

**COMMISSIONE PARLAMENTARE
DI CONTROLLO SULLE ATTIVITÀ DEGLI
ENTI GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE
DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE**

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

9.

SEDUTA DI GIOVEDÌ 4 GIUGNO 2015

PRESIDENZA DELLA VICEPRESIDENTE **TITTI DI SALVO**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		DELLE PRESTAZIONI FORNITE, ANCHE NEL SETTORE ASSISTENZIALE	
Di Salvo Titti, <i>Presidente</i>	3	Audizione della Commissaria della CONSOB, Anna Genovese:	
INDAGINE CONOSCITIVA SULLA GE- STIONE DEL RISPARMIO PREVIDEN- ZIALE DA PARTE DEI FONDI PENSIONE E CASSE PROFESSIONALI, CON RIFE- RIMENTO AGLI INVESTIMENTI MOBI- LIARI E IMMOBILIARI, E TIPOLOGIA		Di Salvo Titti, <i>Presidente</i>	3, 7, 10
		Genovese Anna, <i>commissaria della CON- SOB</i>	3, 7
		ALLEGATO: Documentazione presentata dalla Consob	11

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DELLA VICEPRESIDENTE
TITTI DI SALVO

La seduta comincia alle 8.45.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

**Audizione della Commissaria della
CONSOB, Anna Genovese.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale da parte dei Fondi pensione e Casse professionali, con riferimento agli investimenti mobiliari e immobiliari, e tipologia delle prestazioni fornite, anche nel settore assistenziale, l'audizione della professoressa Anna Genovese, commissaria della CONSOB. Avverto che la professoressa Genovese è accompagnata dal dottor Giuseppe D'Agostino, vicedirettore generale della CONSOB, dal dottor Gabriele Aulicino, responsabile dell'Ufficio Attività Parlamentare della CONSOB e dal dottor Manlio Pisu, responsabile dell'Ufficio Stampa della CONSOB.

Do la parola alla commissaria della CONSOB, Anna Genovese.

ANNA GENOVESE, *commissaria della CONSOB*. Grazie, signora presidente. A nome dell'autorità che rappresento ringrazio questa Commissione parlamentare di controllo per l'invito a partecipare al ciclo di audizioni nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale dei Fondi pensione e delle Casse previdenziali.

La CONSOB ritiene l'incontro un'occasione preziosa per poter illustrare ruolo e competenze dell'autorità di controllo sui mercati finanziari nell'importantissimo settore della previdenza complementare, snodo centrale per la stabilità del sistema finanziario domestico, oltre che per la sicurezza delle persone, e attualmente oggetto di grande interesse politico istituzionale anche per la sua capacità potenziale di generare flussi finanziari a sostegno dell'economia reale.

Il mio intervento si aprirà con una breve rappresentazione della rilevanza economica del settore del risparmio previdenziale in Italia. A ciò farà seguito un'illustrazione del quadro normativo di riferimento per la vigilanza, con identificazione dei ruoli e delle responsabilità delle autorità coinvolte.

La chiarezza del quadro normativo e la sua congruità rispetto agli obiettivi perseguiti dal legislatore sono presupposti imprescindibili per un appropriato funzionamento del sistema previdenziale nel suo complesso. Valutare se l'attuale riparto delle competenze di vigilanza sul settore previdenziale sia soddisfacente, razionale ed efficiente compete al Governo e al Parlamento. La ricognizione di tale quadro, operata dal punto di osservazione della CONSOB, punta ad offrire ai decisori politici elementi per tale valutazione.

Con specifico riguardo alle competenze della CONSOB in materia di intermediari gestori e alle modalità concrete con cui l'istituto esercita i relativi poteri, saranno anche fornite evidenze circa le problematiche di maggior rilievo emerse nell'ambito delle azioni di vigilanza effettuate dalla CONSOB e che hanno avuto riguardo ai rapporti tra intermediari gestori e investitori di risparmio di natura previdenziale.

A conclusione formulerò talune considerazioni sulle linee di tendenza rilevabili nel settore e sul tema del ruolo che il risparmio previdenziale potrebbe giocare nell'ambito del sistema finanziario italiano.

Nell'ultimo ventennio il risparmio previdenziale è stato interessato da profondi mutamenti strutturali, discendenti dall'esigenza di assicurare la sostenibilità nel lungo periodo del sistema pensionistico complessivamente considerato. Ciò tenuto conto del progressivo allungamento della vita media e della necessità di garantire la stabilità dei conti pubblici in una prospettiva di lungo periodo, senza rinunciare ad assicurare al contempo un tenore di vita adeguato alla popolazione in età avanzata. Sono state istituite perciò le cosiddette forme di previdenza complementare, deputate ad affiancare la previdenza pubblica e obbligatoria.

Il processo ha reso la previdenza italiana più simile a quella di tutti gli altri Paesi sviluppati. Tuttavia, la rilevanza delle forme di previdenza complementare rispetto alla previdenza pubblica in Italia è ancora molto diversa da quella di altri Paesi solitamente presi a raffronto. In Italia gran parte del sistema pensionistico è ancora di natura pubblica, mentre lo sviluppo di forme pensionistiche complementari risulta estremamente contenuto.

In base ai dati OCSE, nel 2013 la spesa pensionistica complessiva in Italia (erogazioni), misurata rispetto al PIL, risultava la più elevata tra i Paesi considerati nell'indagine, pari al 16 per cento circa a fronte di una media dei Paesi OCSE inferiore al 10 per cento. Di tale spesa solo una minima parte è riconducibile a forme di previdenza complementare.

In generale, da più parti si denuncia il ritardo che caratterizza il nostro Paese in questo campo. Tale ritardo, che si riscontra su diversi fronti, è difficilmente controvertibile e dipende da molteplici fattori.

In primo luogo, le riforme che hanno interessato il sistema pensionistico pubblico per loro natura cominceranno a dispiegare i propri effetti solo nel lungo periodo. Sembra esservi quindi ancora scarsa consapevolezza della portata di tali riforme. In particolare, non sono avvertite pienamente le rilevanti implicazioni del passaggio da un metodo di calcolo della pensione di tipo retributivo a uno di tipo contributivo sull'ammontare della prestazione pensionistica futura. Di conseguenza, vi è scarsa consapevolezza dell'importanza della pensione complementare.

