b4-6056-43e7-aa1f-c76693e1c686/The-UK-Stewardship-Code-Review-of-Early-Reporting.pdf> e anche precedenti 'annual reviews' disponibili al link: <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/developments-in-corporate-governance-and-stewardsh>.

Va ricordato che il UK Stewardship Code è uno strumento di soft law che ha operato basandosi sul 'comply or explain' fino all'ultima revisione quando è stato adottato il principio 'apply and explain'. Le presenti considerazioni, già presenti nell'ambito del 'comply or explain', hanno validità a prescindere dal passaggio dalla prima alla seconda modalità di reporting. Le osservazioni inserite nella sezione 4 si riferiscono al contenuto dei diversi temi sui quali sarebbe opportuno riflettere per integrare eventualmente le dichiarazioni dei fondi pensione.

**“...monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi...”**: il fondo può includere altre questioni rilevanti per la sua politica. I riferimenti contenuti nel comma 1 costituiscono il set minimo di informazioni che, in caso di comply totale, dovrebbe essere fornito. Si può derogare ad alcuni elementi, già previsti nel comma 1, ricorrendo all’“explain”.

**“...l'impatto sociale e ambientale e il governo societario...”**: viste la complessità e l'eterogeneità dei fattori ESG nell'attuazione della politica di impegno, il fondo dovrebbe essere in grado di descrivere tali fattori in modo esaustivo, fornendo delle informazioni relative alla gerarchizzazione dei fattori ESG e spiegando i criteri in base quali viene attribuita la priorità ai fattori. Per un “comply” di alta qualità, il fondo dovrebbe dimostrare l'integrazione dei fattori ESG all'interno della sua organizzazione. Sarebbe anche opportuno, nel caso in cui il fondo non fosse in grado di dichiarare un “comply”, fornire informazioni rilevanti per un'eventuale valutazione o un processo in corso che dimostrino un possibile avvicinamento verso il “comply” nel futuro.

**“...dialogano con le società partecipate...”**: il fondo dovrebbe comunicare la propria strategia di dialogo con le società partecipate e descrivere alcuni case studies di attuazione del dialogo per fornire ulteriore chiarezza ai destinatari. Le modalità del dialogo sono inevitabilmente variabili tra i fondi pensione e l'interesse dovrebbe essere focalizzato non tanto sulla quantità (fornitura di un elenco descrittivo di diverse azioni prive di sostanza), quanto piuttosto sulla qualità (dimostrazione dell'importanza della strategia scelta e delle diverse azioni) delle informazioni fornite.

**“...esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni...”**: il fondo dovrebbe comunicare la propria policy sull'esercizio dei diritti di voto, la gerarchizzazione delle priorità in tale ambito e preferibilmente descrivere alcuni case studies pratici di tale esercizio (in via diretta o per il tramite del gestore di attivi) spiegando le scelte adottate.

**“...collaborano con altri azionisti...”**: la politica di impegno dovrebbe spiegare anche la policy di collaborazione con gli altri azionisti, definendo i criteri in base ai quali il fondo decida di ricorrervi.

**“...comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate...”**: sarebbe il fondo a decidere chi sono i pertinenti portatori di interesse, non le società partecipate. Ovviamente, nulla vieta che il fondo possa ricevere informazioni al riguardo attraverso le società partecipate per pianificare il proprio piano di comunicazione con i pertinenti portatori di interesse.

**“...gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno...”**: il fondo pensione dovrebbe comunicare la propria policy di gestione dei conflitti di interesse, descrivendo eventuali casi e gli interventi adottati per la gestione. Sarebbe opportuno fornire informazioni riguardo ogni ambito della politica di impegno in cui l'insorgenza dei conflitti è possibile. Nell'assenza di attuali conflitti di

interesse, il fondo pensione dovrebbe dare evidenza della gestione dei potenziali conflitti.

Oltre alle considerazioni di cui sopra, nel predisporre la politica di impegno è opportuno valutare quanto già menzionato al par. 3.1 con riferimento all'esempio di *"comply" conforme alla lettera e allo spirito*: nel caso di delega, il fondo pensione dovrebbe adottare e comunicare al gestore i principi della propria policy - se non già utilizzati in fase di selezione - in base ai quali quest'ultimo darà attuazione alla politica di impegno, nonché verificare che le attività condotte siano coerenti con i principi comunicati. Di conseguenza, per ciascuno degli elementi della politica di impegno, il fondo potrebbe formulare le sue aspettative in merito alle attività del gestore.

