

Documento di consultazione

Disciplina dei limiti agli investimenti e dei conflitti
d'interesse per i fondi pensione

Il Dipartimento del Tesoro invita gli interessati a inviare commenti su questo documento di consultazione entro il 31 gennaio 2008.

I commenti possono essere inviati per e-mail all'indirizzo:

dt.direzione4.ufficio2@tesoro.it

Per eventuali chiarimenti è possibile rivolgersi a:

Alessandro Rivera, dirigente dell'Ufficio II della Direzione IV del Dipartimento del Tesoro

Tel.: 06 47 61 33 48

Fax: 06 47 61 06 97

e-mail: alessandro.rivera@tesoro.it

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

Il documento di consultazione contiene alcune domande su questioni sulle quali il Dipartimento del Tesoro ritiene opportuno acquisire gli orientamenti dei soggetti interessati.

La consultazione è tuttavia aperta per commenti anche su altri aspetti connessi alla disciplina dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione che gli interessati volessero segnalare.

Introduzione

Le disposizioni vigenti in materia di limiti agli investimenti e conflitti d'interesse per i fondi pensione sono contenute nel Decreto del Ministero del Tesoro 21 novembre 1996, n. 703.

Appare necessario procedere a una revisione di tale normativa, per molteplici ragioni.

In primo luogo, il decreto legislativo 6 febbraio 2007, n. 28, nel dare attuazione alla direttiva 2003/41/CE relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (cd direttiva Epap), ha modificato il decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, ridefinendo i principi guida che il regolatore secondario deve seguire nella definizione dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interesse. In particolare, l'art. 6, comma 5-bis, del D.Lgs. 252/05 prevede ora che:

“Con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro del Lavoro e della Previdenza sociale, sentita la Covip, sono individuati:

a) le attività nelle quali i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità, avendo presente il perseguimento dell'interesse degli iscritti, eventualmente fissando limiti massimi di investimento qualora siano giustificati da un punto di vista prudenziale;

b) i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari;

c) le regole da osservare in materia di conflitti di interesse tenendo conto delle specificità dei fondi pensione e dei principi di cui alla direttiva 2004/39/CE, alla normativa comunitaria di esecuzione e a quella nazionale di recepimento”.

Occorre pertanto rivedere la disciplina del DM 703/96 al fine di adeguarla a tali nuovi principi e alle previsioni della direttiva Epap.

In secondo luogo, la ormai più che decennale esperienza maturata nell'applicazione del DM 703/96 ha permesso di evidenziare aspetti della normativa che potrebbero essere migliorati.

In terzo luogo, la disciplina del DM 703/96 risente inevitabilmente del tempo trascorso e necessita di un aggiornamento alle novità che hanno caratterizzato l'evoluzione dei mercati. Ad esempio, i limiti agli investimenti attualmente in vigore impediscono l'investimento in alcune tipologie di strumenti finanziari codificate nel nostro ordinamento solo successivamente all'emanazione del DM. Le norme sui conflitti d'interesse, d'altro canto, potrebbero giovare delle nuove soluzioni adottate nell'ambito della riforma del diritto societario e della Direttiva 39/2004/CE (cd MiFID) e delle relative norme di attuazione.

In un contesto di progressiva integrazione dei mercati nell'ambito dell'Unione Europea, è opportuno infine tenere presenti le migliori esperienze a livello comunitario, al fine di conferire al nostro ordinamento un adeguato livello di competitività e di protezione degli aderenti a forme di previdenza complementare.

Al fine di raccogliere i contributi e le osservazioni dei soggetti interessati, questo documento di consultazione illustra alcune possibili impostazioni linee di revisione della disciplina in materia di limiti agli investimenti e conflitti d'interesse per i fondi pensione, che sostituisca quella contenuta nel DM 703/96. Sono proposti alcuni quesiti sull'impostazione della disciplina.

Il documento presenta anche una sintetica illustrazione delle scelte operate in alcuni ambiti da parte di altri Paesi dell'Unione europea. Questa illustrazione ha lo scopo di dare un quadro di massima sull'uso in Europa di alcune opzioni considerate nel documento e non è esaustiva. Per un quadro più completo si può consultare lo studio effettuato dall'OCSE:

OCSE – *“2006 Survey of Investment Regulations of Pension Funds”*

<http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/38969997.pdf>

Lo studio non è aggiornato alle più recenti modifiche regolamentari approvate in alcuni Stati, e i dati pertanto non sempre corrispondono a quelli indicate in questo documento, che invece tiene conto delle innovazioni più recenti.

PARTE PRIMA

La disciplina dei limiti agli investimenti

1. Impostazione generale

La disciplina vigente in materia di limiti agli investimenti è incentrata su criteri generali di tipo qualitativo, indicati nell'art. 2 del DM 703/96. A tali criteri si aggiungono la specificazione, all'art. 3, delle attività in cui il patrimonio del fondo può essere investito, con implicita esclusione di tutte le altre non espressamente indicate, nonché, all'art. 4, un certo numero di restrizioni quantitative.

L'art. 18 della direttiva Epap è intervenuto prescrivendo per i fondi pensione l'adozione, nell'investimento, del principio della "persona prudente" e di una serie di regole generali, tra cui alcune di tipo quantitativo, di portata molto ridotta. La direttiva consente agli Stati membri di adottare regole più dettagliate, anche quantitative, purché esse siano giustificate da un punto di vista prudenziale.

Sembra necessario approfondire la valenza del principio di "prudenza" in un sistema a contribuzione definita che consente al lavoratore la scelta di linee di investimento anche fortemente esposte al rischio di mercato. Il quadro delineato dal legislatore italiano per il secondo pilastro demanda al lavoratore la responsabilità di assumere consapevolmente le decisioni relative al profilo rischio-rendimento nell'impiego dei propri risparmi previdenziali, salvo il caso di conferimento tacito del TFR, destinato per legge al comparto che garantisca la restituzione del capitale. Pertanto, anche in presenza dei limiti previsti dal DM 703/96, il lavoratore potrebbe selezionare un'allocazione del portafoglio fortemente esposta alle diverse tipologie dei rischi.

In questo quadro, il principio di "prudenza" appare anzitutto un criterio di responsabilizzazione dei fondi pensione nelle attività di gestione finanziaria, che li chiama a rendere conto agli iscritti delle loro scelte.

La previsione di limiti quantitativi e la necessità di indicare una bussola gestionale, quale il *benchmark*, può costituire un sistema di restrizioni relativamente semplice da osservare. Questo approccio, sperimentato in questi anni, da un lato favorisce un atteggiamento imitativo tra fondi pensione e la tendenza a non discostarsi eccessivamente l'uno dall'altro nelle scelte (*herding*), dall'altro rende ancora timido il processo di diversificazione degli investimenti e di conseguenza la ricerca dell'efficienza della gestione finanziaria. Il basso ricorso a investimenti pur consentiti dalla normativa, quali quelli di tipo immobiliare, o in altre classi di attività poco correlate con i mercati finanziari, come ad esempio il *private equity*, segnala la difficoltà dei fondi pensione ad ampliare l'universo investibile.

I limiti quantitativi non appaiono uno strumento idoneo ad assicurare un contenimento efficace dell'esposizione del portafoglio ai rischi o una sua adeguata diversificazione. Nel sistema attuale il vincolo più significativo per la rischiosità complessiva del portafoglio è rappresentato dall'obbligo implicito di contenere il c.d. *tracking error* rispetto al *benchmark*, e non dai limiti percentuali agli impieghi nelle diverse classi di attività. Tale impostazione, peraltro, lascia in gran parte agli aderenti l'onere di valutare correttamente l'esposizione alle diverse fonti di rischio insite in ogni *benchmark* e più in generale in ogni linea di investimento.

Anche le limitazioni esistenti sulla tipologia di investimenti ammissibili possono ostacolare l'efficienza gestionale, senza necessariamente garantire, d'altro canto, una migliore protezione degli interessi degli aderenti.

I due principali obiettivi che la regolamentazione degli investimenti dei fondi pensione dovrebbe prefiggersi sono esattamente questi: incentivare l'efficienza della gestione e garantire la protezione del risparmio previdenziale. Essi potrebbero essere meglio perseguiti e temperati rivedendo l'impianto attuale e adottando un modello che:

1. responsabilizzi maggiormente i fondi pensione affidando loro un ruolo più attivo nel controllo dei rischi;

2. consenta un maggior grado di libertà nelle scelte gestionali.

Una maggiore responsabilizzazione e coinvolgimento dei fondi pensione nella gestione dei rischi renderebbe il sistema più flessibile e più in grado di fronteggiare nuove fonti di rischio, rispetto a quanto non sia possibile fare in via regolamentare. In materia finanziaria la regolamentazione è notoriamente soggetta a una rapida obsolescenza: da un lato, l'innovazione finanziaria può rapidamente rendere più facilmente gestibili alcuni rischi, dall'altro lato, nuove tipologie di rischio possono essere veicolate attraverso strumenti finanziari esistenti, senza modificarne la forma giuridica.

Una modifica del modello regolamentare come quella delineata avrebbe effetti rilevanti sul sistema italiano di previdenza complementare. Si evidenzia anzitutto che l'adozione di questo approccio richiederebbe un adeguamento delle caratteristiche organizzative dei fondi pensione (risorse umane, tecnologia, sistema informativo,...).