In secondo luogo, sussiste una scarsa conoscenza da parte delle famiglie dei benefici apportati dall'adesione volontaria a forme pensionistiche complementari. L'Italia si caratterizza infatti per un grado di educazione finanziaria molto contenuto, che rappresenta una delle cause non solo del mancato sviluppo del settore dei fondi pensione, ma anche del basso utilizzo dei servizi di investimento a più alto valore aggiunto (consulenza e gestione portafoglio).

Gran parte della ricchezza delle famiglie continua ad essere investita in depositi e risparmio postale (ben oltre il 45 per cento), mentre l'investimento in prodotti del risparmio gestito si colloca attorno al 16 per cento delle risorse finanziarie complessive. Il mancato sviluppo in Italia del settore dei fondi pensione risulta evidente anche se si osservano le dimensioni relative di esso, con riferimento agli attivi.

Nel 2013 il totale attivo dei fondi pensione privati italiani rappresentava il 6 per cento circa del PIL, a fronte di un valore medio dei Paesi OCSE superiore al 36 per cento. Dati OCSE evidenziano altresì come il portafoglio dei fondi pensione italiani sia caratterizzato da una maggiore esposizione diretta ai titoli di Stato rispetto ai Paesi dove la previdenza complementare è più radicata e sviluppata.

Tali dati confermano la bassa propensione dei fondi pensione italiani a investire in azioni, verosimilmente in ragione del rischio tipico incorporato dallo strumento. Vale però la pena di sottolineare che proprio questi fondi, se e in quanto investitori con un orizzonte temporale esteso, potrebbero beneficiare in modo particolare delle caratteristiche dei rendimenti azionari, la cui volatilità nel lungo periodo tende ad essere inferiore a quella nel breve.

Sembrano esserci quindi non esigui margini per accrescere la massa e anche la valorizzazione del risparmio previdenziale in Italia, senza per questo rinunciare alla protezione dello stesso e articolando in modo appropriato il portafoglio di investimenti dei fondi.

Il tema specifico della valorizzazione delle forme di previdenza complementare a base volontaria peraltro è un capitolo del tema più vasto della valorizzazione della previdenza e del risparmio previdenziale, che include anche i contributi obbligatori che gli iscritti versano agli enti previdenziali privatizzati, *ex* decreto legislativo n. 509 del 1994, e privati, *ex* decreto legislativo n. 103 del 1996.

Per i fini della presente audizione saranno di volta in volta evidenziati i profili di interesse CONSOB per i quali, ferma la comune appartenenza al comparto previdenziale, sussistono tratti comuni o differenze tra forme previdenziali complementari volontarie e Casse professionali ad adesione obbligatoria.

Passo a descrivere il quadro normativo e istituzionale di riferimento. L'introduzione di una prima disciplina organica della previdenza complementare si deve al decreto legislativo n. 124 del 1993, successivamente sostituito dal decreto legislativo n. 252 del 2005, che attualmente regola la materia, individuando le principali tipologie di forme pensionistiche complementari (fondi negoziali, fondi aperti, PIP e fondi preesistenti) e riconoscendo anche agli enti previdenziali privati e privatizzati, cioè le Casse professionali, la facoltà di istituire forme pensionistiche complementari.

Un tassello importante del quadro normativo è rappresentato dall'assetto della vigilanza di settore, che è incentrato sulla Covip. Fondi negoziali, fondi aperti, PIP e fondi preesistenti sono iscritti in un unico Albo, l'Albo dei fondi pensione, suddiviso per sezioni, gestito dalla Covip, ente con personalità giuridica di diritto pubblico vigilato dal Ministero del lavoro.

La vigilanza condotta dalla Covip nei confronti delle forme pensionistiche complementari è a spettro esteso, includendo poteri regolamentari, informativi, ispettivi e sanzionatori. Sugli enti previdenziali privatizzati o privati (Casse professionali) l'assetto della vigilanza pubblica invece è più articolato e tuttora in fase di completamento.

Ciò chiarito, va segnalato che nel settore delle forme pensionistiche complementari è previsto l'intervento a vario titolo di intermediari finanziari autorizzati e assoggettati al TUF o al TUB, Testo unico sull'intermediazione finanziaria e Testo unico bancario. I fondi pensione aperti, infatti, sono promossi e anche gestiti da banche, società di gestione del risparmio (SGR) società di intermediazione mobiliare (SIM), oltre che da imprese di assicurazione autorizzate al ramo sesto (questo vale anche per i PIP).

La gestione dei fondi negoziali di categoria, invece, pur non escludendo entro certi limiti taluni investimenti diretti, prevede che le risorse raccolte dal fondo siano di massima affidate a soggetti abilitati alla gestione professionale del risparmio, secondo le disposizioni dell'ordinamento italiano, quindi di nuovo banche, società di gestione del risparmio, società di intermediazione mobiliare, qui in veste di prestatori di servizi di investimento.

La gestione può essere demandata anche a imprese di assicurazione o a imprese svolgenti le medesime attività in regime di libera prestazione, con sede in uno dei Paesi aderenti all'Unione europea e che prestano in Italia, in regime di mutuo riconoscimento, i servizi. La prassi è nel senso del generalizzato ricorso a convenzioni di gestione professionale.

Per i fondi preesistenti, stante l'eterogeneità di situazioni, non può farsi un discorso unitario. In ogni caso, non può escludersi la gestione delle risorse da parte di intermediari finanziari autorizzati TUF o TUB, ai quali possono rivolgersi anche gli enti previdenziali privati o privatizzati. I PIP invece sono sempre promossi e gestiti da imprese di assicurazione.

Ad esclusione dei PIP, quindi, nella gestione del risparmio previdenziale vi è un significativo coinvolgimento di intermediari finanziari assoggettati al TUF e alla vigilanza CONSOB. Come segnalato, tuttavia, la rilevante finalità sociale assegnata al risparmio previdenziale e agli investitori previdenziali ha portato il legislatore a ritenere necessario prevedere una vigilanza settoriale *ad hoc*, che è quella affidata alla Covip.

Le attribuzioni della Covip riguardano l'intero settore della previdenza complementare, fondi pensione negoziali, fondi preesistenti, fondi aperti, PIP e fondi istituiti da Casse professionali, e vertono tanto sulla trasparenza e la correttezza quanto sulla sana e prudente gestione.

In tema di rapporti internazionali la Covip è l'Autorità nazionale designata partecipare agli organismi nei quali operano, ove esistenti, le autorità dei Paesi competenti in materia di previdenza complementare. Pertanto nel comparto previdenziale la Covip assomma le competenze di vigilanza, che nell'ambito degli intermediari finanziari il TUF ripartisce fra Banca d'Italia e CONSOB, rispettivamente sana e prudente gestione affidata alla Banca d'Italia, e trasparenza e correttezza alla CONSOB.