*2. Salvo quanto previsto dal comma 3, 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. Essi comunicano al pubblico come hanno espresso il voto nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti e possono escludere i voti ritenuti non significativi in relazione all'oggetto della votazione o alle dimensioni della partecipazione nelle società.*

#### Osservazioni

**"...le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo..."**: il fondo può includere liberamente altre questioni rilevanti per la sua politica di impegno e comunicarle in maniera dettagliata.

**"...una spiegazione dei voti più significativi..."**: il fondo potrebbe fornire una descrizione generica e non necessariamente basata sui voti espressi in ciascuna delle società di cui è azionista.

**"...come hanno espresso il voto nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti..."**: il fondo dovrebbe fornire una descrizione dei voti espressi in ciascuna delle società di cui è azionista.

**"...possono escludere i voti ritenuti non significativi in relazione all'oggetto della votazione o alle dimensioni della partecipazione nelle società..."**: il fondo ha la facoltà di valutare la rilevanza dei voti espressi. Sarebbe opportuno definire dei criteri in base ai quali esprimersi sulla significatività del voto e includerli nella dichiarazione su base annua.

*3. Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi forniscono una comunicazione al pubblico chiara e motivata delle ragioni dell'eventuale scelta di non adempiere ad una o più delle disposizioni di cui ai commi 1 e 2.*

## Osservazioni

**“...chiara e motivata...”**: a riferirsi alle Considerazioni summenzionate.

**“...scelta di non adempiere ad una o più delle disposizioni di cui ai commi 1 e 2...”**: il comma 1 richiede in ogni caso l'adozione di una politica di impegno, dunque la scelta di non adempiere a quest'obbligo non può essere accompagnata con una comunicazione di alcuni elementi menzionati nel comma 1. Per quel che concerne la descrizione della politica di impegno, il fondo può scegliere una 'compliance' parziale nel senso che può dichiarare il “comply” per alcuni elementi e l’“explain” per altri. In tal specifico caso, si rimanda alle considerazioni avanzate per il partial comply<sup>10</sup>.

*4. Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi rispettano le disposizioni relative ai conflitti di interessi previste dalle discipline di settore anche nell'attuazione della politica di impegno adottata dagli stessi e pubblicata ai sensi del comma 1.*

*5. Le informazioni di cui ai commi 1, 2 e 3, sono messe a disposizione del pubblico gratuitamente sul sito internet degli investitori istituzionali o dei gestori di attivi o attraverso altri mezzi facilmente accessibili on-line.*

*6. Nel caso in cui i gestori di attivi attuino la politica di impegno con riferimento all'esercizio del diritto di voto per conto di investitori istituzionali, questi ultimi indicano dove i gestori di attivi hanno reso pubbliche le informazioni riguardanti il voto.*

## Osservazioni

La delega al gestore sulla comunicazione potrebbe deresponsabilizzare il fondo pensione, in capo al quale rimane comunque la responsabilità del processo. Si suggerisce pertanto ai fondi di condividere con i gestori l'opportunità di prevedere una reportistica ad hoc, relativa alle attività che il gestore ha eseguito per conto del medesimo fondo. Il flusso di informazioni potrebbe essere concordato tra le parti in causa e disciplinato all'interno delle convenzioni di gestione, in coerenza con le specifiche normative settoriali. Nel rispetto del principio della trasparenza, tale reportistica potrebbe poi essere resa disponibile sul sito web del fondo pensione a favore del pubblico.

### **Art. 124-sexies (Strategia d'investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi)**

*1. Gli investitori istituzionali comunicano al pubblico in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività, in particolare delle passività a lungo termine, e in che modo contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi<sup>11</sup>.*

---

<sup>10</sup> Cfr. par. 3.1

<sup>11</sup> Le disposizioni contenute in questo comma sono state alleggerite dal Regolamento della Covip. Cfr. par. 2

## Osservazioni

**“...comunicano al pubblico...”**: la presente disposizione non prevede “explain”. Di conseguenza, questa comunicazione è obbligatoria in qualsiasi caso e non prevede la facoltà di non adempiere spiegando tale scelta.

