

---

# **ASSOPREVIDENZA**

---

ASSOCIAZIONE ITALIANA PER LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Prot. 15 SC/pg

Roma, 31 gennaio 2008

Allegati: 1

Onorevole  
**Ministero dell'Economia**  
Direzione IV – Ufficio 2°  
Via XX Settembre, 97  
00100 R O M A RM

Oggetto: osservazioni tecniche.

Con riferimento al processo di consultazione propedeutico all'emanazione del decreto in tema di "disciplina dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione", si trasmettono in allegato le osservazioni di Assoprevidenza, centro tecnico nazionale di previdenza e assistenza complementari.

Si segnala che l'Associazione contempla tra i propri aderenti, tra gli altri, vari enti esponenziali di settori interessati all'investimento dei fondi pensione.

Le presenti osservazioni, in particolare, sono state concordate con Ania e debbono essere ritenute osservazioni comuni ad entrambe le associazioni.

Restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore necessità, si porgono i più deferenti ossequi.

IL PRESIDENTE  
(F.to Sergio Corbello)

**Osservazioni in merito al documento di consultazione  
relativo alla “Disciplina dei limiti agli investimenti e dei  
conflitti d’interesse per i fondi pensione”**

**Parte prima: la disciplina degli investimenti**

**1. Impostazione generale**

**D1:** In cosa si sostanzia il principio della “persona prudente”?

Con riferimento ai fondi pensione, il principio della persona prudente si sostanzia in linea generale con l'adozione di modelli gestionali coerenti con gli scopi istituzionali del fondo stesso, riconducibili alla tutela degli interessi degli iscritti.

Sotto il profilo operativo, tale principio si traduce (tenendo conto che il quadro normativo italiano attribuisce una decisiva responsabilità all'aderente quanto alle scelte in tema di investimenti) nell'obbligo, per i soggetti sottoscrittori/parti istitutive e per gli organi di un fondo pensione, di massimizzare l'efficienza della gestione del fondo pensione stesso in termini di controllo del rischio (diversificazione, trasparenza nei confronti degli iscritti), adeguatezza dei risultati (massimizzazione dei rendimenti dato un determinato livello di rischio), monitoraggio dell'operatività, (controllo dei costi, gestione dei conflitti d'interesse).

**D2.** I limiti quantitativi sono uno strumento regolatorio efficace per il contenimento del rischio dell'investimento?

I limiti quantitativi non rappresentano lo strumento ottimale per contenere i rischi dei fondi pensione; il fondo pensione che dimostri di essersi strutturato in modo adeguato, dovrebbe poter operare senza limiti quantitativi imposti *ex lege*.

Come evidenziato nel Documento di consultazione, in diversi Paesi si sta affermando un approccio di regolamentazione degli investimenti dei fondi pensione maggiormente basato sull'identificazione, la misurazione ed il controllo del rischio piuttosto che sull'imposizione di limiti quantitativi agli investimenti.

Si ritiene tale approccio condivisibile, nella convinzione che metodologie e modelli adeguati per l'identificazione, la misurazione ed il controllo dei rischi effettivamente assunti siano una scelta tecnicamente più idonea rispetto a quella di fissare a priori limiti e/o restrizioni, peraltro maggiormente soggetti ad obsolescenza per l'evoluzione dei mercati, come dimostrato dal d.m. n. 703/1996.

**D3.** Gli obiettivi di efficienza gestionale e di protezione degli interessi degli aderenti sarebbero meglio perseguiti adottando un approccio che, rispetto a quello attuale, consenta una maggiore flessibilità gestionale da un lato, e responsabilizzi maggiormente le forme pensionistiche dall'altro lato, attribuendo loro un ruolo più attivo nel controllo del rischio?

SI

## **2. Criteri di gestione**

**D4.** Il vincolo a tenere conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese nella gestione delle disponibilità delle forme pensionistiche dovrebbe essere mantenuto?