In altre parole, nel settore della previdenza opera non il principio di vigilanza per finalità, ma quello della vigilanza settoriale e tendenzialmente esclusiva.

Ciò detto, mette conto segnalare anche che il generalizzato intervento di soggetti autorizzati TUF o TUB nella gestione del risparmio previdenziale produce, sul modello di vigilanza settoriale così delineato, talune interferenze da parte di discipline che si ispirano al diverso modello di vigilanza per finalità. Ne scaturisce un

assetto di competenze di vigilanza pubblica sugli attori del sistema di valorizzazione del risparmio previdenziale composito e indubbiamente meno lineare rispetto a quello che caratterizza il comparto finanziario in genere.

La circostanza che soggetti vigilati anche dalla CONSOB e segnatamente banche, SIM ed SGR possono istituire e gestire fondi pensioni aperti, oltre a prestare i servizi tipici delineati dal TUF in favore di investitori previdenziali, di per sé non esclude l'operatività del modello di vigilanza settoriale Covip, voluto dal legislatore per la previdenza complementare. La prestazione di attività rientrante in detto ambito assoggetta quindi automaticamente banche, SIM ed SGR alla vigilanza della Covip per quanto attiene al perimetro dell'attività in parola.

I controlli della Covip su tali soggetti nel caso di gestione del risparmio previdenziale sono pervasivi, ma non si estendono all'intero novero delle attività e dei servizi svolti dagli intermediari abilitati, rispetto ai quali permane il potere di vigilanza delle rispettive autorità di settore.

Fra vigilanza Covip e vigilanza CONSOB, per quanto concerne i rapporti tra i fondi negoziali oltre ai fondi preesistenti che abbiano deciso di non gestire direttamente le proprie risorse e alle Casse professionali, e gli intermediari soggetti alla vigilanza della CONSOB emergono ulteriori tratti di contiguità fattuale, rilevabili in connessione con la stipula di convenzioni di gestione, in base alle quali l'intermediario finanziario presta un servizio di gestione di portafoglio a favore del cliente investitore previdenziale.

In tale vigilanza dal punto di vista CONSOB vengono in rilievo le norme del TUF, che disciplinano il servizio di gestione individuale di patrimoni. Tali disposizioni peraltro si applicano alla fattispecie tenuto conto delle caratteristiche del tutto peculiari dell'investitore previdenziale, il quale risulta da un lato provvisto di un livello di sofisticazione finanziaria tale da essere presuntivamente qualificato dalla disciplina come investitore

professionale, dall'altro sottoposto, come ampiamente rappresentato, a vigilanza regolamentare informativa e ispettiva della Covip.

Non vi è invece alcuna forma di vigilanza da parte della CONSOB sugli investimenti effettuati in proprio dagli enti previdenziali privati o privatizzati in quanto tali, ove questi siano possibili e sebbene ciò integri gestione di risparmio previdenziale.

Dal quadro ricostruttivo delineato si desumono le limitazioni del ruolo attribuito alla CONSOB nella vigilanza sulla raccolta, gestione e valorizzazione del risparmio previdenziale. CONSOB interviene nei confronti dei soggetti gestori sottoposti alla vigilanza TUF solo quando svolgono attività o servizi che rientrano nella disciplina intermediaria dello stesso TUF.

PRESIDENTE. Scusi se la interrompo, professoressa, ma data la situazione legata all'inizio dei lavori di Camera e Senato, le vorrei proporre, avendo voi lasciato agli atti questo prezioso documento, di poterci rivedere in una sessione che consenta successivamente una discussione più adeguata al livello delle proposte che avete formulato.

ANNA GENOVESE, commissaria della CONSOB. Volentieri. Dal quadro ricostruttivo risultano anche quelle che sono le competenze CONSOB. In questo caso come in generale CONSOB ha competenza in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Va tuttavia notato che la vigilanza CONSOB sull'intermediario è concepita nel TUF come vigilanza su processi e procedure di gestione, mentre la vigilanza Covip è disegnata come vigilanza mirata e coincidente con lo scopo istituzionale dell'ente. Essa perciò, qualora interessi un intermediario TUF attivo nella previdenza complementare, investe una sola porzione dell'attività dell'intermediario, penetrandone molto a fondo i profili.

Salto alcune parti della relazione in cui viene descritto il modello di vigilanza che

in generale segue CONSOB nei confronti delle SGR, che risultano il soggetto che ha un coinvolgimento preponderante rispetto agli altri intermediari SIM e banche nell'attività di gestione su incarico delle risorse raccolte dagli investitori previdenziali. Passo a trattare le problematiche di vigilanza rilevate dalla CONSOB e connesse alla gestione di risparmio previdenziale.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza su SGR che hanno agito nell'interesse di operatori di forme pensionistiche complementari ed enti previdenziali, nell'ultimo triennio sono stati intercettati taluni profili di attenzione, soprattutto con riferimento all'operatività di SGR attive nel settore dei fondi comuni di investimento immobiliare riservati a investitori qualificati. In tale categoria di fondi la presenza degli investitori previdenziali appare significativa.

I profili di attenzione per la vigilanza sono stati originati negli anni più recenti dall'utilizzo di tale strumento esclusivamente al fine di beneficiare del regime fiscale favorevole con riferimento a patrimoni personali. Si è infatti assistito al fenomeno dei cosiddetti «fondi immobiliari veicolo», costituiti tramite apporto di un numero ristretto di partecipanti, spesso operatori del settore immobiliare.

Nell'ambito di un'istruttoria avviata nel 2013 sono stati rilevati aspetti di debolezza della *governance* delle SGR nella gestione dei fondi di investimento riservati, conseguenza della ristretta base di partecipanti e del ruolo preponderante sovente assunto da uno di essi, in forza dell'incidenza complessiva delle quote di pertinenza.

Il ruolo egemone del partecipante principale al fondo si è tradotto in taluni casi nell'imposizione alla società di soggetti terzi, riconducibili allo stesso, quali affidatari di rilevanti servizi connessi alla gestione degli immobili in patrimonio.

