

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

Anno di riferimento: 2025

Premessa

L'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 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. 4](#));
- b) le principali fonti di informazione utilizzate ([pag. 7](#));
- c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto ([pag. 6](#));
- d) le modalità con cui tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società ([pag. 4](#));
- e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato ([pag. 5](#));
- 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. 9](#));
- g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse ([pag. 8](#));
- h) l'eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero le motivazioni della mancata adesione ([pag. 11](#)).

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.

Secondo l'art. 143-octies del Regolamento Consob, la Relazione Annuale dei proxy advisors deve essere pubblicata "entro il 28 febbraio dell'anno successivo a quello di riferimento".

La presente Relazione, relativa all'anno 2025, è stata pubblicata sul sito frontisgovernance.com, sezione Documenti, il 9 febbraio 2026.

Organizzazione di Frontis Governance e partnership internazionali

Frontis Governance è stata fondata nel 2011 da Sergio Carbonara come ditta individuale, e dal 1° gennaio 2024 si è trasformata nella società a responsabilità limitata Frontis Governance Srl. I soci di Frontis Governance Srl sono il fondatore Sergio Carbonara con l'80% del capitale e il Dott. Gian Carlo Sascaro con il 20%, entrambi amministratori della società.

L'attività principale di Frontis Governance è il supporto a investitori istituzionali nell'analizzare la corporate governance, esercitare i diritti di voto e dialogare con le società partecipate, sia quotate che non quotate. Nell'ambito di tali attività, Frontis Governance supporta anche nell'analisi di ulteriori fattori di sostenibilità ambientale e sociale segnalati come materiali per i propri clienti, ma non fornisce alcun servizio di rating ESG.

I servizi di Frontis Governance sono principalmente rivolti a investitori istituzionali italiani, cui sono fornite analisi e supporto operativo sia sul mercato domestico che nei mercati internazionali. Sin dalla sua fondazione, Frontis Governance ha fornito i servizi "transfrontalieri" attraverso partnerships con soggetti indipendenti, di provata esperienza in materia di analisi di corporate governance e sostenibilità socio-ambientale, ciascuno focalizzato nei propri mercati di riferimento. Dal 2011 al 2020, Frontis Governance è stata partner di **Expert Corporate Governance Service Ltd** ("ECGS"), un network internazionale di proxy advisors indipendenti fondato nel 2001 su iniziativa della società francese Proxinvest e della fondazione 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. Dal 1° gennaio 2021, ECGS ha cessato di esistere ed è stata sostituita nei rapporti contrattuali con partners e clienti da **Proxinvest Sàrl**. In seguito all'acquisizione di Proxinvest da parte del proxy advisor statunitense Glass Lewis, i componenti europei dell'ex-network ECGS hanno rinnovato la propria collaborazione attraverso una rete di partnerships coordinata dalla Fondazione Ethos per il tramite di **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 responsabile delle analisi in Svizzera, Francia, Portogallo, Spagna e nei mercati extra-europei. La cessazione della collaborazione con Proxinvest non ha avuto alcun effetto sullo spirito di collaborazione che lega i partners europei, così come sui rapporti con i clienti, al di là del rebranding dei servizi offerti.

Tutti i partners europei 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 Ethos riguarda principalmente il coordinamento dei servizi transfrontalieri di proxy advisory e supporto all'engagement degli investitori istituzionali, per consentire ai clienti locali di ciascun partner di usufruire di servizi altamente professionali ed indipendenti nei principali mercati internazionali.

Allo scopo di limitare al massimo potenziali conflitti di interesse nella predisposizione delle analisi, tutti i partners e gli analisti indipendenti hanno il **divieto contrattuale di offrire servizi di consulenza a società quotate** che rientrano nel proprio universo di analisi. Inoltre, **nessuna società quotata detiene quote di capitale** dei partners europei di Frontis Governance.

Ulteriori partners internazionali di Frontis Governance sono attualmente:

- **Corporance Asesores de Voto SL**: società spagnola controllata dal fondatore e Direttore Generale Juan Melchor Prieto Sanchez, focalizza le proprie attività 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 delle analisi in Germania ed Austria.
- **SRM Governance**: ditta individuale olandese, fondata dal Senior Corporate Governance Analyst Stefan Meliefste, è responsabile delle analisi nei mercati nord-europei (Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia).