NO, poiché in contrasto con le disposizioni della Direttiva n. 41/2003 che impedisce di vincolare il risparmio pensionistico a particolari classi di attività: il legislatore ha infatti correttamente ritenuto di non confermare detto vincolo nel d. lgs. n. 252/2005.

**D5.** Quali tra i seguenti principi di carattere generale dovrebbero essere previsti dalla nuova disciplina?

- a) le forme pensionistiche investono conformemente al principio della "persona prudente";
- b) le attività sono investite nel miglior interesse degli aderenti e dei beneficiari;
- c) le attività sono investite in modo da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;
- d) le attività sono adeguatamente diversificate per evitare che ci sia un'eccessiva dipendenza da una determinata categoria di attività, emittenti

o gruppi di imprese e che nel portafoglio complessivamente considerato vi siano concentrazioni del rischio;

- e) le forme pensionistiche perseguono la gestione efficiente del patrimonio;
- f) le forme pensionistiche contengono i costi di transazione, gestione e funzionamento;
- g) il patrimonio è investito in coerenza con la politica di investimento adottata dalla forma pensionistica;
- h) le forme pensionistiche si dotano di una struttura amministrativa professionale e tecnica adeguata per la gestione e il monitoraggio dell'investimento e del rischio.

Tutti i suddetti principi sono pienamente condivisibili. Si rileva peraltro che il principio della persona prudente assorbe i principi esposti nel seguito: si suggerisce quindi di esplicitare tale concetto aggiungendo, alla lett. a) dopo le parole "persona prudente", le parole "e dunque"

Si sottolinea, inoltre, la particolare rilevanza del principio sub h), che merita alcune espresse considerazioni. Come già prassi in uso nel mondo bancario e dell'asset management (le SGR, le SIM, ecc., inoltrano all'Autorità di Vigilanza apposite "Relazioni sull'attività" e "Relazioni sulla struttura organizzativa") è il fondo pensione che deve individuare il proprio modello gestionale ed appropriati modelli di risk control, strutturandosi poi in modo coerente ai modelli individuati.

Per quanto riguarda la strutturazione dei fondi pensione, va inoltre prefigurato e promosso, attraverso le previsioni della normativa, il ricorso all'*outsourcing* dei servizi di *risk management* e *risk control*.

**D6.** Dovrebbero essere previsti altri principi oltre a quelli indicati alla domanda precedente?

NO

**D7.** Dovrebbe essere previsto un obbligo generalizzato di indicare un parametro oggettivo e confrontabile (benchmark) per la verifica dei risultati della gestione?

NO, in ragione delle considerazioni esposte sub D1. Si sottolinea altresì che esistono gestioni flessibili che, per loro natura, non possono far riferimento a parametri predefiniti.

**D8.** Dovrebbe essere richiesta l'adozione di un modello e di parametri di monitoraggio del rischio?

Si ritiene condivisibile tale richiesta, ma la scelta va demandata al fondo pensione.

**D9.** In quale modo la Covip dovrebbe essere coinvolta nel processo di adozione del modello di monitoraggio del rischio? In particolare, è condivisibile un modello di vigilanza secondo il quale da un lato la Covip

individua un insieme di strumenti di monitoraggio del rischio ammissibili (safe harbour) e dall'altro lato le forme pensionistiche mantengono la possibilità di chiedere la validazione di ulteriori strumenti?

Il fondo dovrebbe poter scegliere autonomamente - coerentemente con l'attività di investimento e il proprio modello gestionale - e comunicare tale scelta all'Autorità di Vigilanza. L'Autorità di Vigilanza dovrebbe essere coinvolta solo nelle verifiche sull'utilizzo dei modelli attuati.

### **3. Investimenti e operazioni consentiti**

**D10.** In quali categorie di attività dovrebbe essere consentito l'investimento da parte delle forme pensionistiche?

Non dovrebbero essere previste preclusioni per particolari categorie di attività, fermo restando l'obbligo per il fondo pensione di dimostrare di essere adeguatamente strutturato per porre in essere un efficace modello di controllo dei rischi.