In un siffatto contesto la maggiore facilità di attuazione di condotte estranee ai canoni comportamentali previsti dalla normativa di settore, coniugata alla carente indipendenza dell'intermediario gestore, si è talora tradotta nella paralisi

dell'attività, a detrimento degli investitori minoritari del fondo anche professionali. Ciò anche perché l'attività di monitoraggio dell'operato del gestore da parte del fondo pensione o ente o Cassa di previdenza si è rilevata insufficiente o comunque tardiva. Questo nonostante tali investitori previdenziali fossero in alcuni casi ampiamente rappresentati, evidentemente da mandatari o delegati infedeli, impreparati o inidonei, negli organismi consultivi dei fondi di investimento.

In relazione alla vicenda richiamata, l'*enforcement* della disciplina TUF ha dato luogo al commissariamento della SGR da parte del MEF su richiesta della CONSOB, e a un procedimento CONSOB diretto alla irrogazione di una sanzione amministrativa alla SGR, che non si è ancora concluso.

In un numero limitato di casi, inoltre, sono state rilevate situazioni più gravi, in cui si è delineata la possibile rilevanza anche penale della fattispecie e gli esponenti aziendali della SGR sono stati fatti oggetto di segnalazione all'autorità giudiziaria da parte della CONSOB.

Tali vicende hanno riguardato una SGR attiva nel comparto dei fondi di *private equity*, che negli ultimi anni si era specializzata nella prestazione di servizi di investimento a favore di enti previdenziali, nonché una SGR di rilevanti dimensioni, operante nel settore dei fondi immobiliari.

Nel primo caso la vigilanza CONSOB è scattata nel 2014, a seguito di esposti e di un rapporto ispettivo inviato a CONSOB da Banca d'Italia, e l'istruttoria su tale vicenda è ancora in corso. Nel secondo caso l'attività di vigilanza è nata nel 2012 da un esposto anonimo, in cui venivano denunciate presunte irregolarità afferenti un'operazione di compravendita di un immobile posto in essere per conto del fondo immobiliare riservato a investitori qualificati. L'ente previdenziale era controparte del fondo.

L'analisi della documentazione acquisita ha confermato i contenuti dell'esposto e la CONSOB ha segnalato alla procura i fatti, ritenendoli potenzialmente configuranti in un'ipotesi di reato, e ha proceduto

nel contempo all'instaurazione di un procedimento sanzionatorio, già sfociato nell'irrogazione di sanzioni amministrative.

Situazioni di analoga gravità non sono invece emerse nei casi di rapporti di gestione tra SGR vigilate CONSOB e fondi pensioni negoziali e preesistenti. Si precisa altresì che specifiche iniziative di vigilanza in continuo sono in corso fra le altre sulle attività di una SGR che, in quanto attiva nel comparto dei fondi pensione, risulta al contempo interessata da interventi Covip per i profili di competenza.

Si segnala infine che CONSOB ha ricevuto anche alcuni esposti relativi a investimenti diretti asseritamente pregiudizievoli, posti in essere da enti previdenziali di diritto privato in azioni di comparti di società d'investimento a capitale variabile, autorizzate e controllate da autorità di vigilanza straniera, o in quote di fondi d'investimento comunitari non armonizzati ed extracomunitari mai notificati e in alcun modo passati al taglio dell'istituto.

In tali casi CONSOB ha dato riscontro agli esposti ricostruendo la disciplina rilevante e non intervenendo laddove la fattispecie esulasse dal perimetro delle proprie competenze.

A margine della ricostruzione fornita reputo utile presentare ai rappresentanti del Parlamento anche alcune considerazioni maturate all'interno dell'istituto sulle linee evolutive che possono impattare nel prossimo futuro il risparmio previdenziale.

Mette conto in primo luogo segnalare che il dettato dell'articolo 4 del TUF, dedicato alla collaborazione fra autorità e segnatamente Banca d'Italia, CONSOB, Covip e IVASS nel comparto del risparmio previdenziale, specie per quanto riguarda il coordinamento fra CONSOB e Covip, può migliorare e consentire di realizzare maggiore sinergia di vigilanza in un settore socialmente tanto rilevante.

Per altro verso, il contesto di integrazione accelerata del mercato dei capitali dal punto di vista della CONSOB impone di tenere conto sempre di più delle criticità intrinseche in questo processo, che investe anche il mercato del risparmio

gestito, che in quota parte è risparmio previdenziale. Sino ad oggi l'integrazione del mercato del risparmio gestito a livello europeo ha condotto a un crescente impegno CONSOB nel presidio dei meccanismi comunitari che consentono a società di gestione estere di commercializzare i propri prodotti in Italia.

Nell'ultimo triennio sono state controllate dalla CONSOB la completezza documentale e la regolarità procedurale di numerose notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di prodotti del risparmio gestito laddove, in assenza di commercializzazione cosiddetta « attiva » all'interno del territorio italiano, non è dato riscontrare invece competenze di vigilanza in capo alla CONSOB.

Vi è quindi permeabilità del comparto nazionale del risparmio gestito a offerte estere, che è dovuta essenzialmente alla possibilità che un investitore in proprio o per conto di terzi acquisti quote di fondi comuni di investimento esteri, rivolgendosi direttamente all'emittente o a chi ne cura la distribuzione all'estero e al di fuori di ogni controllo della CONSOB.

La crescente e per vari aspetti positiva integrazione europea del mercato del risparmio gestito rappresenta per il risparmio previdenziale nel contempo un'opportunità di maggior valorizzazione del risparmio, ma anche un maggior rischio, che però deve e può essere mitigato essenzialmente da regole organizzative di gestione e di controllo interno, nonché da misure volte ad accrescere la formazione finanziaria degli operatori e l'educazione finanziaria degli investitori. Formazione dei professionisti ed educazione finanziaria degli investitori possono infatti contribuire a ridurre i rischi di impropria gestione del risparmio previdenziale.

Su questi fronti la CONSOB è impegnata attivamente con molteplici progetti e con diversi soggetti istituzionali. L'educazione finanziaria, infatti, può anche accrescere nei risparmiatori la consapevolezza dell'importanza della previdenza complementare.

Il grado di consapevolezza degli italiani riguardo alla propria posizione reddituale nel futuro da pensionati potrà innalzarsi, a giudizio della CONSOB, anche per effetto nella recente iniziativa dell'INPS « La mia pensione ». Si tratta di un esercizio che consente a tutti di simulare informaticamente il trattamento previdenziale di cui si andrà a beneficiare. L'accresciuta consapevolezza potrà verosimilmente stimolare un nuovo interesse per la previdenza complementare, intesa come pilastro integrativo del reddito negli anni dopo l'uscita dal mondo del lavoro.