Un modello più flessibile e responsabilizzante dovrebbe poi anche essere di supporto per gli aderenti, per consentire una migliore comprensione delle implicazioni delle scelte da compiere sull'impiego del proprio risparmio previdenziale. In altre parole, le informazioni fornite agli aderenti dovrebbero essere basate anche sui sistemi di monitoraggio del rischio predisposti dai fondi pensione, ed essere coerenti con essi. Le regole di trasparenza e di comunicazione verso gli iscritti stabilite dalla Covip dovrebbero dunque essere coordinate con le caratteristiche del modello.

Il legame stretto fra la definizione della nuova disciplina degli investimenti e l'attività dell'Autorità di Vigilanza è uno degli elementi più delicati. Un passaggio ad un approccio più evoluto della gestione dei rischi di investimento e la rimozione di alcuni vincoli formali comporterebbero un ruolo più attivo dell'Autorità di Vigilanza, che dovrebbe tra l'altro valutare l'idoneità in concreto delle strutture dei fondi pensione a gestire correttamente i rischi finanziari e operativi.

In altri Paesi si sta affermando un approccio di regolazione degli investimenti dei fondi pensione basato sul rischio (vigilanza *risk-based*), con progressivo abbandono delle restrizioni quantitative. Dove questi processi si sono affermati si è posta sempre più l'attenzione sulla struttura organizzativa e sui processi decisionali dei fondi (cfr. *La previdenza privata nella stagione delle incertezze: le proposte di riforma nel Regno Unito*. Quaderno Covip n. 3, 2003). Tale approccio, già in via di adozione da parte della Covip per il sistema dei fondi pensione (Audizione Presidente Covip, 29 gennaio 2004, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, p. 31 http://www.covip.it/documenti/PDF/Altro/AUDIZIONE_Testo.pdf), prevede che l'intensità dei controlli sia proporzionale al grado di rischio che ciascun soggetto vigilato comporta per gli investitori e per il sistema nel suo complesso. Ciò significa concentrare l'attenzione e le risorse sui problemi effettivamente rilevanti e ridurre significativamente i costi per l'intero sistema.

Da ultimo, si segnala che anche in un modello strutturato secondo le linee sopra indicate, alcune restrizioni quantitative dovrebbero in ogni caso essere mantenute, anche a causa della presenza di vincoli derivanti dalla normativa primaria.

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?

2. Criteri di gestione

La situazione attuale

Secondo l'art. 2 del DM 703/96 il fondo pensione opera in modo che le proprie disponibilità siano gestite in maniera sana e prudente avendo riguardo agli obiettivi di:

- a) diversificazione degli investimenti;
- b) efficiente gestione del portafoglio;
- c) diversificazione dei rischi, anche di controparte;
- d) contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo;
- e) massimizzazione dei rendimenti netti.

Il fondo pensione verifica i risultati della gestione anche mediante l'adozione di parametri oggettivi e confrontabili, inseriti nella convenzione gestoria e stabiliti dalla Covip.

Il fondo pensione nella gestione delle proprie disponibilità tiene conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese.

Le previsioni della direttiva Epap

Gli Stati membri esigono che gli enti pensionistici aventi sede nel loro territorio investano conformemente al principio della "persona prudente" e in particolare conformemente alle regole seguenti:

- a) le attività sono investite nel miglior interesse degli aderenti e dei beneficiari;
- b) le attività sono investite in modo da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;
- c) 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.

Inoltre gli Stati membri non esigono che gli enti pensionistici aventi sede nel loro territorio investano in particolari categorie di attività.

Possibili linee di revisione della disciplina

Il vincolo di tenere conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese non dovrebbe essere mantenuto. In primo luogo, esso appare difficilmente compatibile con la direttiva comunitaria, che impedisce agli Stati membri di prevedere obblighi di allocazione del patrimonio in determinate classi di strumenti finanziari. In secondo luogo, la previsione potrebbe impedire una corretta gestione dei rischi, causando un'eccessiva esposizione in strumenti finanziari emessi da PMI. Infine, la disposizione del DM 703/96 derivava da un'analoga previsione contenuta nel decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, che non è più presente nel D.Lgs. 252/05.

Nei criteri di gestione si potrebbero richiamare il principio della "persona prudente" e le tre regole generali indicate dalla Direttiva. La regola sulla diversificazione è riferibile sia all'obbligo di diversificazione dei rischi, sia a quello di diversificazione degli investimenti, ora separatamente indicati dal DM 703/96.

Il criterio della massimizzazione dei rendimenti netti potrebbe ritenersi compreso in quello più generale di efficiente gestione del portafoglio, che sarebbe mantenuto, insieme al criterio sul contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo.

Un ulteriore criterio generale che potrebbe essere previsto dalla nuova disciplina è l'obbligo di investire il patrimonio in coerenza con la politica di investimento che la forma pensionistica adotta ai sensi dell'articolo 12 della direttiva Epap e dell'articolo 6, comma 5-*quater*, del D.Lgs. 252/05.

La nuova disciplina potrebbe poi includere una prescrizione generale di adeguatezza della struttura amministrativa professionale e tecnica per la gestione e il monitoraggio dell'investimento e del rischio.

Molto rilevante appare la valutazione dell'opportunità di affiancare ai principi generali sulla gestione l'indicazione obbligatoria di un parametro oggettivo e confrontabile per la verifica dei risultati della gestione.

L'obbligo di prevedere un parametro si concretizza spesso nell'adozione di un *benchmark* composto da indici di mercato, e non è compatibile con tutti i tipi di gestione disponibili (dinamiche, garantite, ...).

Nel sistema attuale il parametro assume una valenza duplice: da un lato esso è uno strumento di trasparenza e di responsabilizzazione del fondo pensione che consente una valutazione obiettiva delle capacità gestionali. Dall'altro lato, il parametro rappresenta un vincolo implicito alla rischiosità della gestione. Si sottolinea che questo vincolo implicito è l'unico requisito generale presente nel testo attuale del DM 703/96 in materia di gestione del rischio del portafoglio, salvo il criterio di diversificazione.

Senza ridurre il livello della trasparenza e della responsabilizzazione dei fondi pensione, si potrebbe consentire una maggiore flessibilità gestionale indicando al contempo un obbligo più stringente di monitoraggio del rischio.

L'indicazione del parametro potrebbe essere mantenuta per le gestioni con le quali essa è compatibile. Per le altre gestioni, in analogia con quanto previsto per gli o.i.c.r. dal Regolamento Emittenti della Consob (delibera 11971 del 14 maggio 1999), il parametro potrebbe essere sostituito dall'indicazione degli scenari probabilistici di rendimento atteso.

Si potrebbe poi richiedere l'adozione di strumenti appropriati di monitoraggio del rischio. Un esempio è costituito dal *Value at Risk (VaR)*, che sempre più spazio sta trovando nell'ambito dei sistemi di vigilanza degli intermediari bancari e assicurativi (si veda il *box* più avanti).

L'indicatore dovrebbe essere inserito nella convenzione gestoria, o essere adottato dal fondo pensione nel caso di gestione diretta. Il fondo pensione dovrebbe avere la capacità professionale e tecnica di monitorare il rispetto del parametro.

Il *VaR* dovrebbe essere differenziato per ciascun comparto, secondo una struttura naturalmente coerente con i diversi livelli di rischio.

Si possono sollevare obiezioni sull'adeguatezza del *VaR*, che tipicamente è calcolato con riferimento a un orizzonte temporale massimo di un anno, per investimenti di lunghissimo periodo quali quelli di natura previdenziale. Si ritiene tuttavia che il parametro potrebbe trovare utile applicazione anche nell'orientare l'allocazione del portafoglio finanziario di un fondo pensione e che il *VaR* a un anno darebbe un'indicazione trasparente, sintetica, comprensibile e confrontabile sul livello di rischiosità dell'investimento, che sarebbe di supporto agli interessati nell'effettuare le loro scelte.

In alternativa, potrebbero essere presi in considerazione altri parametri di rischiosità, quali ad esempio la volatilità (deviazione *standard*) o il *Maximum Drawdown*.

Alcune tipologie di parametri sarebbero applicabili solo a una parte del portafoglio del fondo pensione, considerato che essi non sono calcolabili per alcune classi di attività (immobili, *private equity*, fondi speculativi,...). D'altro canto, anche il parametro o *benchmark* attualmente richiesto dalla normativa è anch'esso riferito alla sola porzione del portafoglio cui possono essere applicati metodi statistico-finanziari di quantificazione del rischio.

Sono peraltro utilizzati in misura crescente anche strumenti di monitoraggio del rischio per gli investimenti alternativi, che potrebbero essere affiancati a quelli già d'uso consolidato per l'investimento tradizionale.

I modelli di controllo non dovrebbero essere individuati direttamente nel regolamento. Questa impostazione sarebbe rigida, non favorirebbe la ricerca e l'innovazione, e sarebbe soggetta a rapida obsolescenza.