L'apertura verso l'utilizzo di altre categorie di investimento deve essere accompagnata da un tempestivo intervento dell'Autorità di vigilanza che dia indicazioni sui criteri da utilizzare per la valorizzazione periodica degli investimenti, in particolare per quanto riguarda gli strumenti finanziari non quotati.

**D11.** Quali vincoli dovrebbero essere previsti per l'investimento in OICR non armonizzati (divieto per alcune tipologie; limiti quantitativi; investimento subordinato alle capacità gestionali della forma pensionistica; criterio del velo; altri tipi di vincoli)?

In generale solo il vincolo dell'investimento subordinato alle capacità gestionali del fondo pensione. In ogni caso va rispettata la strategia di impiego in termini di limiti agli investimenti e alla rischiosità comunicata agli iscritti, (criterio del velo, se compatibile con gli OICR utilizzati). Gli OICR non armonizzati devono essere istituiti da emittenti vigilati da Autorità di paesi che hanno accordi con le Autorità italiane.

**D12.** La deroga che consente l'investimento diretto in immobili ai fondi pensione preesistenti dovrebbe essere mantenuta?

SI. In generale vanno mantenute tutte le disposizioni in tema di investimenti previste per i fondi preesistenti dal d. m. n. 62/2007.

**D13.** Il divieto di effettuare vendite allo scoperto dovrebbe essere mantenuto?

SI, laddove non diventi un impedimento all'investimento in fondi speculativi

### **4. Limiti quantitativi**

**D14.** Il limite quantitativo all'investimento in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo dovrebbe essere mantenuto?

No, fatti salvi, ovviamente i limiti previsti dall'art. 6 del d. lgs. n. 252/2005.

**D15.** Quali percentuali del patrimonio della forma pensionistica dovrebbero essere indicate?

Qualora si optasse per l'opportunità di mantenere i limiti quantitativi all'investimento in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo, detti limiti dovrebbero essere quelli previsti nella Direttiva n. 41/2003

**D16.** Le percentuali dovrebbero essere più stringenti nel caso di strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati?

NO

**D17.** I titoli di Stato dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo? Per quali Stati emittenti dovrebbe valere l'esenzione (OCSE; UE; Stati con rating elevato)?

SI, limitatamente ai titoli emessi da Paesi appartenenti all'OCSE

**D18.** Gli OICR dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

SI, fatta salva la coerenza con la strategia di investimento dichiarata

**D19.** Gli strumenti finanziari emessi da organismi internazionali dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

SI

**D20.** È opportuno mantenere limiti quantitativi per l'investimento in strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati?

NO

**D21.** Le percentuali dovrebbero essere differenziate a seconda della tipologia di emittente o dello Stato in cui questo o il mercato regolamentato hanno sede?

Vedasi risposta D20

**D22.** Quali percentuali del patrimonio dovrebbero essere indicate come limite?

Vedasi risposta D20

**D23.** È opportuno mantenere limiti quantitativi per l'investimento in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati?

NO

**D24.** Quale percentuale del patrimonio dovrebbe essere indicata come limite?

Vedasi risposta D23

**D25.** Le percentuali dovrebbero essere differenziate a seconda della tipologia di emittente o dello Stato in cui ha sede?

Vedasi risposta D23

**D26.** Gli OICR dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

SI

**D27.** Gli strumenti del mercato monetario dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

SI

**D28.** È opportuno prevedere limiti quantitativi per l'investimento in fondi chiusi mobiliari e immobiliari e in fondi speculativi?

NO

**D29.** Quali limiti quantitativi dovrebbero essere indicati per il complesso dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari e dei fondi speculativi, per ciascuna tipologia di fondo, per il singolo fondo, per i singoli fondi di fondi?

Vedasi risposta D28

**D30.** Oltre ai limiti quantitativi dovrebbero essere previsti altri vincoli (investimento diretto in fondi chiusi subordinato all'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e controllo; disposizioni di tipo procedurale sulla selezione e il monitoraggio degli investimenti; altri vincoli)?