**“...della loro strategia di investimento azionario...”**: la strategia può essere attiva o passiva ma comunque la comunicazione deve essere svolta allo scopo di adempiere a questa disposizione senza limitarsi a descrivere la strategia stessa.

Il comma 1, letto insieme al comma 1 del Art. 124-quinquies, forma complessivamente un approccio di lungo termine basato, inter alia, sulla politica di impegno (anche se per una tale politica è previsto l’uso del ‘comply or explain’). Il fondo è incoraggiato ad avviare un processo per adempiere all’insieme di queste disposizioni.

*2. Salvo quanto previsto dal comma 3, gli investitori istituzionali che investono per il tramite di gestori di attivi, come definiti all'articolo 2, lettera f), della direttiva 2007/36/CE, comunicano al pubblico le seguenti informazioni relative all'accordo di gestione, su base individuale o collettiva, con il predetto gestore di attivi: a) le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività degli investitori istituzionali, in particolare delle passività a lungo termine; b) le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate e a impegnarsi con tali società al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine; c) le modalità con cui il metodo e l'orizzonte temporale di valutazione dei risultati del gestore di attivi e la sua remunerazione per l'attività di gestione, sono in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale, in particolare delle passività a lungo termine, e tengono conto dei risultati assoluti a lungo termine; d) le modalità con cui l'investitore istituzionale controlla i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore di attivi, nonché le modalità con cui definisce e controlla un valore prefissato di rotazione del portafoglio e il relativo intervallo di variazione; e) l'eventuale durata dell'accordo con il gestore di attivi.*

## Osservazioni

**“...le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi...”**: letto insieme al comma 1, sarebbe opportuno che il fondo fosse pienamente consapevole delle sue responsabilità (e anche della sua capacità di influenzare l’accordo di gestione) e che l’accordo di gestione rispecchi questa consapevolezza. L’accordo con il gestore di attivi non può funzionare come pretesto per non definire la propria strategia di investimento e, se si decide di applicare il “comply” in alcuni elementi del comma 2, di non dimostrare come l’accordo incentivi il gestore di attivi.

Contrariamente al comma 1, questo comma è soggetto al ‘comply or explain’. Particolare attenzione deve essere fatta al riguardo di una comunicazione che

permetta ai suoi destinatari di decifrare gli elementi principali dell'accordo con il gestore, indipendentemente dal tasso di 'compliance' agli elementi elencati alle lettere a)...e) visto che l' "explain" *chiaro e motivato* rimane perfettamente legittimo.

*3. Qualora l'accordo con il gestore di attivi di cui al comma 2 non includa uno o più degli elementi indicati nel medesimo comma, l'investitore istituzionale illustra in modo chiaro e articolato le ragioni di tale scelta.*

#### Osservazioni

**"...l'accordo con il gestore di attivi di cui al comma 2 non includa uno o più degli elementi indicati nel medesimo comma...":** il fondo può scegliere una comunicazione parziale nel senso che può riferirsi solo ad alcuni elementi e usare l'"explain" per altri elementi non presenti nell'accordo con il gestore. In tal specifico caso, si rimanda alle considerazioni avanzate per il partial comply<sup>12</sup>. L'integrazione nella convenzione di gestione delle informazioni, di cui al comma 2, è il frutto di un processo di interazione tra fondo e gestore, non delle esclusive scelte del fondo.

**"...chiaro e motivato...":** a riferirsi alle Considerazioni summenzionate.

*4. Le informazioni di cui al presente articolo sono messe a disposizione del pubblico gratuitamente sul sito internet dell'investitore istituzionale o attraverso altri mezzi facilmente accessibili on-line e, salvo modifiche sostanziali, sono aggiornate su base annua.*

Va ricordato che la comunicazione su base annua richiede un aggiornamento sostanziale che emerge dopo un processo di decisione che rispecchia le proprie strategie e priorità. Il fondo pensione non dovrebbe limitarsi a riprodurre le stesse informazioni senza riflettere sulle evidenze emerse nell'anno in corso e senza integrare eventuali cambiamenti che hanno avuto luogo. Tuttavia, sarebbe anche opportuno esprimersi sull'effetto che tali cambiamenti hanno avuto sulla nuova comunicazione annuale (per esempio nel caso di un preesistente "explain" che necessita di ulteriori motivazioni, visto i cambiamenti o la transizione graduale o completa verso il "comply").

---

<sup>12</sup> Cfr. par. 3.1