



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 31 gennaio 2008

Spett.le
Ministero dell'Economia e
delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione IV
Ufficio II
Via XX Settembre, 97
00187 Roma

Alla cortese attenzione del Dott. Giovanni Sabatini

Prot. N. 100/08
Anticipata mezzo posta elettronica

Risposta alla consultazione relativa al documento concernente la disciplina dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione.

Premessa e considerazioni generali. Il documento proposto in consultazione concernente la revisione della disciplina dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interessi per i fondi pensione riscontra, sul piano generale, il sostanziale apprezzamento di questa Associazione.

In particolare, si coglie con favore la proposta di adottare un approccio in linea con l'evoluzione in corso a livello comunitario orientata a regolamentare la materia degli investimenti delle forme pensionistiche mediante l'adozione di modelli basati sul rischio, piuttosto che attraverso la mera imposizione di limiti quantitativi.

E si coglie con favore che il nuovo approccio richieda il passaggio da un modello incentrato su una concezione tradizionale di *benchmark* all'adozione di metodologie più specifiche di misurazione e di controllo del rischio.

A ogni buon conto, prima di analizzare e fornire risposte specifiche ai diversi quesiti proposti, appare opportuno svolgere talune considerazioni di carattere generale.

Innanzitutto, affinché l'impianto proposto possa considerarsi effettivamente adatto al raggiungimento dello scopo ed essere adottato dai soggetti destinatari, è necessario che: (a) l'implementazione delle nuove modalità di misura e di controllo del rischio avvenga in maniera graduale e preveda idonei tempi per l'adeguamento da parte degli operatori; (b) l'autorità di vigilanza sia in condizione di monitorare



l'adeguatezza della strumentazione messa in campo dai diversi operatori; (c) si pervenga a uno stretto legame fra le innovazioni in materia di trattamento del rischio e le previsioni relative alla struttura organizzativa e ai modelli di *governance* delle diverse forme pensionistiche complementari. La non separabilità fra metodi di misura del rischio e relativi modelli di controllo richiede, in particolare, di adeguare l'organizzazione e la *governance* delle forme pensionistiche complementari agli *standard* imposti dall'adozione del nuovo approccio di trattamento e controllo del rischio.

Ne consegue che la definizione dell'insieme di metodi di misurazione sia allineata alla *best practice* internazionale e che l'autorità di vigilanza si doti di un modello di controllo sufficientemente articolato da essere applicabile ai diversi criteri di misura del rischio ammissibili e disponga, nel contempo, delle competenze tecniche e organizzative idonee a utilizzare al meglio tale modello per l'effettuazione dei suoi nuovi compiti di vigilanza.

Da quanto sopra osservato è possibile ipotizzare un sistema in cui sia la forma pensionistica, sotto la propria responsabilità e in funzione delle caratteristiche della propria struttura organizzativa, a scegliere il metodo di misura del rischio da sottoporre a verifica da parte dell'autorità di vigilanza. Al riguardo occorre, poi, sottolineare come, sebbene il riferimento al metodo del *VaR* apra prospettive interessanti, si rileva la necessità di adottare sistemi ancora più aperti, affidando anche all'autorità di vigilanza la definizione di un insieme di criteri ammissibili. La suddetta verifica da parte dell'autorità di vigilanza dovrà effettuarsi *ex post* e sulla base di una valutazione della congruità fra la misura del rischio selezionata e il modello di controllo adottato dalla forma pensionistica stessa.

Tutto ciò non significa negare il controllo *ex ante* ma comporta, piuttosto, un mutamento della metodologia per l'esercizio del controllo di vigilanza: spetterà, infatti, all'autorità, in fase di rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività della forma pensionistica, valutare l'idoneità della struttura organizzativa e le professionalità dei membri degli organi di amministrazione e di sorveglianza, affinché siano adeguati alle mansioni che il nuovo impianto demanda loro.

Questa nuova impostazione richiede, inoltre, che i membri degli organi di governo della forma pensionistica siano adeguatamente responsabilizzati nella definizione e nella implementazione e verifica delle strutture di controllo del rischio, non solo nell'ipotesi di gestione diretta della forma pensionistica, ma anche in caso di esternalizzazione della funzione di gestione.

Data l'attuale composizione e *governance* dei fondi pensione contrattuali, una maggiore responsabilizzazione degli organi di governo di questa forma pensionistica, come prima ipotizzato, non può prescindere da una innovazione da apportare nella composizione dell'organo di amministrazione della stessa. Parrebbe, a tal proposito, ipotizzabile la trasposizione del modello monistico di cui al codice civile, ovvero la specializzazione di una parte del Consiglio di amministrazione, fermo restando il criterio di pariteticità della rappresentanza della forma istitutiva



per la parte restante.