Il criterio che sembra maggiormente rispondente alle esigenze enunciate sub D1, è la verifica dell'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e controllo del fondo.

**D31.** Le deroghe previste dal DM 62/07 per l'investimento in fondi chiusi immobiliari da parte dei fondi pensione preesistenti dovrebbero essere fatte salve?

SI. In generale dovrebbero essere mantenute tutte le disposizioni in tema di investimenti previste per i fondi preesistenti dal d. m. n. 62/2007.

**D32.** È opportuno prevedere limiti quantitativi all'esposizione valutaria del patrimonio delle forme pensionistiche?

NO, in ragione delle medesime considerazioni esposte sub D1 e D2

**D33.** Quale limite quantitativo dovrebbe essere indicato per l'investimento in attività denominate in valuta diversa da quella in cui saranno erogate le prestazioni pensionistiche?

Vedasi risposta D32

**D34.** È opportuno mantenere un limite quantitativo per la detenzione di liquidità da parte delle forme pensionistiche?

NO, in ragione delle medesime considerazioni esposte sub D1 e D2

## **5. Limiti all'uso di strumenti finanziari derivati**

**D35.** È opportuno prevedere che l'investimento in strumenti derivati sia consentito solo per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione?

SI, laddove il termine "efficiente gestione" consente l'utilizzo dei derivati anche senza finalità di copertura.

**D36.** Dovrebbero essere previsti altri vincoli per l'uso di strumenti finanziari derivati?

NO, il solo vincolo che va previsto è il rispetto del criterio dell'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e di controllo.

**D37.** È opportuno vietare operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto che configurano per il fondo un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato?

SI, laddove compatibile con gli investimenti in fondi speculativi

## **6. Gestione garantita**

**D38.** È opportuno mantenere l'attuale impostazione, che demanda alle Autorità di settore la definizione di criteri, modalità e limiti per il rilascio della garanzia di rendimento minimo o di restituzione del capitale?

SI

## **7. Utilizzo di OICR aperti nella gestione**

**D39.** Quali vincoli dovrebbero essere previsti per l'investimento in OICR (criterio del velo; investimento subordinato al rispetto dei criteri generali di gestione e alla capacità del fondo di verificare il loro rispetto; limite quantitativo; altri vincoli)?

In generale, la verifica di un'adeguata capacità organizzativa e gestionale del fondo per porre in essere un'efficace controllo del rischio. Con riferimento all'investimento in OICR, l'adozione del "criterio del velo".

## **8. Esenzioni**

**D40.** Quali forme pensionistiche dovrebbero essere esentate dall'applicazione della nuova disciplina sui limiti agli investimenti?

Fondi preesistenti, così come indicate a pag. 23 del Documento di consultazione e coerentemente con le previsioni del d. m. n. 62/2007, e forme pensionistiche individuali a gestione assicurativa

## **9. Periodo transitorio**

**D41.** È opportuno prevedere un periodo transitorio nel quale i soggetti interessati possano realizzare gli adeguamenti richiesti dalle nuove disposizioni in vista della loro entrata in vigore?

La previsione del periodo transitorio appare necessaria

**D42.** Quanto dovrebbe durare il periodo transitorio?

18/24 mesi potrebbe essere un periodo transitorio congruo. In ogni caso il periodo transitorio dovrebbe essere calibrato in coerenza con le innovazioni che il decreto introdurrà per i fondi pensione, consentendo comunque una certa flessibilità pur nell'osservanza, da parte del fondo pensione, di una piena trasparenza del percorso di adeguamento.

## **Parte seconda: la disciplina dei conflitti d'interesse**

**D43.** Quali adattamenti dovrebbero essere apportati alla disciplina dei conflitti d'interesse prevista dalla direttiva MiFID e dai provvedimenti italiani che la attuano?