Seguendo un'impostazione più flessibile, la Covip potrebbe essere coinvolta nell'individuazione dei modelli ammissibili. L'Autorità di vigilanza potrebbe, ad esempio, individuare un insieme di criteri ammissibili di misura del rischio, tra i quali le forme pensionistiche potrebbero selezionare quello ritenuto appropriato alle proprie esigenze. La definizione dell'insieme di metodi di misura del rischio, effettuato dalla Covip, deve essere allineata alla *best practice* internazionale. Le forme pensionistiche dovrebbero tuttavia avere anche la possibilità di indicare altri modelli, non compresi nell'insieme definito dalla Covip. In questo caso, per la loro adozione si potrebbe prevedere una validazione da parte dell'Autorità di vigilanza. L'insieme dei modelli selezionati dalla Covip si configura in sostanza come un *safe harbour*. Questo tipo di approccio regolamentare contempera in modo efficace le esigenze di tutela degli aderenti e di apertura all'innovazione.

L'adozione di tale approccio, come già accennato, avrebbe implicazioni rilevanti sull'assetto organizzativo delle forme pensionistiche complementari che dovrebbe adeguarsi agli *standard* richiesti per la realizzazione delle nuove misure di rischio e dalla gestione dei connessi modelli di controllo.

Gli oneri amministrativi connessi a questi adeguamenti inciderebbero sui rendimenti della gestione e ricadrebbero pertanto sugli aderenti alle forme pensionistiche. Essi dovrebbero tuttavia essere più che compensati dal miglioramento dell'efficienza gestionale e della gestione del rischio.

L'aumento degli oneri amministrativi può colpire in misura relativamente maggiore le forme pensionistiche di dimensioni più ridotte, in termini di numero di aderenti e di patrimonio gestito. Ne può derivare un incentivo all'aggregazione, finalizzato alla riduzione dell'incidenza relativa dei costi amministrativi e al conseguimento di economie di scala. Già oggi, peraltro, si rileva l'opportunità di un incremento della dimensione media delle forme pensionistiche che contribuirebbe a migliorarne l'efficienza gestionale.

L'adozione del nuovo modello richiederebbe importanti adeguamenti nell'attività di vigilanza. La Covip dovrebbe istituire processi di selezione e validazione di sistemi di controllo, nonché di verifica *ex post* di congruità del sistema di controllo rispetto al modello gestionale e ai rischi effettivi fronteggiati da ciascuna forma pensionistica. Tali attività di vigilanza richiedono una dotazione professionale tecnica e organizzativa adeguata.

Definizione del VaR e alcuni casi di adozione nella normativa italiana

Negli investimenti finanziari il VaR indica la misura del rischio rispetto al capitale investito, ossia quale è, in un determinato arco di tempo (orizzonte temporale del VaR) e secondo un livello predefinito di probabilità (livello di confidenza, solitamente molto elevato, 95% o 99%), la perdita massima percentuale.

Il VaR è un indicatore di rischio molto utilizzato dagli operatori finanziari e dagli analisti, anche perché consente di confrontare il rischio di prodotti finanziari molto diversi tra loro.

Di recente la Consob ha consentito alle SGR di indicare nei contratti di gestioni patrimoniali c.d. flessibili, invece del *benchmark*, un indicatore del livello di rischio massimo che l'investitore è disposto a sopportare, ossia il *VaR*. In tal caso, il prospetto periodico della gestione dovrà riportare «una misura di rischio *ex post* coerente con il parametro di rischio indicato nel contratto» (Notiziario Consob, 21 novembre 2005, n. 46).

La Consob, nella Comunicazione n. 5076376 del 17 novembre 2005, rispondendo a un quesito in merito alla possibilità di indicare una misura di rischio in luogo del parametro oggettivo di riferimento nel contratto di gestione individuale, ha precisato che laddove non è possibile specificare un *benchmark*, è possibile ricorrere a una misura del *VaR* o di sue varianti, da intendersi come massima perdita potenziale del portafoglio stimata in un determinato arco temporale con un livello di probabilità predefinito.

Nel caso dei fondi comuni di investimento aperti di tipo "flessibile", la Consob prevede che sia definito un grado di rischio definito *ex ante* senza alcun vincolo di investimento in ordine alla tipologia di strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. In conformità alla disciplina Consob in materia di trasparenza, le Sgr inseriscono nel prospetto informativo dei fondi flessibili di diritto italiano sia un indicatore qualitativo del livello di rischio (secondo una scala articolata in sei livelli, che va da "basso" a "molto alto") sia un indicatore quantitativo. Con riguardo a quest'ultimo requisito informativo, la maggioranza delle Sgr riporta il *VaR*.

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?

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.

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

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

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?

3. Investimenti e operazioni consentiti

La situazione attuale

In base al DM 703/96 le disponibilità dei fondi pensione, nel rispetto dei criteri generali di gestione possono essere investite in titoli di debito, titoli di capitale, parti di OICVM, quote di fondi chiusi.

I fondi pensione possono inoltre:

- effettuare operazioni di pronti contro termine ed il prestito titoli;
- detenere liquidità;
- effettuare operazioni in contratti derivati.

Nell'esercizio dell'attività di gestione di fondi pensione, il soggetto gestore non può effettuare vendite allo scoperto.

Oltre alle disposizioni del DM 703/96 è opportuno richiamare, per completezza del quadro, anche l'articolo 6, comma 1, lettere *d)* ed *e)*, del D.Lgs. 252/05, che prevedono già con norma primaria l'impiego in quote o azioni di società immobiliari e in quote di fondi chiusi mobiliari o immobiliari.

Infine, il decreto 10 maggio 2007, n. 62, del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e della previdenza sociale, all'articolo 5, comma 2, lettera *a)*, consente, per i soli fondi pensione preesistenti, l'investimento diretto in immobili.

Le previsioni della direttiva Epap

La direttiva non tratta esplicitamente il tema degli investimenti e delle operazioni consentiti ai fondi pensione.

La direttiva tuttavia prevede (art. 18, par. 5, comma terzo, lettera *c)* che gli Stati membri non possano vietare ai fondi pensione di investire sui mercati del capitale di rischio. La delimitazione del mercato del capitale di rischio non è immediata. Esso comprende senz'altro lo scambio di titoli di capitale. Si può d'altro canto far rientrare nel mercato del capitale di rischio anche l'investimento in strumenti di *venture capital* e *private equity*, in particolare fondi chiusi.

Possibili linee di revisione della disciplina

L'elencazione delle attività in cui può essere investito il patrimonio dei fondi privilegia un approccio di tipo formale al contenimento della rischiosità degli impieghi. Questo tipo di approccio non appare molto efficace: la veste formale di un investimento può corrispondere a rischi sostanziali di tipo e dimensioni anche molto diversi tra loro, e mutevoli nel tempo; la regolamentazione basata su questo approccio è soggetta a rapida obsolescenza.

Nell'individuare gli impieghi consentiti ai fondi pensione è opportuno tenere presente la regolamentazione adottata per gli oicr, considerato anche che gli oicr sono strumenti di impiego del risparmio che in una certa misura sono in un rapporto di fungibilità con i fondi pensione. Questo richiede che le distorsioni regolamentari introdotte nel mercato siano contenute entro i limiti funzionali alla tutela dei diversi interessi pubblici coinvolti nella tutela del risparmio in generale e del risparmio previdenziale in particolare.

La disciplina comunitaria in materia di oicr, ripresa in Italia nella regolamentazione della Banca d'Italia, specifica gli investimenti consentiti. La direttiva 85/611/CEE prevede che gli oicr possano investire, a determinate condizioni, in valori mobiliari, strumenti del mercato monetario; quote di oicr, depositi, strumenti finanziari derivati, nonché detenere liquidità. Sinteticamente, dunque, e riprendendo le definizioni usate nel TUF vigente, agli oicr è consentito investire in strumenti finanziari, depositi bancari e mezzi di pagamento.

Tale ampio spettro formale di investimenti ammessi dovrebbe essere previsto anche per i fondi pensione. Il contenimento dell'esposizione al rischio sarebbe assicurata dai vincoli previsti in termini di *VaR* (o strumenti analoghi) e da eventuali limiti quantitativi e criteri d'impiego per specifiche classi di strumenti finanziari, di cui si tratterà più avanti.

Si potrebbe valutare la possibilità di porre vincoli di carattere generale sugli oicr non armonizzati, vietando l'utilizzo di alcune tipologie da parte dei fondi pensione o introducendo limiti quantitativi. Ad esempio, potrebbe essere consentito solo l'investimento in oicr aperti non armonizzati autorizzati alla commercializzazione in Italia; o anche quello in oicr non armonizzati emessi in Paesi OCSE oppure emessi da emittenti vigilati da autorità che abbiano accordi con le autorità italiane.

Eventuali vincoli non dovrebbero tuttavia ridurre eccessivamente le possibilità di incrementare l'efficienza gestionale, soprattutto per le forme pensionistiche con una struttura amministrativa idonea a gestire e monitorare il rischio anche di queste tipologie di strumenti di investimento. L'obiettivo della regolamentazione non dovrebbe essere tanto quello di impedire l'accesso a questi strumenti finanziari, quanto quello di assicurare che tale accesso avvenga nel rispetto dei principi di gestione e di contenimento del rischio e degli altri vincoli fissati dal legislatore. In particolare, l'uso di oicr non armonizzati potrebbe essere subordinato alla capacità della forma pensionistica di gestire e monitorare il rischio di tali strumenti, alla loro compatibilità con la politica di gestione adottata, al fatto che anche con il loro impiego il patrimonio mantenga una compatibilità con i vincoli quantitativi generali (criterio del velo).