Nel sistema che viene a delinearsi dall'impostazione appena proposta, appare opportuno che, ferma restando la libertà di ciascuna forma pensionistica di scegliere il metodo da adottare per il controllo del rischio, l'autorità di vigilanza provveda, previo confronto con gli operatori del mercato e valutazione della *best practice* internazionale, alla definizione di un insieme di criteri di misura del rischio ammissibili.

Va da sé che la scelta da parte della forma pensionistica di un metodo di controllo del rischio fra quelli ammissibili non necessiterà di validazione da parte dell'autorità di vigilanza stessa.

Parte Prima

Disciplina dei limiti agli investimenti

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

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

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?

Il principio della persona prudente deve intendersi, a nostro avviso, come rispetto dei principi di diversificazione e comporta l'assunzione di rischi diversificati congrui con la finalità prettamente previdenziale dell'investimento.

L'Associazione ritiene che una regolamentazione basata esclusivamente sul rispetto di limiti quantitativi sia di scarsa efficacia.

E' maggiormente opportuna, invece, in linea con lo spirito del documento in consultazione, l'adozione di strumenti regolatori che consentano soluzioni caratterizzate da una maggiore flessibilità operativa, purché accompagnata da adeguati presidi di diversificazione minima e di controllo dei rischi assunti dalle forme pensionistiche.

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: tale vincolo appare obsoleto e potenzialmente in contrasto con il generale principio di investire le attività del fondo pensione nel miglior interesse degli aderenti e dei beneficiari.

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.

Si suggerisce di mantenere i principi di cui alle lettere *a)*, *b)*, *c)*, *d)* ed *h)*.

Con riferimento alla lettera *c)* si chiede, poi, di riformulare il principio nel modo seguente: *un ragionevole grado di sicurezza e la liquidabilità del portafoglio complessivamente considerato in funzione della realizzazione di un adeguato livello di redditività.*

Ciò al fine di precisare che sicurezza, qualità e redditività del portafoglio costituiscono non già una "garanzia" (nel senso di obbligazione di risultato), ma piuttosto una obbligazione di mezzi.

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

Non si ritiene opportuno identificare principi ulteriori.

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

Sì, si ritiene che debba sussistere un obbligo, in capo alle forme pensionistiche, di indicare una misura di rischio per uno specifico intervallo temporale. La predetta misura potrà anche coincidere con il parametro di riferimento (*benchmark*) nei casi in cui questo costituisca un parametro significativo per lo stile gestionale adottato. Spetterà, in ogni caso, alla forma pensionistica individuare la misura per la verifica dei risultati più appropriata allo stile gestionale adottato.

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

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?

Come già anticipato nelle considerazioni generali, questa Associazione ritiene che l'adozione di un adeguato modello di *risk management* rappresenti una condizione necessaria affinché le forme pensionistiche possano godere della maggiore flessibilità operativa delineata dalla nuova disciplina dei limiti agli investimenti.

A tale proposito si ritiene opportuno che l'autorità di vigilanza identifichi un insieme di modelli "ammissibili" (*safe harbour*) con riferimento ai quali l'Assogestioni si riserva di trasmettere, in tempi opportuni, una propria proposta.

Si ritiene, altresì, opportuno prevedere che alle forme pensionistiche sia, comunque, consentito richiedere la validazione di ulteriori e diversi modelli di gestione dei rischi, sulla base di una valutazione di congruità fra la misura del rischio selezionata e il modello di controllo adottato dalla forma stessa.

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

Alle forme fondi pensione dovrebbe essere consentito investire il proprio patrimonio in:

- strumenti finanziari quotati e non quotati;
- parti di OICR (armonizzati e non armonizzati aperti, fondi chiusi, fondi speculativi);
- depositi bancari.

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)?

L'investimento in OICR non armonizzati dovrebbe essere subordinato alla compatibilità della politica di investimento dell'OICR acquistato con quella della forma pensionistica, nonché alle capacità gestionali della forma, verificabili dagli organi di controllo della forma pensionistica stessa.

Non si ritiene opportuno introdurre specifici limiti quantitativi all'investimento in OICR aperti (per quanto riguarda i fondi chiusi e i fondi speculativi si rinvia alle risposte alle domande *sub* D28 e D29).