Le analisi di società residenti in Belgio, Lussemburgo, Gran Bretagna e Irlanda sono svolte con il supporto di analisti senior indipendenti legati ad Ethos da accordi consulenziali che hanno le stesse caratteristiche degli accordi di partnership stipulati con gli altri membri del network, con particolare riferimento alla qualità delle analisi, l'indipendenza ed il divieto di fornire servizi di consulenza a società quotate.

Dal 2025, Frontis Governance è socio del **Forum della Finanza Sostenibile**, un'associazione non profit nata nel 2001 con l'obiettivo di incoraggiare l'inclusione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari. La base associativa è multi-stakeholder: ne fanno parte operatori finanziari e altre organizzazioni interessate all'impatto ambientale e sociale degli investimenti. Inoltre, dal 2026, Frontis Governance ha istituito un rapporto di *light partnership* con **Mefop SpA**, società che svolge attività di supporto, consulenza, erogazione servizi e formazione ad enti e altri soggetti coinvolti nel sistema previdenziale pubblico e privato italiano.

A partire da gennaio 2024, Frontis Governance supporta l'associazione di fondi pensione negoziali **Assofondipensione** nella realizzazione di un progetto di voto coordinato dei fondi associati che aderiscono all'iniziativa. Il progetto prevede il supporto completo da parte di Frontis Governance in tutto il processo di voto, dalla definizione delle Politiche e le Linee Guida di Voto, condivise tra tutti i fondi aderenti all'iniziativa, all'analisi delle risoluzioni e l'invio della delega assembleare. Le analisi sono svolte esclusivamente sulla base delle Linee Guida di Assofondipensione, definite di comune accordo dai fondi partecipanti al progetto.

Metodologie e modelli applicati: l'approccio di Frontis Governance

A partire dal 2023, le analisi assembleari svolte da Frontis Governance **si basano esclusivamente sulle politiche di voto adottate da ciascun cliente**. Frontis Governance offre quindi un servizio di supporto agli investitori istituzionali clienti nel definire le proprie politiche per l'esercizio del diritto di voto, tenendo conto delle loro caratteristiche e le tematiche ESG segnalate come maggiormente rilevanti da ciascun cliente. Di conseguenza, Frontis Governance **non adotta più delle proprie politiche di voto**, ma pubblica esclusivamente delle linee guida di corporate governance, definite sulla base delle migliori pratiche di mercato e l'esperienza accumulata nelle analisi di governance svolte nel corso degli anni, che hanno lo scopo di agli investitori istituzionali clienti un possibile punto di riferimento nella definizione delle proprie politiche interne.

I principi di Frontis Governance sono definiti **esclusivamente per il mercato italiano** e pubblicati nella sezione Documenti del sito frontisgovernance.com, in cui è inoltre disponibile l'archivio di tutti i documenti pubblicati almeno nei 5 anni precedenti. I Principi di Frontis Governance sono stati aggiornati da ultimo nel 2024.

Nell'analizzare società residenti all'estero, Frontis Governance prende in considerazione, oltre alle politiche di voto dei clienti, le normative e pratiche comunemente riscontrate in ciascun mercato di riferimento, nonché le migliori pratiche internazionali e le migliori pratiche locali segnalate dai partners internazionali.

Le linee guida del network di Ethos sono definite in collaborazione tra i partners internazionali, **sulla base delle caratteristiche di ciascun mercato di riferimento** e in coordinamento con i principi di corporate governance generali di Ethos. Le guidelines comuni per i mercati internazionali sono definite partendo dalle linee guida locali, in seguito ad una serie di confronti annuali tra i partners e con il coinvolgimento dei clienti del network.

Sul sito Ethos, sezione "Proxy Report Service", sono disponibili tutti i documenti di compliance alla Shareholder Rights Directive II, incluse informazioni sul processo di analisi, i principi di governance e le guidelines di voto.

Processo di definizione delle Guidelines

Il processo di definizione ed aggiornamento dei Principi di Frontis Governance e delle politiche di voto di Ethos si svolge per un periodo di circa 4 mesi, generalmente da settembre a dicembre di ciascun anno, e **coinvolge tutti gli analisti senior impiegati dai partners europei, sulla base anche delle indicazioni ricevute dai rispettivi clienti**.