La deroga che consente l'investimento diretto in immobili ai fondi pensione preesistenti, confermata da poco tempo, dovrebbe essere mantenuta, considerata la loro peculiare situazione in termini di composizione del patrimonio (gli investimenti immobiliari rappresentano circa il 27% del patrimonio dei 30 fondi preesistenti che detengono questo tipo di investimenti; per 4 fondi preesistenti, gli investimenti immobiliari superano la metà del patrimonio).

Anche il divieto di effettuare vendite allo scoperto dovrebbe essere mantenuto, considerata l'alta rischiosità di questo tipo di operazioni, e in linea con quanto previsto per gli oicr armonizzati.

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

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)?

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

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

4. Limiti quantitativi

4.1 Limiti di concentrazione in singoli emittenti

La situazione attuale

In base all'art. 4, comma 2, del DM 703/96 il fondo pensione non può investire in misura superiore al 15% in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo. Ai fini del calcolo della percentuale del patrimonio impiegata si tiene conto anche degli strumenti finanziari che possono essere acquisiti attraverso strumenti finanziari derivati detenuti.

Fermo restando il limite complessivo del 15%, il DM prevede un ulteriore limite del 5% per gli strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o gruppo e non negoziati in mercati regolamentati dei Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone. Ad esempio, un fondo pensione potrebbe impiegare il 5% del patrimonio in strumenti finanziari emessi da un singolo emittente non negoziati in mercati regolamentati e un ulteriore 10% in strumenti finanziari emessi dallo stesso emittente, ma negoziati in mercati regolamentati di Unione europea, Stati Uniti Canada o Giappone.

Sono esclusi da questi limiti i titoli di debito emessi da Stati aderenti all'OCSE.

Le previsioni della direttiva Epap

Al di là dell'obbligo di osservare il principio generale di diversificazione, richiamato sopra trattando dei criteri di gestione, la direttiva precisa anche che gli investimenti in attività emesse dallo stesso emittente o da emittenti appartenenti allo stesso gruppo non devono esporre i fondi pensione a un'eccessiva concentrazione di rischio (art. 18, par. 1, lett. e), secondo comma).

La direttiva consente agli Stati di non applicare questo principio e quello più generale di diversificazione agli investimenti in titoli di Stato.

La direttiva non esplicita dei limiti quantitativi di applicazione generale. Essa tuttavia prevede che, nel caso di attività transfrontaliera dei fondi pensione, le autorità competenti di ciascuno Stato membro ospitante possono chiedere, per le attività finanziarie riferibili all'operatività sul proprio territorio, l'applicazione di un limite del 5% per l'impiego in valori mobiliari e strumenti del mercato monetario emessi dalla stessa impresa, e di un limite del 10% per l'impiego in valori mobiliari e strumenti del mercato monetario emessi da imprese appartenenti a un unico gruppo.

Disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Austria: 5% in strumenti finanziari di un singolo emittente (10% di un singolo gruppo)

Danimarca: 3% in strumenti finanziari emessi da un singolo emittente (2% se si tratta di una società non quotata)

Germania (Pensionfonds): 5% in strumenti finanziari di un singolo emittente (30% per titoli di Stato depositi bancari e titoli di debito garantiti da mutui ipotecari)

Paesi Bassi: La diversificazione è richiesta ma non è previsto nessun limite quantitativo

Svezia: Nessun limite per titoli di stato o emissioni obbligazionarie di soggetti finanziariamente stabili. 5% in strumenti finanziari di uno stesso emittente

Regno Unito: Generali requisiti di diversificazione

Possibili linee di revisione della disciplina

Tali limiti quantitativi non sono in generale idonei ad assicurare un adeguato contenimento del rischio del portafoglio. Le percentuali attualmente indicate nel DM 703/96 rappresentano un vincolo poco stringente in termini di rischiosità complessiva e, in presenza di un obbligo generale di adottare strumenti adeguati di monitoraggio del rischio, esse potrebbero essere poco utili perché comunque di fatto non raggiungibili.

Questi vincoli quantitativi potrebbero dunque essere eliminati, mantenendo il vincolo generale a evitare investimenti in strumenti finanziari emessi da un unico emittente in misura tale da creare un'eccessiva concentrazione del rischio.

Nel valutare l'alternativa del mantenimento di tali vincoli quantitativi, si ritiene che dovrebbero essere prese in considerazione le percentuali indicate nella direttiva Epap (5% per il singolo emittente e 10% per il gruppo).

La differenziazione della percentuale a seconda che si tratti o no di strumenti negoziati in mercati regolamentati non appare necessaria. Le percentuali individuate dalla direttiva, relativamente stringenti, unite eventualmente a limiti generali sull'impiego in strumenti non negoziati in mercati regolamentati definiscono un sistema sufficientemente cautelante.

In tale ipotesi occorre inoltre valutare l'esclusione dei titoli di Stato dal vincolo, identificando anche per quali Stati varrebbe l'esenzione. Al momento, come detto, il DM 703/96 esclude dal vincolo i titoli emessi da Stati membri dell'OCSE. A questi potrebbero essere aggiunti i Paesi membri dell'Unione europea. In alternativa, potrebbe essere preso in considerazione il *rating* dello Stato come criterio di selezione, esentando dal vincolo i titoli emessi da Stati cui è assegnato un *rating* sufficientemente elevato.

Altre esenzioni da questo tipo di vincolo quantitativo potrebbero riguardare gli oicr, che sono strumenti finanziari intrinsecamente diversificati, e gli strumenti emessi da organismi internazionali quali la Banca mondiale, la BEI ecc.

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?

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)?

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

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

4.2 Limiti di investimento in strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati

La situazione attuale

In primo luogo, occorre evidenziare che il DM 703/96 considera i soli mercati regolamentati dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone come idonei a garantire un livello sufficiente di affidabilità e liquidità e quindi a contenere il rischio di investimento. In altre parole, l'investimento in strumenti finanziari negoziati in altri mercati regolamentati è del tutto assimilato a un investimento in strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati.

Dalle previsioni contenute nell'art. 4 del DM 703/96 si ricava il seguente quadro di limiti quantitativi per l'investimento in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati citati:

Mercato	Emittente	Paesi OCSE	Paesi non OCSE	Organismi Internazionali (almeno 1 paese UE)	Soggetti residenti paesi OCSE			Soggetti non residenti paesi OCSE		Max
					Titoli di debito	Titoli di capitale	Sub Totale	Titoli di debito	Titoli di capitale	
Negoziati in UE, USA, CAN, GIAP		100	5	100	100	100	100	5	5	100

Le previsioni della direttiva Epaq

La direttiva non indica alcuna limitazione per l'esposizione a singole classi di attività o a singole aree geografiche sugli strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati.

Si rammenta che la direttiva prevede che l'introduzione di eventuali vincoli aggiuntivi a quelli da essa previsti dovrebbe essere giustificate da criteri prudenziali.

Disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Belgio: Nessun limite

Repubblica Ceca: Solo mercati OCSE

Finlandia: 50% titoli di capitale; 10% strumenti finanziari di paesi OCSE non appartenenti all'Area Economica Europea

Germania (Pensionfonds): Nessun limite

Irlanda: Nessun limite

Paesi Bassi: Nessun limite

Spagna: Nessun limite

Svezia: Nessun limite

Regno Unito: Nessun limite

Possibili linee di revisione della disciplina

Si dovrebbe valutare l'eliminazione di ogni vincolo quantitativo per l'investimento in strumenti negoziati in mercati regolamentati, sia dal punto di vista della collocazione geografica del mercato, sia dal punto di vista della provenienza geografica dell'emittente.

Da un lato, una distinzione efficace tra mercati regolamentati affidabili e mercati che non lo sono appare difficoltosa. Dall'altro lato, tale distinzione sarebbe soggetta a obsolescenza e richiederebbe un aggiornamento frequente della disciplina. La stessa direttiva europea 85/611/CEE sugli oicr è flessibile nel demandare al regolamento del fondo la scelta dei mercati regolamentati sui quali intende operare.

I fondi pensione, in generale, dovrebbero poter beneficiare dei vantaggi della diversificazione internazionale, e della possibilità di investire anche nei Paesi emergenti.

L'obiettivo di contenere l'esposizione a mercati particolarmente volatili sembra più efficacemente raggiungibile imponendo vincoli di carattere generale al contenimento del rischio di portafoglio, quali il VaR o strumenti di monitoraggio analoghi.

