

Circolare

n. 345 / 2020

SHRD II: *Disclosure* e *long-term strategy* degli investitori istituzionali e dei gestori attivi

La presente per richiamare alcuni aspetti inerenti all'implementazione nel nostro ordinamento della Direttiva (UE) 2017/828, c.d. "SHRD II" (*Shareholder Rights Directive II*), in materia di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti di società quotate in un mercato regolamentato UE, le cui nuove disposizioni diverranno applicabili il 3 settembre 2020.

Come noto, la crisi finanziaria ha messo in evidenza come, in molti casi, gli azionisti abbiano sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine che possono condurre a un governo societario e a risultati non ottimali. Proprio con l'obiettivo di promuovere un coinvolgimento di lungo periodo più efficace e sostenibile da parte degli azionisti, la SHRD II ha introdotto nuovi obblighi di *disclosure* in capo agli investitori istituzionali ⁽¹⁾ e ai gestori di attivi ⁽²⁾ per quanto riguarda le loro strategie di investimento, la loro politica di impegno e la relativa attuazione.

1. La nuova disciplina del TUF ⁽³⁾

⁽¹⁾ Per "investitori istituzionali", si intendono: (i) un'impresa di assicurazione o di riassicurazione, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita; (ii) i fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, c. 1, e 12 del D.lgs 252/2005, ovvero tra quelli dell'art. 20 aventi soggettività giuridica.

⁽²⁾ Per "gestori di attivi" si intendono: le SGR, le SICAV e le SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di gestione di portafogli.

⁽³⁾ Si segnala che la disciplina *de qua* contiene anche disposizioni in materia di trasparenza dei "consulenti in materia di voto" (in base alla definizione del TUF, soggetti che analizzano professionalmente le informazioni diffuse dalle società quotate e riguardanti le stesse per informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto). In particolare, l'art. 124-*octies* TUF richiede ai *proxy advisor* soggetti alla normativa italiana (*i.e.* soggetti: (a) aventi la sede legale in Italia o (b) aventi una sede, anche secondaria, in Italia, qualora non abbiano la sede legale o la sede principale in un altro Stato membro dell'UE) di pubblicare su base annua una relazione contenente informazioni su metodologie e fonti utilizzate nell'elaborazione di ricerche, consigli e raccomandazioni di voto e sulle procedure volte a garantire la qualità delle ricerche e le qualifiche del personale.



La nuova disciplina SHRD II, così come trasposta nella nuova Sezione I-ter, Capo II, Titolo III del TUF (come modificato dal d.lgs. n. 49/2019) introduce disposizioni in materia di:

- (i) Politica di impegno (art. 124-quinquies TUF): secondo il principio del *comply or explain*, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottano e pubblicano sul loro sito web ⁽⁴⁾, una politica di impegno (c.d. *engagement policy*) che descriva come essi integrano l'impegno in qualità di azionisti nella propria strategia di investimento. Oltre a rispettare le disposizioni relative ai conflitti di interesse previste dalla disciplina di settore, la *policy* descrive le modalità con cui tali società:
- a) 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;
 - b) dialogano con le società partecipate,
 - c) esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni ⁽⁵⁾;
 - d) collaborano con altri azionisti;
 - e) comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno.

In tale ambito è prevista altresì un'informativa al pubblico, da rendersi su base annuale, in merito alle modalità di attuazione dell'*engagement policy* la quale dovrà, in particolare, fornire una descrizione generale del comportamento di voto ed una spiegazione dei voti più significativi. Conseguentemente, gli operatori saranno chiamati a formalizzare determinati criteri di "significatività" delle votazioni alla luce dell'oggetto della votazione o dell'entità della partecipazione detenuta ⁽⁶⁾.

Si precisa inoltre che 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. ⁽⁷⁾

⁽⁴⁾ In particolare, nell'esercizio del potere regolamentare riservato alla Consob con limitato riguardo ai flussi informativi dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, le modifiche al Regolamento Emittenti poste in consultazione il 31 ottobre 2019 (cfr. art. 143-*sexies*) prevedono: (a) la pubblicazione delle informazioni, in via principale, sul sito internet del gestore e la facoltà di avvalersi di ulteriori mezzi online o piattaforme dedicate che parimenti assicurino l'agevole individuazione e l'accessibilità gratuita; (b) l'obbligo di pubblicare l'*engagement policy*, e le sue eventuali modifiche, entro 15 giorni dalla relativa adozione; (c) l'obbligo di pubblicare le informazioni sull'attuazione della *policy* entro il 28 febbraio dell'anno successivo quello di riferimento e (d) il mantenimento dell'accesso pubblico alla politica di impegno e alle informazioni sull'attuazione della *policy* per almeno il triennio successivo al termine di validità.

