



**ASSOGESTIONI**

associazione del risparmio gestito

Roma, 30 settembre 2011

Spett.le  
COVIP  
Via in Arcione, 71  
00187 Roma

Prot. N. 522/11

Anticipata mezzo posta elettronica [consultazione@covip.it](mailto:consultazione@covip.it)

**Risposta alla consultazione pubblica in materia di “Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”.**

**Considerazioni generali.** Nel rispondere all’invito di codesta rispettabile Autorità a formulare osservazioni in ordine al documento di consultazione inerente alle “Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento” (di seguito, il Documento), Assogestioni intende innanzitutto ringraziare per l’opportunità offerta.

Stante il generale apprezzamento per le finalità che il Documento si prefigge, appare, tuttavia, opportuno segnalare come le disposizioni in esso contenute presentino notevoli profili di criticità per le società di gestione del risparmio (di seguito, le SGR) sia quali istitutori/gestori di fondi pensione aperti sia in veste di gestori di fondi pensioni negoziali e appaiono, per certi versi, di scarsa efficacia nelle more dell’emanazione, da parte del Ministero dell’economia e delle finanze, delle nuove disposizioni che regolamenteranno l’attività di investimento dei fondi pensione (nuovo dm n. 703 del 1996). A ciò si aggiunga che, anche considerando le prescrizioni contenute nella direttiva 2003/41/CE (direttiva IORP), nonché l’attuale assetto regolamentare della previdenza complementare, il Documento appare piuttosto eccessivo per la categoria dei fondi pensione aperti.

Ed invero, le disposizioni contenute nel Documento, seppur volte alla razionalizzazione/semplificazione del processo di programmazione e di attuazione della politica di investimento delle forme pensionistiche complementari, non appaiono prendere nella dovuta considerazione le diverse specificità che caratterizzano ciascuna forma pensionistica.

In particolar modo, sul versante delle SGR, le prescrizioni in esso contenute risultano, infatti, disancorate dalla realtà operativa delle stesse.

Come è dato leggere dalla relazione introduttiva, *le istruzioni fornite hanno valenza generale e dovranno essere inserite nell’ambito delle discipline che regolano il funzionamento delle varie tipologie di forme pensionistiche.* La stessa relazione precisa, poi, che *le società istitutrici dei fondi pensione aperti, nel documento, dovranno esplicitare le linee di indirizzo da seguire nell’investire i mezzi finanziari*



*dedicati alla specifica finalità previdenziale, tenendo conto, per quanto riguarda gli aspetti organizzativi, delle norme di settore.*

Tuttavia, a prescindere dalle suddette precisazioni, nel Documento in consultazione non si ravvisa la presenza di disposizioni che tengano in debito conto delle diversità e caratteristiche proprie di ciascuna forma pensionistica tali da giustificare, invece, una trattazione diversa a seconda della natura giuridica propria di ciascuna di esse.

Per ciò che concerne, in particolare, le SGR, le nuove previsioni contenute nel Documento, appaiono sovrapporsi ai requisiti generali organizzativi e ai principi di *governance* in esse presenti, che già richiedono l'adozione di appositi presidi di tutela, nonché la presenza di specifiche procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, secondo quanto previsto dalla normativa di settore.

Il Documento medesimo, infatti, è privo di un coordinamento con il Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007 (di seguito, il Regolamento Congiunto), in particolar modo nella parte in cui dispone in merito ai compiti e alle responsabilità dei soggetti coinvolti nelle varie fasi del processo di investimento dei fondi pensione (cfr. articolo 4 del Documento), nonché in ordine al sistema dei controlli e valutazione dei risultati conseguiti (cfr. articolo 5 del Documento) e, ancora prima, con quanto già stabilito nel Provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio (di seguito, il Provvedimento).

Il Regolamento Congiunto prevede, infatti, che le SGR *si dotino di una organizzazione volta ad assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale*, di solidi dispositivi di governo societario e di processi decisionali che specifichino, in forma chiara e documentata, i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità (cfr. articolo 5 del Regolamento Congiunto). A tale riguardo, la normativa in esame prevede una specifica distinzione tra i soggetti rilevanti che partecipano alla prestazione dell'attività di investimento e la funzione di controllo del rischio, in luogo della "funzione finanza" prevista dal Documento.

Inoltre, è previsto che gli intermediari *adottino, applichino e mantengano procedure idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi* (cfr. articolo 15, comma 1, del Regolamento Congiunto). A tal fine, gli intermediari *adottano, applicano e mantengono procedure per la prestazione dei servizi che specificano in forma chiara e documentata i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti e consentono di ricostruire i comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi* (articolo 15, comma 2, lettera a), del Regolamento Congiunto).