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

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

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

4.3 Limiti di investimento in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati

La situazione attuale

Come detto, il DM 703/96 assimila agli strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati quelli negoziati in mercati regolamentati diversi da quelli di Unione europea, Stati Uniti, Canada e Giappone. In base all'art. 4, comma 1, lettera c) del decreto la percentuale massima detenibile in tali strumenti finanziari è pari al 50 per cento, purché essi siano emessi da Paesi aderenti all'OCSE ovvero da soggetti ivi residenti; entro tale limite i titoli di capitale non possono superare il 10 per cento del patrimonio ed il complesso dei titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'OCSE o dagli organismi internazionali, cui aderiscono almeno uno degli Stati appartenenti all'Unione

europea, non può superare il 20 per cento del patrimonio del fondo pensione. Il quadro che ne risulta è sintetizzato dalla tabella seguente

Mercato	Emittente	Paesi OCSE	Paesi non OCSE	Organismi Internazionali (almeno 1 paese UE)	Soggetti residenti paesi OCSE			Soggetti non residenti paesi OCSE		Max
					Titoli di debito	Titoli di capitale	Sub Totale	Titoli di debito	Titoli di capitale	
	Non Negoziati in UE, USA, CAN, GIAP	50	0	50	20	10	20	0	0	50

Le previsioni della direttiva Epap

L'art. 18, par. 1, lett. c), della direttiva prevede che le attività siano investite in misura predominante su mercati regolamentati. Gli investimenti in attività che non sono ammesse allo scambio su un mercato finanziario regolamentato devono in ogni caso essere mantenute a livelli prudenziali.

La direttiva non esplicita quindi limiti quantitativi generali. Essa tuttavia prevede che, nel caso di attività transfrontaliera dei fondi pensione, le autorità competenti di ciascuno Stato membro ospitante possono chiedere, per le attività finanziarie riferibili all'operatività sul proprio territorio, l'applicazione di un limite del 30% per l'impiego in azioni, altri titoli equiparabili ad azioni ed obbligazioni non ammessi allo scambio su un mercato regolamentato ovvero che il fondo pensione investa almeno il 70 % di tali attività in azioni, altri titoli equiparabili ad azioni ed obbligazioni ammessi allo scambio su un mercato regolamentato.

Disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Austria: 30% in strumenti finanziari non quotati

Belgio: Nessun limite

Repubblica Ceca: Nessun limite per emittenti europei, divieto per emittenti extraeuropei

Finlandia: 10% titoli azionari non quotati, nessun limite per titoli obbligazionari emessi da stati, amministrazioni locali e da istituzioni corrispondenti, 10% per titoli non quotati emessi da soggetti diversi da quelli già indicati

Francia: 30% in strumenti finanziari non quotati

Germania (Pensionfonds): Nessun limite

Irlanda: 50% in strumenti finanziari non quotati

Paesi Bassi: Nessun limite

Portogallo: 15% in strumenti finanziari non quotati

Spagna: 30% in strumenti finanziari non quotati

Svezia: 10% se non quotati

Regno Unito: Nessun limite

Possibili linee di revisione della disciplina

Appare opportuno semplificare i limiti esistenti.

In primo luogo, dovrebbe essere valutata la rimozione della differenziazione delle limitazioni per tipologia di emittente, per le stesse ragioni di scarsa efficacia e rapida obsolescenza indicate sopra, trattando dei limiti agli investimenti in strumenti negoziati su mercati regolamentati.

L'approccio responsabilizzante proprio del principio della "persona prudente" suggerirebbe l'eliminazione in generale del limite quantitativo. Occorre tuttavia tenere presente che gli strumenti di monitoraggio del rischio comunemente usati nell'industria finanziaria non consentono una valutazione affidabile del rischio insito in buon parte degli strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati. Il VaR, ad esempio, non può essere calcolato rispetto alla porzione del portafoglio detenuta in tali strumenti finanziari.

Una limitazione generale sulla percentuale di patrimonio impiegabile in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati potrebbe essere compresa tra il 30% previsto dalla direttiva Epap e il

10% indicato dalla direttiva europea 85/611/CEE per gli oicr armonizzati, tenendo presente che questi ultimi hanno una maggiore esigenza di contenere l'esposizione ad attività poco liquide.

Ai fini del rispetto del limite, gli oicr dovrebbero essere esclusi dal computo degli strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati, considerato che tali strumenti sono in genere veicoli di impiego indiretto in strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati. Per le categorie di oicr che non presentano tale caratteristica si potrebbero considerare limitazioni percentuali specifiche, come si vedrà più avanti.

Si può inoltre valutare l'esclusione dal computo anche degli strumenti del mercato monetario, considerato il livello di rischio relativamente contenuto.

Sarebbero comunque esclusi dal limite i depositi e i mezzi di pagamento, che non sono strumenti finanziari.

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?

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

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

4.4 Limiti a investimenti in fondi chiusi mobiliari e immobiliari e in fondi speculativi

La situazione attuale

Secondo quanto previsto dal DM 703/96 i fondi pensione possono investire direttamente in quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento del valore del fondo chiuso. Il DM non contiene espliciti riferimenti ai fondi speculativi.

L'art. 6, comma 1, lettere *d)* ed *e)*, del D.Lgs. 252/05 prevede che il limite massimo di investimento in fondi chiusi immobiliari e quello per l'investimento in fondi chiusi mobiliari siano pari al 20% del patrimonio e al 25% del capitale del fondo chiuso.

Le previsioni della direttiva Epap

La direttiva non contiene prescrizioni esplicite su questa tipologia di strumenti.

Il considerando 33 della direttiva sottolinea tuttavia che i fondi pensione, in quanto investitori a lunghissimo termine con un basso rischio di liquidità, sono in una posizione adatta per investire in attività non liquide, sia pure entro limiti prudenti.

Come detto, inoltre, l'art. 18, par. 5, comma terzo, lettera *c)*, della direttiva dispone che gli Stati membri non possano vietare ai fondi pensione di investire sui mercati del capitale di rischio, nel quale dovrebbe essere ricompreso l'investimento in fondi chiusi di *venture capital* e *private equity*.

Disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Austria: 20% sugli immobili

Belgio: 10% sui fondi senza passaporto europeo

Danimarca: Nessun limite sull'immobiliare, 10% *hedge fund*, *private equity*

Finlandia: 40% immobili, 5% *hedge fund*

Germania (Pensionfonds): Nessun limite

Irlanda: Nessun limite

Paesi Bassi: Nessun limite

Spagna: 20% in immobili, 30% in fondi chiusi (non più del 2% in ogni singolo fondo)

Svezia: Nessun limite

Regno Unito: Nessun limite

Possibili linee di revisione della disciplina

Per i fondi chiusi e i fondi speculativi valgono le considerazioni svolte sugli strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati. Anche in questo caso, in particolare, si potrebbe applicare coerentemente l'approccio responsabilizzante proprio del principio della "persona prudente" e rimuovere ogni limite quantitativo.

L'investimento in queste tipologie di strumenti può consentire un sensibile miglioramento dell'efficienza della gestione. La letteratura in materia non è univoca, ma evidenzia buone possibilità di accedere a un rapporto competitivo tra rendimento e rischio e a una bassa correlazione con gli investimenti tradizionali.

Ma anche in questo caso occorre tenere presenti la minore liquidità di tali strumenti e la maggiore difficoltà a controllarne il rischio.

L'investimento in fondi chiusi è inoltre l'unica forma di investimento diretto consentita ai fondi pensione negoziali. Gli altri investimenti richiedono sempre l'intervento di un gestore professionale. Il rischio operativo connesso a una scarsa capacità di comprensione, monitoraggio e gestione del rischio è dunque in questo caso da valutare con maggiore cautela.

Queste considerazioni potrebbero giustificare dei limiti quantitativi sia assoluti, sia per singolo fondo.

Si potrebbe definire un unico limite complessivo entro il quale i fondi pensione potrebbero inserire nei loro portafogli fondi comuni chiusi mobiliari, immobiliari, fondi riservati e fondi speculativi.

In alternativa o in aggiunta, si potrebbero individuare percentuali specifiche per ciascuna tipologia di fondo, o per il singolo fondo eventualmente prevedendo limitazioni meno stringenti per l'investimento in fondi di fondi.

Il limite del 10% indicato dalla direttiva europea 85/611/CEE per gli oicr armonizzati non sembra un utile termine di riferimento, perché esso è fissato per investimenti che richiedono un contenimento del rischio di liquidità superiore a quello dei fondi pensione.

Occorre inoltre tenere presenti le percentuali indicate direttamente dalla legge. La legittimità di disposizioni più restrittive di quelle indicate dalla legge può essere dubbia. Disposizioni meno restrittive sarebbero certamente illegittime.

Tenendo conto della particolare rilevanza in questo caso del rischio operativo, si dovrebbe valutare la possibilità di parametrare la limitazione all'investimento in fondi chiusi all'adeguatezza della struttura amministrativa del fondo per la gestione e il controllo di investimenti diretti in tali strumenti.

In generale, per questa tipologia di strumenti il principio della "persona prudente" potrebbe essere affiancato da disposizioni di tipo procedurale sulla selezione e sul monitoraggio dell'investimento.

I vincoli quantitativi dovrebbero in ogni caso fare salve le previsioni specifiche dettate per i fondi pensione preesistenti, che ai sensi del DM 62/07 possono investire fino al 20% del patrimonio in fondi chiusi immobiliari e hanno cinque anni di tempo per rientrare in tale limite qualora lo superino. Le ragioni alla base di tali disposizioni derogatorie sono state illustrate sopra, trattando degli investimenti consentiti.

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?

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)?

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?

4.5 Limite all'esposizione valutaria nel portafoglio

La situazione attuale

In base all'art. 4, comma 5, del DM 703/96, gli investimenti del fondo pensione devono essere denominati per almeno un terzo in una valuta congruente con quella nella quale devono essere erogate le prestazioni del fondo pensione. La congruenza è valutata tenuto conto degli effetti di copertura valutaria posti in essere.