Concludo con alcune considerazioni riferite a un'ulteriore linea di tendenza che incrocia ambiti di interesse CONSOB, che è quella del possibile, maggior utilizzo del risparmio previdenziale a sostegno dell'economia reale. Dal punto di vista di un'autorità di tutela del risparmio quale CONSOB, è essenziale che ciò avvenga in condizioni di adeguata sicurezza dell'investimento, specie per quanto attiene alla salvaguardia della finalità sociale del risparmio in questione. Solo a tale condizione, infatti, il saldo netto di tale evoluzione potrà essere giudicato positivo.

Fermo questo, non v'è dubbio che in una prospettiva più generale favorire la crescita dimensionale della previdenza complementare avrebbe positive ripercussioni non solo dal punto di vista sociale, in virtù dell'importante ruolo che essa svolge in termini di adeguatezza e sostenibilità del sistema pensionistico, ma anche dal punto di vista della crescita economica, in virtù delle ingenti risorse finanziarie che tale accumulazione può *medio tempore* astrattamente convogliare, almeno in parte, verso il finanziamento delle attività produttive.

In proposito giova segnalare la positiva novità dell'approccio che sul punto è seguito dal recente decreto ministeriale n. 166 del 2014. Il nuovo decreto, che si applica a tutte le forme pensionistiche complementari iscritte all'Albo Covip con limitate eccezioni, prevede un ampliamento del ventaglio di opzioni di investimento accessibili ai fondi pensione, al fine di favorire una migliore diversificazione

del rischio sul presupposto che il precedente approccio normativo, basato su rigidi limiti quantitativi e qualitativi, non fosse più in grado di assicurare una gestione efficiente, esponendo il fondo pensione a risultati sub ottimali in termini di benefici e di tutela per gli aderenti.

L'intervento valorizza la professionalità nella gestione del risparmio previdenziale. Nella stessa direzione sembra stia andando la disciplina degli investimenti e della composizione del patrimonio degli enti previdenziali privati e privatizzati.

Per tale importante profilo di interesse segnalo che il piano degli studi CONSOB varato per il 2015 ha incluso fra i suoi obiettivi quello di approfondire le questioni poste dalle linee di tendenza, che sempre di più guardano al risparmio previdenziale quale bacino di investimenti, ai soggetti che lo accumulano e lo gestiscono per conto dei futuri beneficiari della previdenza quali investitori preziosi per il rilancio dell'economia reale. Ringrazio per l'attenzione.

PRESIDENTE. Grazie a lei professoressa Genovese sia per quanto ci ha detto, sia per aver prodotto il testo completo della relazione, che rimarrà agli atti e manderemo a tutti i nostri commissari.

Ribadisco la proposta di rivederci presto per un approfondimento, però mi consento due considerazioni perché le osservazioni fatte meritano non solo un plauso generico, ma anche considerazioni sull'utilità di questo lavoro.

In primo luogo, mi sembra di avere una conferma della preoccupazione, che più volte ci siamo posti in Commissione, che le necessarie esigenze di controllo sul sistema in realtà non siano garantite dall'esistenza

di più soggetti che controllano, e possa capitare che un sistema molto frammentato di controlli non ne aumenti l'efficacia, ma ampli le maglie del rischio. Questa è una considerazione molto importante, che nella vostra relazione trova elementi a sostegno e quindi dà un'indicazione utile su come agire non certo per allentare i controlli, ma per rendere il sistema più efficace e più dialogante al proprio interno.

La seconda considerazione è relativa all'aspetto evidenziato dalla professoressa all'inizio della relazione in merito all'esigenza che anche nel sistema Italia il risparmio previdenziale possa essere una fonte di investimenti pubblici nell'economia reale, che è l'intenzione con cui questa Commissione ha avviato la sua prima indagine e questa seconda, considerando utile consegnare al Parlamento (non decide certo la Commissione) valutazioni che aiutino a arare quella strada, che in altri Paesi è una strada molto importante per il rilancio degli investimenti pubblici e del sostegno dell'economia reale.

Nel ringraziare ancora la professoressa Genovese per il suo contributo, dispongo che la relazione presentata sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 9.20.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

DOTT. RENZO DICKMANN

*Licenziato per la stampa
il 16 ottobre 2015.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO



**Indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio da parte dei
Fondi pensione e Casse professionali**

*Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di
forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale*

Audizione

del Commissario CONSOB
Prof.ssa Anna Genovese

Roma, 4 giugno 2015

INDICE DEGLI ARGOMENTI

1. PREMESSA.

2. IL QUADRO NORMATIVO ED ISTITUZIONALE DI RIFERIMENTO
NEL SETTORE DEL RISPARMIO PREVIDENZIALE

3. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI GESTORI EX TUF:
PRINCIPI GENERALI E MODELLO OPERATIVO DELLA CONSOB

4. LA VIGILANZA CONSOB SUGLI INTERMEDIARI GESTORI:
ALCUNI DATI

5. PROBLEMATICHE DI VIGILANZA RILEVATE DALLA CONSOB
CONNESSE CON LA GESTIONE DEL RISPARMIO
PREVIDENZIALE

6. CONSIDERAZIONI E LINEE EVOLUTIVE

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

a nome dell'Autorità che rappresento ringrazio questa Commissione parlamentare di controllo per l'invito a partecipare al ciclo di audizioni nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse previdenziali.

La CONSOB ritiene l'incontro un'occasione preziosa per poter illustrare ruolo e competenze dell'autorità di controllo sui mercati finanziari nell'importantissimo settore della previdenza complementare, snodo centrale per la stabilità del sistema finanziario domestico, oltre che per la sicurezza delle persone, e presentemente oggetto di grande interesse politico-istituzionale anche per la sua capacità potenziale di generare flussi finanziari a sostegno dell'economia reale.

Il mio intervento si aprirà con una breve rappresentazione della rilevanza economica del settore del risparmio previdenziale in Italia. A ciò farà seguito una illustrazione del quadro normativo di riferimento per la vigilanza, con identificazione dei ruoli e delle responsabilità delle Autorità coinvolte.

La chiarezza del quadro normativo e la sua congruità rispetto agli obiettivi perseguiti dal legislatore sono presupposti imprescindibili per un appropriato funzionamento del sistema previdenziale nel suo complesso. Valutare se l'attuale riparto delle competenze di vigilanza sul settore previdenziale sia soddisfacente, razionale ed efficiente compete al Governo e al Parlamento. La ricognizione di tale quadro, operata dal punto di osservazione della CONSOB, punta ad offrire ai decisori politici elementi per tale valutazione.