In conformità alle menzionate disposizioni, le SGR sono quindi tenute a predisporre e applicare specifiche procedure (relative alle operazioni di investimento e disinvestimento dei patrimoni gestiti), in base alle quali sono definiti e posti in essere i diversi processi decisionali. Nelle predette procedure vengono normalmente descritti i processi interni e gli ulteriori eventuali strumenti necessari alla tracciabilità del processo decisionale, anche al fine di fornire agli organi competenti



(es. organo di supervisione strategica, organo con funzioni di gestione, organo con funzione di controllo, etc.) uno strumento di analisi completo ed omogeneo.

Ancor prima del Regolamento Congiunto, già la Banca d'Italia, con il citato Provvedimento, obbligava le SGR *a configurare il processo di investimento in modo coerente con le caratteristiche dei patrimoni gestiti*, formalizzandolo in un apposito documento approvato dall'organo amministrativo che definiva, tra l'altro, le unità organizzative responsabili e le modalità di trasmissione delle informazioni. L'attività di gestione era, infatti, rappresentata dalla Banca d'Italia *come un processo complesso costituito da una serie di decisioni dal livello di dettaglio crescente* (cfr. Titolo IV, Capitolo III, Sezione II, paragrafo 2).

Alla luce di quanto sin qui osservato, non v'è dubbio che il Documento in consultazione, inserendosi in un contesto di norme e di strutture organizzative già consolidate, finisce per ingessare e impedire il corretto svolgimento dell'attività gestoria.

Risulta, quindi, necessario che la COVIP riveda la disciplina in parola con un apposito rinvio alle norme di settore, che per le SGR già regolamentano, in maniera completa ed efficace, i processi di investimento e i conseguenti sistemi di controllo. Ad ogni buon conto, si evidenzia come la Commissione, già in precedenti Provvedimenti, abbia operato un rinvio alla normativa di settore piuttosto che procedere ad una nuova e diversa regolamentazione (si ricordi, a titolo esemplificativo, il Regolamento sulle modalità di adesione alle forme pensionistiche complementari).

Con riferimento, poi, ai possibili scenari evolutivi della normativa in materia di investimenti (nuovo dm 703 del 1996), il Documento sembra non tener conto dei nuovi criteri e principi direttivi che dovrebbero essere posti alla base dei processi di investimento. Giova, in proposito, ricordare come la scrivente Associazione, già in occasione della consultazione avviata dal Ministero a fine 2007, colse 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. A ciò si aggiunga che, Assogestioni, aveva altresì accolto con favore 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.

È anche per tali ragioni, quindi, che siamo a richiedere un rinvio della consultazione ad un momento successivo all'emanazione della nuova disciplina sui limiti agli investimenti e sui conflitti di interessi per i fondi pensione.

L'inadeguatezza del Documento in parola per i fondi pensione aperti lo si evince, poi, anche con riguardo all'articolo 1, comma 1, il quale dispone che il Documento si applichi a tutte le forme pensionistiche complementari che abbiano un numero di aderenti/pensionati superiori a 1000 unità. Per tale tipologia di fondi, infatti, non è facilmente individuabile il momento in cui la soglia delle 1000 unità (o qualsiasi altra diversa soglia) venga raggiunta. Sarebbe, comunque, maggiormente



opportuno, oltre alla soglia numerica degli aderenti e dei pensionati, individuare una soglia di rilevanza patrimoniale.

Da ultimo, con riferimento alla necessità di informare gli aderenti sulle scelte di investimento e sugli obiettivi e criteri della propria politica di investimento *ex* articolo 6, comma 5-*quater*, del d.lgs. n. 252 del 2005, pur essendo, questa, una norma di derivazione comunitaria, appare opportuno ricordare come già i regolamenti di gestione dei fondi pensione aperti, la nota informativa e la comunicazione periodica agli iscritti contengano dati e informazioni affinché gli aderenti alle forme pensionistiche siano edotti sulle politiche di investimento e sui risultati di gestione conseguiti da ciascun comparto, nonché sulle modalità di attuazione di politiche che prendano in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali, qualora l'intenzione a considerare tali aspetti fosse stata indicata in sede di descrizione della politica di investimento.

Al di là di queste considerazioni di carattere generale, le pagine che seguono riproducono commenti e osservazioni specifiche, con proposte di revisione e/o integrazione a ciascuno degli articoli che compongono il Documento posto in consultazione.