La disciplina dei conflitti di interesse prevista dalla Direttiva MIFID deve essere adattata al fine di tener conto che il fondo pensione è un "investitore istituzionale" e non di "intermediario", categoria alla quale è essenzialmente rivolta la Direttiva stessa. In qualità di investitore istituzionale, il fondo pensione opera principalmente tramite la formalizzazione di convenzioni di gestione e/o di collocamento per la fornitura di altri servizi con intermediari già soggetti alla Direttiva MIFID che, quindi, sono tenuti rispettarne le previsioni anche nei confronti dei fondi pensione.

Conseguentemente, appare necessario tener conto delle differenze fra le diverse tipologie di forme pensionistiche, valorizzando il principio di proporzionalità, con particolare riferimento alle fattispecie dei PIP e delle forme preesistenti gestiti tramite polizza assicurativa, essendo le Compagnie di assicurazione già soggette alla disciplina MIFID.

In generale, un'efficace disciplina dei conflitti di interesse dovrebbe prevedere l'obbligo per la forma pensionistica di definire procedure trasparenti che consentano di individuare i conflitti di interesse e di evidenziarne la rilevanza per la forma stessa, anche tramite la fissazione di adeguate "soglie di rilevanza" (v. D47).

**D44.** Quale ambito di applicazione dovrebbe avere il modello di gestione dei conflitti d'interesse mutuato dalla direttiva MiFID?

Si richiamano le considerazioni già esposte nella risposta D43

**D45.** A prescindere dall'introduzione di un modello generale di gestione dei conflitti d'interesse, mutuato dalla direttiva MiFID, la nuova disciplina sui fondi pensione dovrebbe prevedere disposizioni specifiche per alcune fattispecie di conflitto?

Si richiamano le considerazioni già esposte nella risposta D43

**D46.** Quali fattispecie di conflitto dovrebbero essere specificamente disciplinate?

Si richiamano le considerazioni già esposte nella risposta D43. Si sottolinea peraltro come appaia particolarmente sensibile il conflitto di interesse determinato da investimenti effettuati in strumenti finanziari emessi dalle fonti istitutive e società collegate.

**D47.** In che modo dovrebbero essere disciplinate le fattispecie di conflitto specificamente identificate (comunicazione delle operazioni con o senza una soglia di rilevanza, differenziata a meno a seconda del soggetto interessato?

Si condivide l'opportunità di introdurre soglie qualitative e quantitative di rilevanza tenuto anche conto della reiterazione nel corso del tempo.

**D48.** A quali organi di ciascuna tipologia di forma pensionistica il gestore dovrebbe inviare le comunicazioni relative alle situazioni di conflitto d'interesse?

Si ritiene che le comunicazioni debbano essere inviate al Consiglio di Amministrazione e al responsabile della forma pensionistica.

**D49.** La decisione circa la comunicazione agli aderenti dovrebbe essere lasciata agli organi dei fondi pensione, ferma restando la possibilità per la Covip di disporre l'obbligo di comunicare specifiche informazioni?

Si condivide l'ipotesi di demandare agli organi delle forme pensionistiche la decisione circa, la comunicazione agli aderenti, fatti salvi i poteri dell'Autorità di vigilanza di emanare disposizioni in merito.

**D50.** È opportuno mutuare la disciplina dell'articolo 2391 del codice civile per disciplinare i conflitti d'interesse degli esponenti apicali, dei componenti degli organi decisionali e di controllo dei fondi pensione?

SI, con gli adattamenti del caso.

**D51.** Quali adattamenti dovrebbero essere apportati alla disciplina dell'articolo 2391 del codice civile?

Si ritengono opportuni adattamenti di tipo terminologico.

**D52.** Quali ipotesi di incompatibilità occorrerebbe prevedere?

Nessuna. Applicando la disciplina dell'art. 2391 C.C. ai fondi pensione le incompatibilità dovrebbero divenire meno problematiche, poiché ogni conflitto di interesse sarà meglio gestito ed evidenziato dai fondi stessi.