Con specifico riguardo alle competenze della CONSOB in materia di intermediari gestori, e alle modalità concrete con cui l'Istituto esercita i relativi poteri, saranno anche fornite evidenze circa le problematiche di maggior rilievo emerse nell'ambito delle azioni di vigilanza effettuate dalla CONSOB e che hanno avuto riguardo ai rapporti tra intermediari-gestori e investitori di risparmio di natura previdenziale.

A conclusione formulerò talune considerazioni sulle linee di tendenza rilevabili nel settore e sul tema del ruolo che il risparmio previdenziale potrebbe giocare nell'ambito del sistema finanziario italiano.

1. PREMESSA.

Nell'ultimo ventennio il risparmio previdenziale è stato interessato da profondi mutamenti strutturali, discendenti dall'esigenza di assicurare la sostenibilità nel lungo periodo del sistema pensionistico complessivamente considerato, ciò tenuto conto del progressivo allungamento della vita media e della necessità di garantire la stabilità dei conti pubblici in una prospettiva di lungo periodo, senza rinunciare ad assicurare, al contempo, un tenore di vita adeguato alla popolazione in età più avanzata. Sono state istituite perciò le c.d. forme di previdenza complementare, deputate ad affiancare la previdenza pubblica e obbligatoria.

Il processo ha reso la previdenza italiana più simile a quella di tutti gli altri Paesi sviluppati. Tuttavia, la rilevanza delle forme di previdenza complementare rispetto alla previdenza pubblica, in Italia, è ancora molto diversa da quella di altri Paesi solitamente presi a raffronto.

In Italia gran parte del sistema pensionistico è ancora di natura pubblica, mentre lo sviluppo delle forme pensionistiche complementari risulta estremamente contenuto. In base ai dati OCSE, nel 2013 la spesa pensionistica complessiva in Italia (erogazioni), misurata rispetto al PIL, risultava la più elevata tra i Paesi considerati nell'indagine (16% circa a fronte di una media dei Paesi Ocse inferiore al 10%). Di tale spesa, solo una minima parte è riconducibile a forme di previdenza complementare.

In generale, da più parti si denuncia il ritardo che caratterizza il nostro Paese in questo campo. Tale ritardo, che si riscontra su diversi fronti, è difficilmente controvertibile e dipende da molteplici fattori.

In primo luogo, le riforme che hanno interessato il sistema pensionistico pubblico, per loro natura, cominceranno a dispiegare i propri effetti solo nel lungo periodo. Sembra esservi quindi ancora scarsa consapevolezza della portata

di tali riforme. In particolare non sono avvertite pienamente le rilevanti implicazioni del passaggio da un metodo di calcolo della pensione di tipo retributivo a uno di tipo contributivo sull'ammontare della prestazione pensionistica futura; di conseguenza vi è scarsa consapevolezza dell'importanza della pensione complementare.

In secondo luogo, sussiste una scarsa conoscenza da parte delle famiglie dei benefici apportati dall'adesione volontaria a forme pensionistiche complementari. L'Italia si caratterizza, infatti, per un grado di educazione finanziaria molto contenuto che rappresenta una delle cause non solo del mancato sviluppo del settore dei fondi pensione ma anche del basso utilizzo dei servizi d'investimento a più alto valore aggiunto (consulenza e gestione di portafoglio).

Gran parte della ricchezza delle famiglie continua ad essere investita in depositi e risparmio postale (ben oltre il 45%), mentre l'investimento in prodotti del risparmio gestito si colloca attorno al 16% delle risorse finanziarie complessiveⁱ.

Il mancato sviluppo in Italia del settore dei fondi pensione risulta evidente anche se si osservano le dimensioni relative di esso, con riferimento agli attivi. Nel 2013 il totale attivo dei fondi pensione privati italiani rappresentava il 6% circa del PIL a fronte di un valore medio dei Paesi OCSE superiore al 36%.

Dati OCSE (Pension Markets, in Focus 2013) evidenziano altresì come il portafoglio dei fondi pensione italiani sia caratterizzato da una maggiore esposizione diretta ai titoli di Stato (nell'ambito degli investimenti nell'area dell'euro), rispetto a Paesi dove la previdenza complementare è più radicata e sviluppata.

Tali dati confermano la bassa propensione dei fondi pensione italiani ad investire in azioni, verosimilmente in ragione del rischio tipico incorporato dallo strumento. Tuttavia vale la pena di sottolineare che proprio questi fondi, se e in quanto investitori con un orizzonte temporale esteso, potrebbero beneficiare in modo particolare delle caratteristiche dei rendimenti azionari, la cui volatilità nel lungo periodo tende a essere inferiore a quella nel breve.

Sembrano esserci quindi non esigui margini per accrescere la massa e anche la valorizzazione del risparmio previdenziale in Italia, senza per questo

rinunciare alla protezione dello stesso e articolando in modo appropriato il portafoglio di investimenti dei fondi.

Il tema specifico della valorizzazione delle forme di previdenza complementare a base volontaria, peraltro, è un capitolo del tema più vasto della valorizzazione della previdenza e del risparmio previdenziale, che include anche i contributi obbligatori che gli iscritti versano agli enti previdenziali “privatizzati” *ex* D.Lgs. n. 509 del 1994 e “privati” *ex* D.Lgs. n.103 del 1996 (i.e. le Casse professionali).

Tanto le forme previdenziali complementari volontarie quanto le Casse professionali ad adesione obbligatoria, infatti, accumulano risparmio avente finalità previdenziale (protezione economica della persona in età avanzata) per veicolarlo verso investimenti che ne preservano, per lo meno, e possibilmente ne accrescono, nel tempo, il valore. Per tale ragione, malgrado le non poche differenze, forme pensionistiche complementari ed enti previdenziali privatizzati possono, a determinati fini, come quelli della vigilanza pubblica sul settore previdenziale o quelli dell’impiego del risparmio previdenziale nell’economia reale, essere accomunati. Avuto riguardo alle dinamiche proprie del mercato finanziario, in particolare, entrambi si presentano come investitori vigilati dall’autorità, in quanto affidatari di risparmio previdenziale e come investitori strategici, in quanto dotati di ingenti risorse, di organizzazione professionale e di orizzonte di investimento di lungo periodo.