### **Considerazioni specifiche**

#### **Articolo 1 – Documento sulla politica di investimento.**

Ferme restando le considerazioni già espresse nella Parte generale, con riguardo al comma 8 dell'articolo in parola, se ne richiede la eliminazione in virtù della circostanza che, sia la Nota informativa sia la comunicazione agli iscritti, rappresentano lo strumento più idoneo per fornire informazioni.

Con specifico riferimento al comma 9, invece, al fine di evitare disomogeneità di rappresentazione da parte degli operatori, si richiede alla Commissione di fornire indicazioni, anche mediante avvio di una consultazione pubblica, su come la Nota informativa da consegnare agli aderenti debba contenere una *sintesi semplice e chiara delle principali informazioni* sulla politica di investimento (rendimento-rischio e orizzonte temporale dei diversi comparti). Si evidenzia, comunque, come lo schema di Nota informativa già contiene un adeguato numero di dati e informazioni di talché, l'inserimento nella stessa di ulteriori notizie, potrebbe determinarne un inutile appesantimento.

#### **Articolo 2 – Obiettivi della politica di investimento**

Per quanto concerne il comma 2 dell'articolo in parola, si richiede di definire, in modo puntuale, quanto in esso enunciato con particolare riferimento: al *rendimento efficiente nell'arco temporale degli impegni assunti*; alla *massimizzazione del montante accumulato*; al *livello di rischio ritenuto accettabile*. Si chiede, altresì, di specificare che, anche nel caso di gestione delegata, o su convenzione, tali obblighi incombono esclusivamente sulla forma pensionistica e non già sul gestore.

Con riferimento al comma 4, si evidenziano alcune criticità legate alla concreta attuazione di quanto richiesto dalla Commissione.



Innanzitutto, infatti, è richiesto alle forme pensionistiche di esplicitare, per ogni comparto, il rendimento medio annuo atteso nell'arco temporale definito dalla gestione senza, tuttavia, che siano fornite specifiche indicazioni sulla metodologia e sui criteri che la forma pensionistica deve adottare.

La previsione, così come formulata, avrebbe quindi ricadute non secondarie in termini di comparabilità di comparti appartenenti a diverse forme pensionistiche e aventi caratteristiche analoghe, con effetti anche fuorvianti nei confronti dei potenziali aderenti.

Per evitare tali effetti, la forma pensionistica dovrebbe rendere pubblici, e spiegare in maniera chiara, i modelli utilizzati e le ipotesi su cui si basano tali stime previsionali, con un evidente appesantimento in termini di informativa verso gli aderenti. In relazione a quest'ultimo aspetto è necessario, inoltre, considerare un potenziale elemento di disallineamento e incoerenza con l'informativa del Progetto esemplificativo, che si basa, invece, sull'utilizzo di una metodologia standardizzata definita dalla COVIP stessa.

Si richiede, pertanto, di rivalutare la portata di tale comma.

### **Articolo 3 – Criteri di attuazione della politica di investimento**

In aggiunta a quanto già evidenziato nella Parte generale, si chiede di fornire chiarimenti circa *gli strumenti alternativi* e i *contratti derivati*, affinché si possa poi procedere ad una *più rigorosa attività di analisi e verifica* prima dell'investimento in tali strumenti (cfr. lettera *b*) del comma 1).

Con riferimento, poi, alla lettera *e*) del medesimo comma 1, si richiede alla COVIP di far espresso rinvio a quanto già disposto dall'articolo 32 del Regolamento Congiunto in tema di "Strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari degli OICR gestiti".

### **Articolo 4 – Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento**

In virtù di quanto evidenziato nella Parte generale, si ritiene inopportuna una individuazione e descrizione di dettaglio dei compiti e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento. Con specifico riferimento alle SGR, infatti, il Regolamento Congiunto già dispone in tal senso.

### **Articolo 5 – Sistemi di controllo della gestione finanziaria.**

Con riguardo alla necessità, da parte del fondo pensione, di redigere, per ogni comparto, un *manuale di controllo della gestione finanziaria* (cfr. comma 2 del predetto articolo), appare opportuno evidenziare come le SGR già prevedono, attraverso norme di autoregolamentazione, integrative e complementari al Regolamento Congiunto, delle procedure interne da seguire nella fase di controllo. Per tale motivo si richiede alla COVIP di eliminare tale previsione per i fondi pensione dalle stesse istituti.



Con riferimento al comma 6, si richiede, poi, la riformulazione della previsione la cui interpretazione letterale lascerebbe intendere l'esistenza di sistemi di controllo del rischio "*pre-trade*" difficilmente applicabili.

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

Il Direttore Generale