Per ciò che concerne l'imposizione del c.d. criterio del velo è opportuno osservare come questo appare, da un lato, scarsamente efficace (gli OICR sono, per loro natura, già diversificati) e, dall'altro lato, nella maggior parte dei casi, inefficiente (i notevoli costi amministrativi/di *compliance* legati al *look through* sono di gran lunga superiori agli scarsi benefici in termini di miglior controllo del rischio).



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

Si ritiene che tutte le forme pensionistiche debbano essere assoggettate alla medesime regole in materia di investimenti (*level playing field*).

Pertanto, nessuna deroga dovrebbe essere mantenuta indefinitamente, ma soltanto per un periodo di transizione che, pur rispettando vincoli di gradualità, sia in grado di stabilire tempi chiaramente definiti e non negoziabili.

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

Si ritiene che a nessuna forma pensionistica dovrebbe essere consentito effettuare vendite allo scoperto di strumenti finanziari.

Per quanto riguarda l'operatività in derivati che consentono di ottenere posizioni equivalenti, si rinvia alla risposta *sub* D37.

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?

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

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

Con riferimento all'investimento in strumenti emessi da uno stesso emittente, o da soggetti appartenenti al medesimo gruppo, si propone, anche al fine di assicurare omogeneità con la disciplina dettata per gli OICR armonizzati, di adottare i limiti e le definizioni previsti dalla Banca d'Italia che si sostanziano nel: a) "5-10-40%" *rule*, per gli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso emittente; b) 20% per gli strumenti finanziari emessi da imprese appartenenti al medesimo gruppo.

I limiti più restrittivi individuati dalla direttiva IORP dovrebbero trovare applicazione solo per le forme pensionistiche che intendano operare al di fuori dei confini nazionali (operatività transfrontaliera).

Non si ritiene opportuno prevedere una differenziazione dei limiti di concentrazione in base alla circostanza che lo strumento finanziario sia o meno negoziato in un mercato regolamentato.

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)?

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

Si ritiene opportuno prevedere che l'esenzione dall'applicazione dei limiti di concentrazione riguardi tutti gli strumenti finanziari emessi o garantiti da uno Stato dell'UE, da uno Stato aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere



pubblico di cui fanno parte uno o più Stati membri dell'UE.

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

Sì, in quanto si tratta di strumenti per loro natura già diversificati.

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

No, coerentemente con quanto già previsto dalla direttiva IORP.

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

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

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

Con riferimento all'investimento in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati si ritiene opportuno adottare il limite complessivo del 30% indicato dalla direttiva IORP.

Non si ritiene opportuno, invece, differenziare tale percentuale sulla base della tipologia dell'emittente o dello Stato in cui questo ha sede.

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

Sì, in quanto si tratta di strumenti per loro natura già diversificati.

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

Sì, a condizione che essi siano facilmente liquidabili con costi attesi molto limitati.

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

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?

Con riferimento all'investimento in fondi chiusi, mobiliari e immobiliari, e in fondi speculativi, fermi restando i limiti di cui all'articolo 6, comma 1, del decreto n. 252 del 2005, appare opportuno prevedere che il patrimonio investito in fondi speculativi debba essere contenuto entro il limite del 20 per cento del patrimonio della forma pensionistica.

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)?

Sì, l'investimento in fondi chiusi e in fondi speculativi dovrebbe essere subordinato alla verifica dell'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e controllo, nonché all'esistenza di adeguate procedure per la selezione e il monitoraggio degli investimenti.



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 rinvia a quanto già evidenziato con riferimento al quesito *sub* D12.

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

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?

Non si ritiene opportuno prevedere limiti quantitativi all'esposizione valutaria del patrimonio delle forme pensionistiche.

Ad ogni buon conto, là dove dovesse essere previsto un limite in tal senso, parrebbe opportuno che fosse confermato il limite attualmente vigente che prevede che almeno un terzo degli investimenti debba essere denominato in una valuta congruente con quella nella quale devono essere erogate le prestazioni.

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

No, il suddetto limite non è attuale e non risponde alle esigenze di diversificazione e di efficiente gestione del portafoglio.

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

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

Si ritiene opportuno limitare l'attività di investimento in strumenti finanziari derivati alle sole finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione del portafoglio (EPM, *Efficient Portfolio Management*).

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 ritiene opportuno vietare operazioni in strumenti finanziari derivati equivalenti a vendite allo scoperto che configurino, per la forma pensionistica, un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato.