Nel periodo settembre-ottobre, ciascun partner 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 comuni. Nella definizione delle modifiche per il mercato italiano, Frontis Governance tiene anche conto delle segnalazioni ricevute dai propri clienti investitori istituzionali, nell'ambito del processo di revisione delle loro politiche di voto.

Successivamente, sono organizzati ulteriori incontri/teleconferenze tra i partners per discutere i feedback ottenuti dai clienti ed approvare le guidelines definitive per la successiva stagione

assembleare. Contemporaneamente, ciascun partner definisce in totale autonomia le guidelines per i mercati locali, che devono in ogni caso rispecchiare i principi europei condivisi.

Le analisi assembleari

Come già sottolineato in precedenza, le analisi di Frontis Governance sono svolte esclusivamente sulla base delle politiche di voto adottate da ciascun cliente, ovvero da ciascun investitore istituzionale italiano o dal network di Ethos per i clienti esteri. Di conseguenza, a partire dal 2024, Frontis Governance non adotta più delle proprie politiche di voto. Ciononostante, Frontis Governance pubblica i propri principi di governance, con lo scopo di mettere a disposizione dei propri clienti un possibile esempio, o punto di riferimento, nella definizione delle proprie politiche di voto o per definire l'indirizzo di voto in eventuali casistiche non coperte dalle proprie guidelines.

Tutte le analisi di Frontis Governance si basano su documenti pubblici predisposti dalle società emittenti o da loro azionisti, altri documenti rilevanti eventualmente pubblicati da organismi di vigilanza e controllo, notizie di stampa provenienti da fonti affidabili e verificabili, e con il supporto di database proprietari o, nel caso in cui non si dispongano di dati sufficienti per determinati mercati o settori, di analisi predisposte dai partners internazionali. Gli analisti di Frontis Governance verificano in ogni caso tutti i dati forniti e integrano, se necessario, le analisi dei partners valutandone l'aderenza alle politiche di voto di ciascun cliente.

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 azionisti e stakeholders più rilevanti ed una esplicazione chiara dell'allineamento tra indirizzo di voto suggerito e politiche di voto adottate dall'investitore.

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 fiduciari nei confronti dei propri clienti. Per tale motivo, i report dei proxy advisors non sono concepiti per una distribuzione al pubblico indistinto, ma per l'uso esclusivo di investitori professionali, che sono in possesso delle più adeguate competenze per poter valutare le analisi ed applicarle alle proprie strategie ed ai propri principi di investimento responsabile.

Qualità delle analisi

Le competenze degli analisti

Il fondatore e azionista di maggioranza di Frontis Governance Srl, Sergio Carbonara, è laureato in Economia e Commercio con specializzazione in Finanza Aziendale, ed ha oltre **20 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.

Dal 2022 al 2025, Sergio Carbonara è stato docente a contratto presso la Università Sapienza di Roma, nell'ambito dell'insegnamento “Corporate Governance – casi e applicazioni” del Corso di Studi in Management delle Imprese. Inoltre, ha collaborato con cattedre universitarie e corsi di alta formazione, sia apportando il proprio contributo formativo che 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 Prof. 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 Prof. 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.

Dal 2021 al 2024, Sergio Carbonara è stato Consigliere non esecutivo della start-up innovativa dell'università la Sapienza di Roma, E.R.M.E.S. srl (“ERMES”), società benefit che offre servizi di consulenza su sostenibilità ed engagement, imprenditorialità sociale, corporate governance e ristrutturazioni di impresa, strategie di crescita e processi di risk management.

Tutti gli analisti senior che collaborano con Frontis Governance hanno un'esperienza almeno decennale nel *proxy business*. Gli analisti junior, così come eventuali stagisti o lavoratori temporanei, 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, del *proxy voting*, o della finanza sostenibile. 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 italiana e inglese.