Per i fini della presente audizione saranno di volta in volta evidenziati i profili di interesse CONSOB per i quali, ferma la comune appartenenza al comparto previdenziale, sussistono tratti comuni o differenze fra forme previdenziali complementari (volontarie) e Casse professionali (ad adesione obbligatoria).

2. IL QUADRO NORMATIVO ED ISTITUZIONALE DI RIFERIMENTO NEL SETTORE DEL RISPARMIO PREVIDENZIALE

L'introduzione di una prima disciplina organica della previdenza complementare si deve al D.Lgs. n. 124 del 1993, successivamente sostituito dal D. Lgs. n. 252 del 2005, che attualmente regola la materia, individuando le principali tipologie di forme pensionistiche complementari (i fondi negoziali, i fondi aperti, i PIP e i fondi preesistenti) e riconoscendo anche agli enti previdenziali privati o privatizzati (Casse professionali) la facoltà di istituire forme pensionistiche complementari (cfr. art.3, D.Lgs. ultimo citato)ⁱⁱ.

Un tassello importante del quadro normativo è rappresentato dall'assetto della vigilanza di settore che è incentrato sulla COVIP. Fondi negoziali, fondi aperti, PIP e fondi preesistenti sono iscritti in un unico albo (Albo dei Fondi pensione), suddiviso per sezioni, gestito dalla COVIP, ente con personalità giuridica di diritto pubblico, vigilato dal Ministero del Lavoroⁱⁱⁱ.

La vigilanza condotta dalla COVIP nei confronti delle forme pensionistiche complementari è a spettro esteso, includendo poteri regolamentari, informativi, ispettivi e sanzionatori^{iv}. Sugli Enti previdenziali privatizzati o privati (Casse professionali) l'assetto delle vigilanza pubblica è invece più articolato e tutt'ora in fase di completamento^v.

Ciò chiarito, va segnalato che nel settore delle forme pensionistiche complementari è previsto l'intervento a vario titolo di intermediari finanziari autorizzati e assoggettati al TUF o al TUB.

I fondi pensione aperti, infatti, sono promossi e poi anche gestiti da banche, Società di Gestione del Risparmio (SGR), Società di intermediazione Mobiliare (SIM) oltre che da imprese di assicurazione autorizzate al ramo VI.

La gestione dei fondi negoziali (di categoria), invece, pur non escludendo, entro certi limiti, taluni investimenti diretti (cfr. art. 6, comma 1, lettere *d* ed *e* del D.Lgs. n.252 del 2005), prevede che le risorse raccolte dal fondo siano, di massima, affidate a soggetti abilitati alla gestione professionale del risparmio secondo le disposizioni dell'ordinamento italiano: di nuovo banche, Società di Gestione del Risparmio (SGR), Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), qui in veste di prestatori di servizi di investimento. La gestione può essere demandata

anche a imprese di assicurazione o a imprese svolgenti le medesime attività in regime di libera prestazione, con sede in uno dei Paesi aderenti all'Unione europea, e che operano in Italia in regime di mutuo riconoscimento. La prassi è nel senso del generalizzato ricorso a convenzioni di gestione professionale.

Per i fondi preesistenti, stante l'eterogeneità di situazioni, non può farsi un discorso unitario. In ogni caso non può escludersi la gestione delle risorse da parte di intermediari finanziari autorizzati TUF o TUB, ai quali possono rivolgersi anche gli enti previdenziali privati o privatizzati. I PIP invece sono sempre promossi e gestiti da imprese di assicurazione.

Ad esclusione dei PIP, quindi, nella gestione del risparmio previdenziale vi è un significativo coinvolgimento di intermediari finanziari assoggettati al TUF e alla vigilanza CONSOB. Tuttavia, come segnalato, la rilevante finalità sociale assegnata al risparmio previdenziale e agli investitori previdenziali ha portato il legislatore a ritenere necessario prevedere una vigilanza settoriale *ad hoc* che è quella affidata alla COVIP.

Le attribuzioni della COVIP riguardano l'intero settore della previdenza complementare, fondi pensione negoziali, fondi preesistenti, fondi aperti, PIP e fondi istituiti da Casse professionali, e vertono tanto sulla trasparenza e la correttezza quanto sulla sana e prudente gestione^{vi}. In tema di rapporti internazionali, la COVIP è l'Autorità nazionale designata a partecipare agli organismi (Unione Europea, EIOPA, OCSE) nei quali operano, ove esistenti, le autorità dei Paesi membri competenti in materia di previdenza complementare. Pertanto, nel comparto previdenziale, la COVIP assomma le competenze di vigilanza che nell'ambito degli intermediari finanziari il TUF ripartisce tra Banca d'Italia (sana e prudente gestione) e CONSOB (trasparenza e correttezza). In altre parole, nel settore della previdenza, non opera il principio di vigilanza "per finalità", ma quello della vigilanza settoriale e tendenzialmente esclusiva (un modello di vigilanza in parte analogo è presente nel Regno Unito, dove la previdenza complementare costituisce una componente fondamentale del *welfare* e la materia dei fondi pensione "occupazionali" è rimessa in esclusiva alla competenza di una *authority* settoriale denominata "*The Pension Regulator*").

Ciò detto, mette conto segnalare anche che il generalizzato intervento di soggetti autorizzati TUF o TUB nella gestione del risparmio previdenziale

produce, sul modello di vigilanza settoriale così delineato, talune interferenze da parte di discipline che si ispirano al modello di vigilanza per finalità. Ne scaturisce un assetto di competenze di vigilanza pubblica sugli attori del sistema di valorizzazione del risparmio previdenziale composito e indubbiamente meno lineare rispetto a quello che caratterizza il comparto finanziario in genere.

La circostanza che soggetti vigilati anche dalla CONSOB (e segnatamente banche, SIM e SGR) possano istituire e gestire fondi pensione aperti, oltre a prestare i “servizi tipici” delineati dal TUF in favore di investitori previdenziali, di per sé non esclude l’operatività del modello di “vigilanza settoriale” COVIP voluto dal legislatore per la previdenza complementare. Sicché la prestazione di attività rientrante in detto ambito assoggetta automaticamente banche, SIM ed SGR alla vigilanza della COVIP^{vii}, per quanto attiene al perimetro dell’attività in parola^{viii}.

I controlli della COVIP su tali soggetti, nel caso di gestione di risparmio previdenziale, sono pervasivi, ma non si estendono all’intero novero delle attività e dei servizi svolti dagli intermediari abilitati rispetto ai quali permane il potere di vigilanza delle rispettive autorità di settore (CONSOB^{ix} e Banca d’Italia).