Tuttavia, occorrerebbe precisare che, qualora tali operazioni abbiano ad oggetto contratti facilmente liquidabili (es. *Bond future*), e siano finalizzate alla copertura del rischio di tasso, ovvero all'EPM, queste debbano essere ritenute ammissibili.

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?



Con specifico riguardo alla gestione garantita, ferma restando la competenza delle rispettive autorità di vigilanza sui soggetti che prestano la garanzia per quanto concerne la determinazione dei necessari requisiti patrimoniali, occorre precisare che la gestione garantita, sia essa di restituzione del capitale o di rendimento minimo, è comunque una gestione di carattere finanziario effettuata in conformità delle norme stabilite dalle autorità alle quali è demandata la vigilanza prudenziale sui soggetti gestori, nel rispetto del principio di unitarietà di trattamento delle forme pensionistiche.

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)?

L'investimento in OICR dovrebbe essere unicamente subordinato alla verifica della compatibilità della politica di investimento dell'OICR acquisito con quella della forma pensionistica, nonché alla verifica delle capacità gestionali della stessa.

Non si ritiene opportuno introdurre limiti quantitativi all'investimento in OICR diversi dai fondi chiusi e dai fondi speculativi, come peraltro già evidenziato in risposta alle domande *sub* D28 e D29.

Sulla base delle considerazioni già espresse in risposta alla domanda *sub* D11, l'imposizione del c.d. criterio del velo non appare perseguibile.

Volendo sintetizzare, con riferimento all'investimento in parti di OICR, si osserva quanto segue:

- a) l'investimento in OICR aperti armonizzati dovrebbe essere ammesso, senza alcuna limitazione, nel rispetto dei criteri generali di gestione;
- b) l'investimento in OICR di tipo chiuso, siano essi mobiliari o immobiliari, secondo le previsioni di cui all'articolo 6, comma 1, del decreto n. 252 del 2005;
- c) l'investimento in fondi speculativi entro il limite del 20% del patrimonio della forma pensionistica.

Infine, sempre riguardo all'investimento in parti di OICR, appare opportuno, in questa sede, svolgere talune brevi considerazioni in merito alla previsione contenuta nello schema di regolamento di gestione per i fondi pensione aperti in forza della quale *sul comparto non vengono fatti gravare spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisisti, né le commissioni di gestione applicate all'OICR stesso, salvo i casi di deroga previsti dalla Covip in apposite istruzioni di carattere generale.*

Come già più volte evidenziato e motivato, tale formulazione non ha, a nostro avviso, ragione di esistere, in particolar modo per gli OICR c.d. non collegati (sono collegati gli OICR promossi o gestiti dalla stessa Sgr o da altre Sgr del gruppo di appartenenza).



Ciò in ragione dell'oggettiva difficoltà connessa alla determinazione "a priori" dell'entità delle commissioni di gestione che rappresenterebbe un disincentivo alla ricerca degli OICR maggiormente competitivi sul mercato là dove, invece, l'acquisto di parti di OICR, specie nei portafogli di piccole dimensioni, costituisce la migliore opportunità di investimento nel rispetto dei principi di diversificazione dei rischi e massimizzazione dei risultati stabiliti dalla normativa vigente in tema di investimenti.

Sarebbe opportuno, quindi, che nel caso di investimento del portafoglio della forma pensionistica in parti di OICR, si addivenisse a un sistema che prevede, in luogo della retrocessione, una diversa modalità di calcolo delle commissioni di gestione, nel caso di acquisto di parti di OICR collegati (volta a scomputare dal patrimonio della forma pensionistica la parte investita nella predetta categoria di prodotti) e, nel caso di OICR non collegati, una maggiore e dettagliata informativa agli aderenti, e potenziali, attraverso l'indicazione in Nota informativa della commissione massima gravante.

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

Ferme restando le previsioni contenute nel dm n. 62 del 2007, esigenze di uniformità di disciplina e di armonizzazione inducono a propendere per una soluzione che estenda a tutte le forme pensionistiche a contribuzione definita (siano esse a gestione assicurativa o meno) l'applicazione della nuova disciplina dei limiti agli investimenti e della gestione dei conflitti di interessi.

Ciò significa, ad esempio, che l'investimento diretto in immobili per i fondi pensione preesistenti dovrebbe essere vietato, così come non dovrebbero essere consentite operazioni di concessione e assunzione di prestiti.

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?

D42. Quanto dovrebbe durare il periodo transitorio?

Sì, come osservato anche in risposta alla domanda *sub* D12, l'applicazione del nuovo impianto impone un periodo di transizione che, pur rispettando vincoli di gradualità, sia in grado di prevedere tempi chiaramente definiti e non negoziabili.