⁽⁵⁾ Al riguardo, si ricorda che i gestori sono già tenuti ad adottare una strategia per l'esercizio di voto in conformità con quanto previsto dall'art. 37 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

⁽⁶⁾ In argomento, si rileva che nella relazione potranno essere esclusi i voti non significativi per: (a) l'oggetto della votazione e (b) la dimensione della partecipazione. Vedi anche Considerando (18) della SHRD II: "[...] Tali voti non significativi possono includere i voti espressi su questioni meramente procedurali o quelli espressi in società in cui l'investitore possiede una quota molto minoritaria rispetto alla partecipazione dell'investitore in altre società partecipate".

⁽⁷⁾ Cfr. art. 124-*quinquies*, comma 6 TUF. Al riguardo, si evidenzia che la Relazione illustrativa del D.lgs. n. 49/2019 (pag. 10) specifica che tale disposizione "non trova applicazione nei casi in cui il gestore di attivi eserciti il diritto di voto quale mero rappresentante di un investitore istituzionale, avente il diritto di voto in assemblea, e sulla base di istruzioni vincolanti da quest'ultimo impartite al

(ii) Strategia d'investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi (art. 124-sexies TUF): gli investitori istituzionali pubblicano sul proprio sito internet, con cadenza annuale (salvo modifiche sostanziali in corso d'anno), in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionaria siano coerenti con il profilo e la durata delle proprie passività, in particolare quelle a lungo termine, e come contribuiscano al rendimento di medio-lungo termine dei propri attivi ⁽⁸⁾. In caso di ricorso a gestori, tramite mandati che prevedono la gestione degli attivi su base individuale o collettiva, essi comunicano al pubblico, secondo il **principio del *comply or explain***, taluni elementi chiave dell'accordo di gestione, specificando, *inter alia*, in che modo si:

- a) incentiva il gestore ad allineare la sua strategia e le sue decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività dell'investitore istituzionale, soprattutto le passività a lungo termine;
- b) valutano i risultati del gestore, compresa la sua remunerazione;
- c) monitorano i costi sostenuti per la rotazione del portafoglio;
- d) incentiva il gestore a impegnarsi nell'interesse superiore a medio e lungo termine dell'investitore istituzionale.

(iii) Trasparenza dei gestori di attivi (art. 124-septies TUF): i gestori di attivi comunicano annualmente (nella relazione annuale del fondo o nel rendiconto periodico di gestione) ⁽⁹⁾, agli investitori istituzionali in che modo la loro strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettano tali accordi e contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine degli attivi degli investitori istituzionali o dei fondi. In particolare, tale comunicazione dovrebbe comprendere:

- a) la relazione sui principali rischi materiali a medio e lungo termine associati agli investimenti del portafoglio, incluse le questioni di governo societario e altri rischi a medio e lungo termine ⁽¹⁰⁾;
- b) informazioni in merito alla composizione, alla rotazione e ai costi di rotazione del portafoglio ⁽¹¹⁾, al ricorso ai consulenti in materia di voto

gestore. Tale ipotesi si verifica per i fondi pensione, che conservano il diritto di voto circa i valori mobiliari in gestione e che, sulla base delle Istruzioni Covip (deliberazioni del 7 gennaio 1998), possono esercitare tale diritto direttamente, ovvero tramite propri rappresentanti e possono conferire la rappresentanza del fondo anche al gestore, con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea e contenente istruzioni vincolanti".

⁽⁸⁾ Le imprese di assicurazione e riassicurazione operanti nel ramo vita inseriscono tali informazioni nella relazione relativa alla solvibilità e alla condizione finanziaria.

⁽⁹⁾ Si segnala che le norme in consultazione (cfr. art. 143-septies del Regolamento Emittenti) prevedono, come modalità alternativa, una comunicazione ai partecipanti del fondo distinta dalla relazione annuale, ma contestuale alla pubblicazione della stessa. Per quanto riguarda i termini e le modalità di invio/messa a disposizione della documentazione, si dovrà far riferimento: (a) nel caso di gestione individuale, a quanto previsto dall'accordo di gestione; (b) nel caso di gestione collettiva, alla normativa vigente con riferimento alla tempistica, e al regolamento di gestione del fondo per quanto concerne le modalità di messa a disposizione della prescritta documentazione. Si ricorda inoltre che gestori di attivi non provvedono alla comunicazione di cui all'art. 124-sexies TUF, qualora le informazioni richieste siano già a disposizione del pubblico.

⁽¹⁰⁾ Sul punto si segnala che il Considerando (20) SHRD II specifica altresì che "[...] Tali informazioni sono fondamentali per consentire all'investitore istituzionale di valutare se il gestore di attivi esegue un'analisi a medio e lungo termine del capitale e del portafoglio, il che rappresenta un elemento chiave di un efficiente impegno degli azionisti. Poiché tali rischi a medio e lungo termine avranno ripercussioni sui rendimenti degli investitori, un'integrazione più efficace di tali questioni nei processi di investimento potrebbe essere fondamentale per gli investitori istituzionali".

- ai fini delle attività di impegno nonché, ove applicabile, alla politica in materia di concessione in prestito di titoli;
- c) informazioni in merito all'eventuale adozione, e alle relative modalità, di decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine delle società partecipate, compresi i risultati non finanziari;
 - d) informazioni in merito all'eventuale insorgenza di conflitti di interessi in connessione con le attività di impegno e le misure adottate dai gestori di attivi per gestirli.