Le previsioni della direttiva Epap

Come detto, la direttiva non contiene limitazioni su specifiche classi di attività o su aree geografiche. Non sono dunque presenti limiti quantitativi generali sull'esposizione valutaria. La direttiva tuttavia prevede che, nel caso di attività transfrontaliera dei fondi pensione, le autorità competenti di ciascuno Stato membro ospitante possono chiedere, per le attività finanziarie riferibili all'operatività sul proprio territorio, l'applicazione di un limite del 30% per l'investimento in attività denominate in valuta diversa da quella in cui sono espresse le passività.

Disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Danimarca: Almeno l'80% del patrimonio deve essere denominato nella valuta delle prestazioni

Finlandia: Almeno il 70% del patrimonio deve essere denominato nella valuta delle prestazioni

Germania (Pensionfonds): Almeno il 70% del patrimonio deve essere denominato nella valuta delle prestazioni

Irlanda: Almeno l'80% del patrimonio deve essere denominato nella valuta delle prestazioni

Paesi Bassi: Nessun limite

Regno Unito: Nessun limite

Possibile linee di revisione della disciplina

L'attuale disciplina italiana non appare equilibrata. La congruenza di almeno il 33% del portafoglio non trova riscontri nella disciplina comunitaria, né in quella degli altri Paesi europei che prevedono un limite.

Un fondo pensione che si attestasse sul limite percentuale previsto dal DM 703/96 esporrebbe i propri iscritti a un rilevante rischio di cambio.

Le alternative ragionevoli sembrano essere quella della rimozione del vincolo, con applicazione flessibile anche in questo caso del principio della "persona prudente", ovvero dell'adozione di un limite pari almeno a quello indicato nella direttiva Epap.

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?

4.6 Limiti sulla liquidità

La situazione attuale

L'art. 4, comma 1, lettera a), del DM 703/96 prevede che i fondi pensione possano detenere liquidità entro il limite del 20% del patrimonio.

Le previsioni della direttiva Epaq

La direttiva non prevede nulla a tale riguardo.

Si rammenta che le limitazioni aggiuntive dovrebbero essere giustificate in ottica prudenziale.

Disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Non si riscontrano limiti in materia di liquidità.

Possibile linee di revisione della disciplinai

Il superamento dell'unicità della posizione potrebbe portare alla costituzione di comparti interamente monetari cui destinare parte del montante pensionistico. Inoltre, alcune strategie, quali quelle protette o garantite, possono richiedere in determinati momenti la detenzione anche del 100% in attività monetarie. Si ritiene dunque necessario eliminare tale vincolo.

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

5. Limiti all'uso di strumenti finanziari derivati

La situazione attuale

L'art. 5, comma 1, del DM 703/96 prevede che le operazioni in contratti derivati possono essere effettuate, purché siano riconducibili ad una delle seguenti tipologie:

- a) generano un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato;
- b) eliminano il rischio finanziario degli strumenti sottostanti il contratto derivato;
- c) assicurano il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni avverse dei loro prezzi;
- d) assicurano maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli risultanti da acquisti a pronti.

Le previsioni della direttiva Epap

In base all'art. 18, par. 1, lett. d), della direttiva, l'investimento in strumenti derivati è possibile nella misura in cui contribuisce a ridurre il rischio di investimento o facilita una gestione efficace del portafoglio. Tali strumenti devono essere valutati in modo prudente tenendo conto dell'attività sottostante e inclusi nella valutazione degli attivi dell'ente. L'ente pensionistico evita anche un'eccessiva esposizione di rischio nei confronti di una sola controparte e di altre operazioni su derivati;

La disciplina di altri Paesi dell'Unione europea

Austria: Derivati usati per coprire e ridurre il rischio di investimento o per una gestione efficiente del portafoglio

Belgio: Nessun limite

Irlanda: Derivati usati per coprire e ridurre il rischio di investimento o per una gestione efficiente del portafoglio

Paesi Bassi: Nessun limite

Spagna: Limiti qualitativi e quantitativi

Svezia: Derivati usati a soli fini di copertura e riduzione del rischio

Regno Unito: Nessun limite

Possibili linee di revisione della direttiva

Si potrebbe superare la precedente formulazione affermando che i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari derivati per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione. Questa formulazione dovrebbe consentire l'utilizzo dei derivati anche senza finalità di copertura. Ad esempio, i fondi pensione potrebbero migliorare l'efficienza gestionale utilizzando i derivati per avere un'esposizione equivalente a quella dell'*asset allocation* obiettivo, con costi di transazione ridotti rispetto a quelli derivanti da un *turnover* del portafoglio.

Non dovrebbero comunque essere consentite 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.

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?

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?

6. Gestione garantita

La situazione attuale

L'articolo 6 del DM 703/96 prevede che i fondi pensione possano stipulare accordi con i gestori che prevedano la garanzia di restituzione del capitale. In tali casi può essere anche pattuito il trasferimento della titolarità delle disponibilità affidate ai fondi pensione.

Le disposizioni della legge e del DM si applicano ai gestori che prestano ai fondi pensione servizi di gestione accompagnati dalla garanzia di restituzione del capitale o di rendimento minimo, sia o meno stato pattuito il trasferimento della titolarità delle risorse affidate

Le previsioni della direttiva Epap

La direttiva prevede che gli Stati membri non possano impedire ai fondi pensione di investire fino al 70% del patrimonio in valori mobiliari negoziati su mercati regolamentati. Tuttavia, gli Stati membri possono applicare limiti inferiori agli enti che erogano prodotti pensionistici con garanzia di tasso di interesse a lungo termine, che si assumono il rischio di investimento e forniscono essi stessi la garanzia

Possibili linee di revisione della disciplina

Appare 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.

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?

7. Utilizzo di OICR aperti nella gestione

La situazione attuale

La mancanza di un chiaro limite all'investimento in OICR aperti armonizzati impone ai fondi che intendano utilizzare questo tipo di strumento di:

- acquistare solo OICR che per regolamento rispettino le restrizioni quantitative del DM 703/96; oppure
- acquistare un ammontare tale di OICR da non superare le restrizioni quantitative del DM 703/96, valutando la composizione complessiva del patrimonio del fondo pensione e includendovi le singole attività presenti nel portafoglio dell'OICR (cd criterio del *look through* o del “velo”).

Le previsioni della direttiva Epap

La direttiva non contiene restrizioni a questo riguardo.

Possibili linee di revisione della disciplina

Si potrebbe confermare il criterio del “velo”. Il criterio peraltro dovrebbe avere un'applicazione generalizzata a tutti gli oicr, armonizzati o meno, chiusi o aperti.

In alternativa o in aggiunta, l'investimento in oicr potrebbe essere ammesso nel rispetto dei criteri generali di gestione, e purché il fondo sia in grado di verificarne puntualmente il rispetto.

Infine, si può considerare l'introduzione di un limite quantitativo complessivo per l'investimento in oicr.

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)?

8. Esenzioni

La nuova disciplina dei limiti agli investimenti non verrà applicata alle polizze previdenziali. Inoltre le nuove indicazioni dovranno essere raccordate con quelle specificamente rivolte ai fondi pensione preesistenti dal DM 62/07.

Elementi di problematicità potrebbero derivare dall'applicazione della nuova disciplina sui limiti agli investimenti in relazione a talune tipologie di fondi pensione preesistenti. In particolare si segnalano i seguenti gruppi (o sezioni/comparti) di fondi pensione preesistenti:

1. Fondi pensione preesistenti soggettivizzati
 - 1.1. *con gestione assicurativa di ramo diverso dal VI*
 - 1.2. *a prestazione definita*
2. Fondi pensione interni non configurati ai sensi dell'art. 2117 cod. civ.
 - 2.1. *a prestazione definita*
 - 2.2. *a contribuzione definita*
3. Fondi pensione interni configurati ai sensi dell'art. 2117 cod. civ.
 - 3.1. *a prestazione definita*
 - 3.2. *a contribuzione definita*

Di questi, i fondi sub 1.1, 2.2 e 3.2 possono continuare a raccogliere nuove adesioni, sempre che abbiano posto in essere o avviato gli adeguamenti richiesti dal DM 62/07. Viceversa i fondi (o le sezioni/comparti) a prestazione definita, a meno che non siano stati dichiarati in squilibrio, non hanno più ricevuto nuove adesioni a decorrere dal 28 aprile 1993. Si tratta, dunque di fattispecie "ad esaurimento".

Possibili linee di revisione della disciplina

La nuova disciplina dei limiti agli investimenti non potrà trovare attuazione in relazione alle polizze previdenziali, regolate dalle norme dettate dall'Isvap. Analoghi ostacoli potrebbero sussistere in relazione ai fondi preesistenti in gestione assicurativa di ramo diverso dal VI, le cui risorse vengono gestite dall'impresa di assicurazione nel rispetto dei criteri di investimento delle riserve assicurative.