Parte seconda

La disciplina dei conflitti di interesse.

La disciplina dei conflitti di interessi, così come appare delineata nel documento proposto in consultazione, presenta delle linee di indirizzo interessanti per la regolamentazione della materia in linea con l'approccio Mifid.

Cionondimeno, si evidenzia come una riproposizione *tout court* nella disciplina delle forme pensionistiche complementari riscontrerebbe notevoli difficoltà interpretative, in particolar modo per quanto riguarda l'individuazione delle fattispecie rilevanti, in



considerazione della diversa natura forma e struttura dei prodotti di previdenza complementare.

Ferme restando, comunque, la validità e la necessità dell'adozione di tale approccio, si evidenzia come, coerentemente con le considerazioni sin qui svolte, l'impianto normativo dovrebbe essere orientato a massimizzare la discrezionalità e l'autonomia delle forme pensionistiche nell'individuare, nel gestire e nel comunicare agli aderenti le fattispecie di conflitti di interessi.

Ad ogni buon conto, volendo fornire una risposta ai quesiti formulati, si evidenzia quanto segue.

D43. Quali adattamenti dovrebbero essere apportati alla disciplina dei conflitti di interesse prevista dalla direttiva Mifid e dai provvedimenti italiani che la attuano?

Si ritiene opportuno provvedere a una revisione della disciplina che tenga in considerazione le specificità di taluni prodotti quali, ad esempio, i fondi pensione contrattuali caratterizzati da strutture e modelli organizzativi diversi da quelli propri dei fondi pensione aperti istituiti da intermediari finanziari e che necessitano, pertanto, di interventi mirati ad assicurare la più ampia tutela dei partecipanti.

D44. Quale ambito di applicazione dovrebbe avere il modello di gestione dei conflitti di interesse mutuato dalla direttiva Mifid.

L'ambito di applicazione dovrebbe essere il più ampio possibile al fine di disciplinare uniformemente tutte le forme pensionistiche (fondi pensione aperti, negoziali, preesistenti, pip) quale che sia il modello gestionale prescelto (gestione diretta o convenzionata).

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

D46. Quali fattispecie di conflitto dovrebbero essere specificamente disciplinate?

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

Come prima evidenziato, si ritiene che la disciplina non dovrebbe considerare specifiche fattispecie di conflitti in ragione del fatto che spetterà a ciascuna forma pensionistica, sotto la propria responsabilità e nel rispetto dei principi generali stabiliti dall'emanando decreto, individuare, gestire e comunicare le singole fattispecie rilevanti.

Ciò in virtù del fatto che, in base al nuovo approccio, soltanto in questo modo, attraverso la responsabilizzazione degli organi di governo, si potrà addivenire ad un sistema effettivamente tutelante per gli interessi degli aderenti.



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

Al fine di prevedere omogeneità nell'individuazione del soggetto che, nelle diverse forme pensionistiche, è destinatario delle comunicazioni inerenti ai conflitti di interessi, si ritiene che questo possa essere il responsabile della forma pensionistica. Ciò anche in forza della ridefinizione delle funzioni e dei compiti a questo attribuiti ai sensi delle disposizioni contenute nel decreto n. 252 del 2005.

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?

Sì.

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

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

L'applicazione della disciplina di cui all'articolo 2391 del codice civile parrebbe opportuna in tutti quei casi non già disciplinati (ad esempio fondi pensione negoziali, preesistenti non soggettivizzati, componenti dell'organismo di sorveglianza e responsabili delle forme pensionistiche complementari).

Tuttavia, occorre far comunque presente che un generico rinvio non appare perseguibile e che, anche qualora fossero messi in atto gli adattamenti necessari a prendere in considerazione la specificità e la natura degli organi presenti in taluni prodotti della specie, il fine perseguito dalla norma potrebbe non essere raggiunto (basti pensare, nel caso dei fondi pensione aperti, all'estraneità del responsabile o dei componenti l'organismo di sorveglianza rispetto alle singole operazioni di gestione prima che queste vengano poste in essere).

D52. Quali ipotesi di incompatibilità occorrerebbe prevedere?

Sulla base di quanto appena osservato in merito al nuovo impianto della disciplina sui conflitti di interessi, la definizione e la dichiarazione delle ipotesi di incompatibilità dovrebbe essere rimessa, caso per caso, alla valutazione delle singole forme pensionistiche.

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento si manifesti necessario, si inviano i migliori saluti.

Il Direttore Generale