2. I principi Assogestioni di *stewardship* – una parziale anticipazione della SHRD II

I principi dell'*engagement* nelle società partecipate sono già noti ai gestori italiani, che già da diversi anni si sono adeguati, su base volontaria, ai “*Principi italiani di *stewardship* per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*” di Assogestioni ⁽¹²⁾.

Ancorché i principi di *stewardship* anticipino alcuni dei contenuti di maggiore rilevanza della SHRD II ⁽¹³⁾, i gestori che siano già allineati alle *best practices* di Assogestioni saranno in ogni caso tenuti a rivedere le proprie *policy* interne al fine di garantire il pieno allineamento alla disciplina della SHRD II. Dovranno, *inter alia*, affinare le disposizioni relative alla conformità delle strategie di investimento con il profilo e la struttura temporale delle passività degli investitori istituzionali, al regime pubblicitario, nonché all’integrazione del sistema dei flussi informativi, al fine di tener conto del maggior grado di trasparenza richiesto nei rapporti tra gestori ed investitori istituzionali.

3. Sanzioni

(11) Sul punto, vedi anche Considerando (21) SHRD II “*Il livello di rotazione del portafoglio è un indicatore significativo per valutare se i processi del gestore di attivi siano pienamente allineati alla strategia identificata e agli interessi dell’investitore istituzionale, e determina se il gestore di attivi detiene azioni per un periodo di tempo tale da consentirne l’impegno con la società in modo efficace. L’alta rotazione del portafoglio può essere un indicatore di una mancanza di convinzione nelle decisioni di investimento e di un comportamento congiunturale, nessuno dei quali è probabilmente nel migliore interesse degli investitori istituzionali a lungo termine, in particolare dal momento che un aumento delle rotazioni aumenta i costi sostenuti dall’investitore e può influenzare i rischi sistemici. D’altro canto, una rotazione inaspettatamente bassa può essere sintomatica di una mancanza di attenzione nei confronti della gestione dei rischi o di un passaggio a un approccio di investimento più passivo [...]*”.

(12) Si ricorda che i principi declinati da Assogestioni si ispirano all’*EFAMA Stewardship Code - Principles for asset managers’ monitoring of, voting in, engagement with investee companies*, adottato per la prima volta nel 2011 e revisionato proprio nel periodo 2017-2018, per allinearli alle previsioni della SHRD II.

(13) La stessa Assogestioni, in una comunicazione del febbraio 2020 (Cfr. <https://www.assogestioni.it/printpdf/9887>), ha specificato come tali principi “*condividano lo spirito nonché l’obiettivo di stimolare l’engagement attivo e trasparente degli azionisti delle società quotate in una prospettiva di lungo periodo*” che sono altresì alla base della SHRD II, e “*abbiano anticipato alcuni dei contenuti di maggiore rilevanza del testo normativo*”. Al riguardo, si noti come tali principi andranno ora a coincidere sostanzialmente con il contenuto delle nuove politiche d’impegno, così come “codificate” dalla disciplina SHRD II. Più precisamente, infatti, i Principi italiani di *stewardship* prevedono, tra l’altro, l’adozione di un’*engagement policy* e definiscono in dettaglio il contenuto di quest’ultima (Principio 1 e relative raccomandazioni) nonché alcuni degli obblighi di trasparenza dei gestori di attivi nei confronti dei propri clienti/investitori (Principio 6 e relative raccomandazioni).

Per completezza, si ricorda altresì che il D.lgs. n. 49/2019 ha introdotto una nuova disposizione, l'art. 193-*bis*.1 TUF, specificamente dedicata alle "Sanzioni amministrative in tema di trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto" che prevede sanzioni pecuniarie (da 2.500 a 150.000 euro) nei confronti degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi in caso di violazione degli obblighi informativi, nonché nei confronti dei consulenti in materia di voto in caso di violazione degli obblighi previsti a loro carico ⁽¹⁴⁾.

Le sanzioni sono applicate, secondo le rispettive competenze e procedure sanzionatorie, dalla Consob per le violazioni da parte dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, dall'IVASS per le violazioni da parte delle imprese di assicurazione e riassicurazione e dalla COVIP per le violazioni da parte dei fondi pensione.

Per approfondimenti è possibile fare riferimento agli allegati per la consultazione della disciplina di rango primario (TUF) e di rango secondario (Consob) oggetto della presente newsletter.

⁽¹⁴⁾ Alle violazioni delle norme che riguardano gestori di attivi, investitori istituzionali e consulenti in materia di voto sono applicabili, in alternativa alla sanzione amministrativa pecuniaria e nelle fattispecie ivi previste, gli artt. 194-*quater* (ordine di porre termine alle violazioni) e 194-*septies* (dichiarazione pubblica) del TUF, nei quali sono stati introdotti specifici richiami agli artt. da 124-*quinquies* a 124-*octies* del TUF.