Processo di analisi

Tutte le analisi di Frontis Governance sono realizzate in Italia e tutti i report sono **soggetti ad una verifica da parte di analisti senior**. Tutti i report destinati ai partners internazionali, relativi a società italiane o estere, sono inoltre sottoposti a **molteplici livelli di controllo**:

1. tutti i report destinati a clienti internazionali sono prodotti su strumenti informatici di proprietà di Ethos le cui credenziali di accesso sono attribuite solo agli analisti senior di ciascun partner; di conseguenza, 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 dei partners e dei loro clienti;

2. tutti i report sono soggetti ad un ulteriore controllo di qualità effettuato da analisti senior di Ethos, 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 Ethos, il report è a disposizione di tutti i partners europei, 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 sia valutata come pertinente dai partners, un nuovo report viene prodotto ed una notifica è contestualmente inviata ai clienti che hanno sottoscritto il servizio.

Nel corso del **2025**, Frontis Governance ha **analizzato 197 assemblee**, di cui **28 tenute da società italiane** (anche residenti all'estero), esclusivamente mediante l'utilizzo di analisti interni.

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 e le politiche aziendali, 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.

Ove utilizzati, i sistemi di intelligenza artificiale generativa (GenAI) sono impiegati esclusivamente come strumenti di supporto subordinato (ad es. assistenza linguistica e sintesi), sotto costante supervisione umana, e in conformità alla "AI Policy" di Frontis Governance, consultabile nella sezione Documenti del sito www.frontisgovernance.com. La piena responsabilità intellettuale, etica e giuridica dei contenuti finali resta in capo a Frontis Governance. Ogni contenuto assistito da GenAI è sottoposto a verifica umana indipendente rispetto a fonti autorevoli prima del suo utilizzo ai fini dell'analisi. Gli input forniti ai sistemi di GenAI sono basati esclusivamente su informazioni di pubblico dominio. Frontis Governance vieta categoricamente il caricamento nei sistemi di GenAI di dati personali, informazioni riservate o price-sensitive, informazioni specifiche dei clienti o modelli proprietari. Tutte le raccomandazioni di voto e i relativi giudizi sostanziali rimangono il risultato di analisi e competenza professionale umana indipendente.

Prevenzione dei conflitti di interesse

Frontis Governance e tutti i suoi partners europei 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 partners di Ethos hanno il **divieto contrattuale di fornire servizi di consulenza alle società quotate che rientrano nel proprio universo di analisi**. Inoltre, **nessun partner europeo 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 derivanti dalla propria attività o dalla struttura proprietaria, 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 nel relativo report di analisi distribuito da Frontis Governance a ciascun cliente**, nella prima pagina 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 Documenti del sito, ed è aggiornata con cadenza almeno annuale. Nel 2025, Frontis Governance non ha svolto nessuna attività che potesse essere considerata in potenziale conflitto di interesse a causa della natura o delle attività di clienti o partner commerciali.

L'aver strutturato le attività di *proxy advisory* in forma di partnership tra soggetti totalmente indipendenti, così come i molteplici livelli di controllo a cui sono sottoposte le analisi, con l'intervento diretto e vincolante di analisti senior di Ethos e degli altri partners, consentono una gestione ottimale dei potenziali conflitti di interesse. Un'eventuale situazione di conflitto riguarderebbe, infatti, esclusivamente il partner responsabile dell'analisi, ma non gli altri partners, che possono imporre modifiche ai *proxy reports* nel caso in cui individuino 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 una politica relativa al dialogo con emittenti e organi di informazione. Tale politica è pubblicata sul sito, nella sezione Documenti, ed è stata aggiornata da ultimo nel dicembre 2020.

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

1. Frontis Governance sollecita e 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 sentano 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 siano 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 acquisita, 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.

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 [Documenti](#) del sito di Frontis Governance.

Nel corso del 2025, Frontis Governance ha dialogato con **2 società quotate italiane**, nell'ambito delle proprie attività di *proxy advisory*.

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 ricoprendere 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 II 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. 4 a pag. 7 del documento), Prevenzione e Gestione

dei Conflitti di Interesse (pagg. 7 e 8) e Politica di Comunicazione (pagg. 9 e 10). 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 suoi partners europei 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.
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. Si è preferito quindi continuare ad aderire in via sostanziale, senza una partecipazione diretta al BPPG in qualità di firmataria.

Per le medesime motivazioni legate al tema dei conflitti di interesse ed alla sovrapposizione normativa, nessuno dei partners internazionali di Frontis Governance ha sottoscritto i Best Practice Principles, seppure li rispettino integralmente.