## **Commenti aggiuntivi**

Nel seguito si propongono alcune considerazioni che, ancorché in taluni casi non rientrino strettamente nell'ambito dell'emanando decreto ministeriale relativo alla nuova disciplina degli investimenti della previdenza complementare, intendono fornire un contributo alla riflessione generale circa la normativa di settore nel suo complesso.

### **I BENEFICI DELL'AGGREGAZIONE**

Innanzitutto, va richiamato il problema della dimensione, in termini di assets under management, dei fondi pensione italiani, notevolmente inferiore in media a quella di molti fondi pensione europei, i quali possono contare su un maggior grado di diversificazione degli asset e, non a caso, su livelli di rendimento più elevati. Con la direttiva IORP (EPAP), la possibilità per i fondi pensione di svolgere attività transfrontaliera può comportare effetti imprevisi sui fondi pensione italiani, ancora in fase di consolidamento. Una possibile soluzione, in questo senso, potrebbe scaturire dalla promozione di forme di aggregazione tra fondi pensione, pratica che consentirebbe di realizzare economie di scala e benefici in termini di diversificazione.

### **LEGIFERARE SUI RISULTATI E NON SUI METODI**

Si ribadisce l'opportunità che il nuovo indirizzo in tema di investimenti della previdenza complementare privilegi l'ottenimento dei risultati da parte dei fondi pensione senza limitarsi ad imporre singole metodologie

### **CENNO REGOLAMENTARE SUGLI INVESTIMENTI ETICI**

Si rileva l'opportunità di inserire indicazioni in merito agli investimenti etici da parte dei fondi pensione, a fine di realizzare un'adeguata omogeneità nella definizione dei criteri etici.

### **RAFFORZAMENTO DELLA AUTORITA' DI VIGILANZA**

Come già sottolineato a pag. 5 del documento, un approccio più evoluto della gestione dei rischi di investimento impone un adeguato e contestuale rafforzamento dell'Autorità di Vigilanza che deve essere posta in condizione di svolgere efficacemente il proprio compito.

### **MODALITA' DI ESPLETAMENTO DELLA GARA PER LA SCELTA DEI GESTORI**

Le modalità di espletamento della gara per la scelta dei gestori così come individuate dall'art. 6, comma 6 del d. lgs. n. 252/2005, ed in particolare l'obbligo di pubblicazione su almeno due quotidiani, costituiscono un notevole ed ingiustificato appesantimento dell'operatività delle forme pensionistiche. Sarebbe più opportuno prevedere l'obbligo per le forme stesse di definire autonomamente le procedure di scelta dei gestori e degli *outsourcer*. Dette procedure dovranno ovviamente essere pubblicamente accessibili e trasparenti, oltre che in linea con la *best practice* degli altri fondi pensione europei (utilizzo di consulenti di reputazione internazionale; utilizzo di strumenti qualificati e riconosciuti per la raccolta di dati dei gestori; ecc.).

## **ELIMINAZIONE DI BARRIERE FISCALI**

In coerenza con l'auspicato ampliamento delle categorie di attività nelle quali è consentito l'investimento da parte delle forme pensionistiche, vanno eliminate anche le barriere fiscali esistenti che, ad oggi, rendono meno convenienti investimenti in alcuni strumenti finanziari rispetto ad altri. Appare pertanto necessaria una rivisitazione dell'art. 17 del d. lgs. n. 252/2005 al fine di assoggettare all'imposta sostitutiva dell'11% il complessivo risultato della gestione annuale, comprensivo di tutte le sue componenti ed eliminando le residue fattispecie di redditi di capitale che scontano ritenute a titolo di imposta con aliquota maggiori dell'11%. Un ulteriore intervento dovrebbe interessare altresì gli investimenti societari ed i relativi dividendi (avendo specifico riguardo anche agli investimenti in società immobiliari), per i quali andrebbero apprestate misure che consentano ai fondi pensione di subire una tassazione che risulti, in via effettiva, commisurata all'11%, anche considerando la tassazione a monte (Ires) subita dalla società partecipata.

Roma, 31 gennaio 2008