Andrebbe inoltre valutata la possibilità di escludere l'applicazione delle norme sui limiti agli investimenti ai fondi a prestazione definita, in relazione ai quali si potrebbero applicare specifiche regole volte alla copertura delle passività. Nel caso dei fondi interni a prestazione definita, inoltre, non esiste un vero e proprio patrimonio del fondo da sottoporre a limiti agli investimenti. Sussiste, viceversa, un'obbligazione del datore di lavoro a garantire il rispetto delle obbligazioni contratte con tutti i suo patrimonio presente e futuro (art. 2740 cod. civ.). La mancanza di un patrimonio, inoltre, potrebbe giustificare l'esclusione anche per i fondi pensione interni a contribuzione definita non configurati ai sensi dell'art. 2117 cod. civ. Peraltro occorre considerare il numero ridotto di tali fondi e il fatto si tratti di fattispecie "ad esaurimento".

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

8. Periodo transitorio

Gli adeguamenti richiesti dalla nuova disciplina in materia di investimenti delle forme pensionistiche possono essere anche rilevanti, in particolare per i fondi con strutture amministrative più leggere. Anche la Covip può avere necessità di disporre di un periodo transitorio per predisporre i modelli e le procedure di vigilanza necessari a dare attuazione alle nuove disposizioni. Si può dunque valutare la possibilità di prevedere un periodo transitorio che differisca l'entrata in vigore delle discipline di un congruo lasso di tempo.

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?

PARTE SECONDA

La disciplina dei conflitti d'interesse

La situazione attuale

Il DM 703/96 detta una disciplina dei conflitti d'interesse incentrata principalmente sui conflitti nella gestione finanziaria. L'art. 7 prevede che il gestore invii al fondo pensione una specifica informativa nei casi in cui si trovi in posizione di conflitto con gli interessi del fondo gestito. Il Fondo Pensione, nella persona del rappresentante legale/responsabile è tenuto, a sua volta, a darne notizia alla Commissione di Vigilanza. Tale obbligo di comunicazione sussiste, inoltre, anche in caso di investimenti in titoli emessi dai sottoscrittori delle fonti istitutive, dai datori di lavoro tenuti alla contribuzione, dalla banca depositaria o da imprese dei loro gruppi.

Accanto ai conflitti specifici della gestione finanziaria, l'art. 8 del DM 703/96 disciplina le "altre situazioni rilevanti ai fini del conflitto di interesse". In particolare rilevano:

- a) la sussistenza di rapporti di controllo tra gestore e banca depositaria;
- b) il controllo del gestore da parte di soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive;
- c) la gestione delle risorse del fondo funzionale ad interessi dei soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive, dei datori di lavoro tenuti alla contribuzione, del gestore o di imprese del proprio gruppo;
- d) ogni altra situazione soggettiva o relazione d'affari, riguardante il fondo pensione, il gestore, la banca depositaria, i sottoscrittori delle fonti istitutive e i datori di lavoro tenuti alla contribuzione, che possa influenzare la corretta gestione del fondo.

Anche in questo caso il gestore, la banca depositaria, i sottoscrittori delle fonti istitutive e i datori di lavoro sono obbligati a comunicare al fondo l'esistenza delle situazioni di conflitto, e a sua volta il legale rappresentante/responsabile del fondo è tenuto a informare la Covip dell'esistenza di fattispecie di conflitto d'interesse, comunicando altresì l'insussistenza di condizioni che possano determinare distorsioni nella gestione efficiente delle risorse del fondo o una gestione delle risorse non conforme agli interessi degli aderenti.

La Covip, ove ritenga rilevante la fattispecie di conflitto d'interesse, può richiedere che il fondo pensione informi gli aderenti, stabilendo le modalità e il contenuto della comunicazione.

In linea con l'approccio comunemente seguito in quel periodo (cfr. Decreto Eurosim e poco dopo il Testo Unico della Finanza), le regole emanate dal Tesoro nel 1996 sono dunque fondate sul principio secondo cui, non essendo possibile garantire in assoluto la prevenzione del conflitto, la tutela degli interessi del Fp, e quindi degli aderenti, può essere perseguita mediante obblighi di trasparenza.

Un nuovo modello per la gestione dei conflitti di interesse

L'adozione del principio della trasparenza appare tuttora condivisibile. Nel corso degli anni sono tuttavia emersi rilevanti problemi applicativi. In particolare, l'ampio numero di fattispecie rilevanti comporta un elevato carico di adempimenti per gli operatori e l'elevata quantità di informazioni non favorisce l'identificazione dei conflitti sostanzialmente rilevanti.

Inoltre, la sola trasparenza nei confronti della Covip ed eventualmente degli aderenti potrebbe non tutelare adeguatamente gli interessi di questi ultimi. Gli aderenti, infatti, hanno scarse possibilità di incidere sul fondo-gestore, potendo solo, nelle ipotesi tassative configurate dalla normativa primaria, trasferirsi ad altro fondo (per usare la terminologia anglosassone, l'aderente non ha poteri di *voice* ed ha limitatissimi poteri di *exit*). In relazione a questo quadro, appare che una grave lacuna della disciplina vigente sia rappresentata dalla mancanza di obblighi di prevenzione, gestione e controllo dei conflitti d'interesse.

L'art. 6, comma 5-*bis*, lettera c), del D.Lgs. 252/05 prevede che nel dettare la disciplina dei conflitti d'interesse si tenga conto dei principi dettati in materia dalla direttiva MiFID e delle specificità dei fondi pensione; sarà dunque necessario chiarire le modalità più opportune con cui importare nel settore della previdenza complementare principi generali dettati per un settore – quello dei servizi e delle attività di investimento – non perfettamente assimilabile a quello della previdenza complementare. Si pensi in particolare al fatto che i presidi previsti dalla MiFID sono concepiti per imprese di investimento che spesso prestano un ampio spettro di servizi e attività di investimento, e che proprio questa operatività

in più ambiti è forse la più rilevante fonte di potenziali conflitti d'interesse. Il soggetto fondo pensione, viceversa, non è esposto a questo tipo di conflitto.

L'obiettivo che la disciplina MiFID si propone in relazione ai conflitti d'interesse è quello di realizzare un efficace contemperamento tra le esigenze di protezione degli interessi degli investitori e di mantenimento di flessibilità gestionale per le imprese di investimento. Questo equilibrio può essere mutuato anche dal settore della previdenza complementare.

I principi adottati nella MiFID responsabilizzano l'intermediario nella identificazione e valutazione dell'esistenza di un conflitto d'interesse. La disciplina elaborata in ambito comunitario è chiara nell'attribuire valore dirimente all'esistenza di efficaci misure organizzative. L'intermediario viene responsabilizzato nel decidere se le misure adottate siano sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che sia stato evitato il rischio di ledere gli interessi dei clienti. In caso contrario, l'intermediario dovrà informare l'investitore.

La disciplina dovrebbe ricalcare le previsioni degli articoli 13, paragrafo 3, e 18 della direttiva MiFID, tenendo conto delle disposizioni attuative della stessa (cfr. artt. 23 e 37 del Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2-*bis*, del TUF), e prevedere gli obblighi di:

- adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti d'interesse che potrebbero insorgere con il Fondo pensione o con gli aderenti nella gestione del patrimonio;
- gestire i conflitti d'interesse anche adottando idonee misure organizzative e assicurando che l'affidamento delle funzioni ai diversi responsabili aziendali impegnati in attività che implicano un conflitto d'interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi degli aderenti;
- informare il FP e/o gli aderenti sulla natura e le fonti dei conflitti, qualora i presidi non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi degli aderenti sia scongiurato.

Si potrebbe inoltre introdurre l'obbligo di formulare per iscritto e rispettare un'efficace politica di gestione dei conflitti d'interesse adeguata alle proprie dimensioni e alla complessità della propria attività. In tal senso potrebbe essere immaginabile una generalizzazione dell'obbligo di predisposizione di un documento sui conflitti d'interesse (artt. 25 e 39 del Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis TUF), oggetto di aggiornamento continuo.

Anche in relazione all'identificazione delle fattispecie rilevanti di conflitto, si potrebbe riprendere l'impostazione della MiFID. A tale riguardo gli articoli 24 e 38 del citato regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia prevede che:

“Ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse, gli intermediari considerano se a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante¹ o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:

- a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;*
- b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;*
- c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;*
- d) svolgano la medesima attività del cliente;*
- e) ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio”.*

¹ Il Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia definisce all'art. 2, comma 1, lett. p) “soggetto rilevante” il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie:

- i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto d'interesse, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario;
- ii) dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario;
- iii) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario.

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

L'ambito di applicazione del nuovo modello

La disciplina vigente in materia di conflitti d'interesse appare tarata sulle caratteristiche dei fondi pensione negoziali in gestione convenzionata. Essa pone problemi applicativi rispetto alle altre forme pensionistiche.

La nuova disciplina dei conflitti d'interesse dovrebbe riguardare tutte le tipologie di fondi pensione, per espressa previsione di legge. L'omogeneizzazione delle regole applicabili a tutte le forme pensionistiche, inoltre, è uno dei capisaldi della nuova disciplina della previdenza complementare. I principi generali estratti dalla MiFID dovrebbero trovare applicazione per tutte le tipologie di forme pensionistiche complementari compresi i fondi pensione preesistenti, soggettivizzati e non soggettivizzati, le polizze previdenziali, e i fondi pensione aperti.

Nel caso di conferimento di un mandato di gestione, gli obblighi indicati nel paragrafo precedente ricadrebbero principalmente sul gestore.

Nel caso di gestione diretta, sia che essa sia riferita all'intero portafoglio, sia che riguardi solo una porzione di esso gli obblighi di gestione dei conflitti di interesse sarebbero applicati integralmente anche al fondo pensione. Si evidenzia che l'estensione della nuova disciplina ai fondi pensione preesistenti che gestiscono direttamente le risorse richiederebbe uno sforzo di adeguamento organizzativo e procedurale considerevole. Non appare d'altro canto opportuno mantenere lacune ordinamentali che creino disparità concorrenziali e che non assicurino un elevato livello di protezione degli aderenti alle forme pensionistiche complementari.

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

Situazioni specifiche di conflitto d'interesse

Il modello di gestione dei conflitti d'interesse definito dalla direttiva MiFID è flessibile e disciplina tutte le potenziali situazioni di conflitto. Come già indicato, esso è tuttavia concepito con riferimento alla realtà operativa delle imprese di investimento. Si può dunque valutare la possibilità di prevedere una disciplina specifica per alcune fattispecie che sono tipiche della realtà operativa delle forme pensionistiche.

Come detto, l'art. 7, comma 2, del DM 703/96 prevede un generico e diffuso obbligo di comunicazione a Covip per qualsiasi investimento in titoli emessi dai sottoscrittori delle fonti istitutive, dai datori di lavoro tenuti alla contribuzione, dai loro gruppi e dalle parti correlate, e in relazione allo svolgimento di servizi di investimento da parte di soggetti del gruppo.

Tale disposizione prevede la necessità di una comunicazione tempestiva anche in caso di un investimento minimo in tali strumenti. Come detto, questa impostazione rischia di generare un elevatissimo flusso informativo, tanto pesante dal punto di vista organizzativo quanto poco utile ai fini della effettiva tutela degli interessi degli aderenti. Il problema è particolarmente avvertito per i piani attivati a livello di gruppo (es. fondi pensione bancari-assicurativi; gruppi d'aziende...), nei quali sono coinvolti complesse realtà aziendali.

Si può valutare la possibilità di non mantenere nella nuova disciplina previsioni specifiche per questa fattispecie che sarebbe comunque contemplata nello schema definito dalla MiFID.

D'altro canto, questo tipo di conflitto è tipico solo delle forme pensionistiche. Può dunque essere opportuna una disciplina specifica, che ad esempio richiede comunque la comunicazione delle operazioni concluse, a prescindere dalla valutazione sull'adeguatezza delle misure adottate per la gestione del conflitto d'interesse.

In questo caso, si potrebbero indicare delle soglie di rilevanza per le operazioni, in modo da ridurre gli oneri di comunicazione e da selezionare le operazioni effettivamente significative.

In secondo luogo potrebbe essere utile differenziare gli oneri comunicativi a seconda che si sia in presenza di una gestione convenzionata – secondo lo schema classico dell'art. 6 D.Lgs. 252/05 – o in ipotesi di gestione diretta da parte di Fp preesistenti. Nel caso della gestione convenzionata il Fondo pensione non può infatti interferire sistematicamente nell'attività del gestore che non ha legami con i sottoscrittori delle fonti istitutive, i datori di lavoro tenuti alla contribuzione, o le imprese dei loro gruppi.

La disciplina vigente individua come fattispecie tipica di conflitto d'interesse quella derivante dall'investimento da parte dei gestori in titoli emessi dalla banca depositaria. Anche in questo caso gli obblighi di comunicazione prescindono dalla dimensione dell'operazione.

Anche questa fattispecie di conflitto rientrerebbe nel quadro generale di gestione dei conflitti definito dalla MiFID. Occorre valutare se integrare la disciplina generale mutuata dalla MiFID con previsioni specifiche. In particolare, tali previsioni potrebbero anche in questo caso configurarsi come obblighi di comunicazione delle operazioni concluse, eventualmente identificando delle soglie di rilevanza.

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?

D46. Quali fattispecie di conflitto dovrebbero essere specificamente disciplinate?

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)??

Le procedure di comunicazione delle situazioni di conflitto d'interesse

L'art. 7 del DM 703/96, prevede, relativamente ai conflitti d'interesse relativi ad investimenti nell'ambito dei rapporti di gruppo, che i gestori informino il FP, il quale, nella persona del legale rappresentante/Responsabile FP aperto è tenuto a darne comunicazione alla Covip. A sua volta, la Covip può richiedere una comunicazione agli aderenti.

Può essere opportuno identificare per ciascuna tipologia di Fp, compresi i FP preesistenti e i Pip, quali siano gli organi ai quali il gestore è tenuto a inviare la comunicazione.

Si può poi valutare la possibilità di lasciare agli organi del Fp la decisione sull'opportunità di informare gli aderenti, secondo criteri e modalità definite dalla Covip, e ferma restando la possibilità per quest'ultima di disporre l'obbligo di comunicare specifiche informazioni. Questo tipo di approccio responsabilizzerebbe maggiormente i fondi pensione.

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

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?

I conflitti d'interesse degli esponenti apicali, dei componenti degli organi decisionali e di controllo dei fondi pensione

Si dovrebbe prevedere un trattamento specifico per le ipotesi in cui degli esponenti apicali, dei componenti degli organi decisionali e di controllo dei fondi pensione abbiamo un proprio interesse in relazione ad una determinata operazione che deve essere posta in essere.

Attualmente questo tipo di conflitti d'interesse rientra, ai sensi dell'articolo 8, comma 4, del DM 703/96, nell'ambito delle "altre situazioni rilevanti ai fini del conflitto di interesse" di cui all'art. 8, comma 1, lettera d), del medesimo decreto. Anche in questo caso la tutela degli aderenti è affidata alla trasparenza, e si sono già evidenziati i limiti di questo tipo di protezione.

L'ordinamento offre, con l'art. 2391 del codice civile, un modello più avanzato di gestione del conflitto d'interesse degli esponenti apicali delle organizzazioni. Ispirandosi a questa disciplina, è ipotizzabile un modello che si fondi sull'obbligo di comunicazione da parte degli interessati dei propri interessi in una determinata operazione o decisione. La persona interessata dovrebbe astenersi dalla decisione e, quando si tratti di una decisione di sua competenza, sottoporla all'organo collegiale competente (es. la decisione di competenza del presidente potrebbe essere sottoposta all'attenzione del CdA). Il mancato rispetto degli obblighi di astensione potrebbe essere sanzionato attraverso la impugnabilità della decisione. In caso di decisione di competenza di un organo collegiale, la delibera sarebbe impugnabile in presenza del voto determinante del membro portatore di un proprio interesse. I soggetti legittimati a impugnare la decisione potrebbero essere i componenti dell'organo collegiale che non hanno contribuito alla sua adozione, altri organi della forma pensionistica e la Covip.

Un approccio di questo tipo potrebbe poi essere completato da obblighi di informazione verso l'autorità di vigilanza e di trasparenza verso gli aderenti. Le decisioni, inoltre, dovrebbero essere adeguatamente motivate in relazione all'interesse degli aderenti.

Questi obblighi troverebbero applicazione, ad esempio, nella selezione degli *outsourcer* e dei fornitori. Ad esempio, nel caso di fondi pensione negoziali del settore bancario o assicurativo, ai fini dell'affidamento del mandato di gestione a un soggetto del gruppo del datore di lavoro, la scelta dovrebbe essere oggetto di adeguata motivazione in relazione agli interessi degli aderenti.

La regolazione dei conflitti d'interesse degli esponenti apicali, dei componenti degli organi decisionali e di controllo dei fondi pensione, dovrebbe riguardare esclusivamente i soggetti e gli organi non già disciplinati: verrebbero dunque inclusi organi collegiali e esponenti delle forme negoziali interne e dei fondi soggettivizzati, nonché il responsabile dei fondi pensione aperti e dei Pip e i componenti degli organismi di sorveglianza; sarebbero esclusi, perché già regolati, gli esponenti apicali e quelli degli organi collegiali degli enti istitutori di fondi pensione aperti.

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?

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

Incompatibilità

Occorre infine valutare le ipotesi di incompatibilità.

L'art. 8, comma 8, del DM 703/96 ne individua alcune.

Quelle relative alle funzioni di amministrazione direzione e controllo del fondo e le analoghe funzioni del gestore convenzionato, sono volte a evitare che si venga a determinare un conflitto di doveri in capo ad alcuni soggetti.

Non sembra rispondere a questa *ratio*, viceversa, l'incompatibilità tra le funzioni di amministrazione direzione e controllo del fondo e le funzioni di direzione presso i soggetti sottoscrittori. A ben vedere, infatti, l'esercizio delle proprie funzioni (principalmente la definizione del bacino dei potenziali aderenti e dell'ammontare della contribuzione datoriale e del lavoratore) da parte di chi ha funzioni di direzione presso i soggetti sottoscrittori non entra in conflitto di per sé con la funzione di amministrazione dei fondi. Si può anzi sostenere che le due funzioni hanno di norma interessi coincidenti.

Peraltro non si può sottacere che i soggetti sottoscrittori mantengono un forte potere sulle forme pensionistiche complementari negoziali modificando il regolamento elettorale, formando le liste per le elezioni delle assemblee dei delegati e individuando, di fatto, gli amministratori dei fondi.

D52. Quali ipotesi di incompatibilità occorrerebbe prevedere?