Fra vigilanza COVIP e vigilanza CONSOB, per quanto concerne i rapporti tra i fondi negoziali (oltre ai fondi preesistenti che abbiano deciso di non gestire direttamente le proprie risorse e alle Casse professionali) e gli intermediari soggetti alla vigilanza della CONSOB, emergono ulteriori tratti di contiguità fattuale, rilevabili in connessione con la stipula di convenzioni di gestione in base alle quali l’intermediario finanziario presta un servizio di gestione di portafogli a favore del cliente-investitore previdenziale.

In tale vigilanza, dal punto di vista CONSOB, vengono in rilievo le norme del TUF che disciplinano il servizio di gestione individuale di patrimoni^x. Tali disposizioni peraltro si applicano alla fattispecie tenuto conto delle caratteristiche del tutto peculiari dell’investitore previdenziale, il quale risulta: (i) da un lato, provvisto di un livello di sofisticazione finanziaria tale da essere presuntivamente qualificato dalla disciplina come “investitore professionale” (cfr. Allegato 3 del Regolamento Intermediari CONSOB, n. 16190/2007, e segnatamente, per i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi, il paragrafo I, numero 1, lettera f, e, per le Casse professionali, il paragrafo I, n. 3, in investitori la cui attività

principale è investire in strumenti finanziari); e (ii) dall'altro lato, sottoposto, come ampiamente rappresentato, a vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva della COVIP.

Non vi è, invece, alcuna forma di vigilanza da parte della CONSOB sugli investimenti effettuati in proprio dagli enti previdenziali privati o privatizzati in quanto tali (fondi pensione preesistenti incluse le Casse professionali), ove questi siano possibili e sebbene ciò integri gestione di risparmio previdenziale^{xi}.

Dal quadro ricostruttivo delineato si desumono le limitazioni del ruolo attribuito alla CONSOB nella vigilanza sulla raccolta, gestione e valorizzazione del risparmio previdenziale. CONSOB interviene nei confronti dei soggetti gestori sottoposti alla vigilanza TUF - ossia Banche, SIM e SGR— solo quando svolgono attività/servizi che rientrano nella Disciplina Intermediari dello stesso TUF.

In tali casi, la vigilanza CONSOB verte essenzialmente sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti degli operatori coinvolti nelle gestioni. Nell'ambito della disciplina degli intermediari, il TUF infatti disegna un modello di vigilanza articolato per finalità: la vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati è affidata alla CONSOB, mentre quella sul contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale degli stessi alla Banca d'Italia.

Va tuttavia notato che la vigilanza CONSOB sull'intermediario è concepita dalla normativa TUF come vigilanza sui processi e le procedure di gestione in generale di cui la "gestione del risparmio previdenziale" deve essere considerata un autonomo segmento di attività. Invece, la vigilanza COVIP sulle forme previdenziali complementari è disegnata come vigilanza mirata e coincidente con lo scopo istituzionale dell'ente. Essa perciò, qualora interessi un intermediario TUF attivo nella previdenza complementare, investe una sola porzione dell'attività dell'intermediario (solo la gestione di risparmio di natura previdenziale), penetrandone molto a fondo tutti i profili.

Inoltre, va considerato che il processo decisionale di investimento in essere per i fondi pensione gestiti da una SGR (o perché da essa istituiti o in convenzione) non è sovrapponibile, se non a livello meramente fattuale, con quello adottato per la prestazione del restante servizio di gestione collettiva o

individuale della stessa SGR, essendo regolato da fonte diversa e ispirato da una finalità di settore (tutela del risparmio previdenziale), piuttosto che da finalità finanziarie in senso lato.

3. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI GESTORI: IL MODELLO LOGICO-OPERATIVO DELLA CONSOB

Con riguardo alla struttura del comparto, emerge il ruolo largamente preponderante delle SGR rispetto a quello di altri gestori vigilati TUF (dati COVIP a dicembre 2013)^{xii} e va considerato che fatto 100 il risparmio previdenziale investito da fondi pensione e enti previdenziali tramite SGR di diritto italiano, al 2014, 2/3 circa di tale risparmio risulta interessato da gestioni di portafoglio e 1/3 circa da gestioni collettive realizzate, in prevalente parte, come quote di fondi immobiliari chiusi e riservati a investitori professionali^{xiii}.

Soffermerò perciò la mia attenzione sulla vigilanza CONSOB sulle SGR, in quanto attori preponderanti rispetto a banche e SIM nella prestazione di servizi di gestione, e in quanto intermediari finanziari “specializzati” nella gestione di patrimoni.

Per il corretto inquadramento di tale attività CONSOB mi preme richiamare, in premessa, due circostanze significative peraltro già segnalate con riferimento agli intrecci di disciplina che caratterizzano la vigilanza pubblica sul settore previdenziale.

La prima circostanza significativa è la seguente. La disciplina di vigilanza del settore finanziario, come disegnata dal TUF e dai Regolamenti, tiene conto della diversa tipologia di clientela, distinguendo tra clienti al dettaglio (cd. *retail*), clienti professionali e controparti qualificate, al fine di adottare, anche negli interventi di vigilanza e nella strutturazione delle *policy* di operatività dell’Istituto, misure di protezione graduate in relazione alle esigenze di protezione dell’investitore.

Segnatamente, l’attuale contesto regolamentare è caratterizzato da regole di condotta differentemente articolate a seconda delle tipologie dei servizi prestati (ad alto valore aggiunto, quali la consulenza e la gestione individuale, ovvero di tipo “esecutivo”, nelle altre ipotesi) e dei clienti ai quali l’attività è rivolta (clienti al dettaglio, clienti professionali, controparti qualificate: cfr. Allegato 3 al Regolamento Intermediari CONSOB n. 16190 del 2007). La natura professionale delle forme pensionistiche complementari e degli enti previdenziali (Casse professionali), su cui sopra mi sono

soffermata, comporta, pertanto, la graduazione degli obblighi di condotta dell'intermediario ovvero la disapplicazione *in toto* di alcune delle tutele previste a favore degli investitori al dettaglio. Tale natura può altresì essere alla base di scelte di intervento (i.e. *policy* di vigilanza CONSOB) che riconoscono alla tutela degli investitori *retail* (e quindi alla vigilanza sugli intermediari gestori che con essi si rapportano) priorità rispetto alla tutela degli investitori professionali, quali sono gli investitori previdenziali.

La seconda circostanza, non meno significativa, è la seguente. La disciplina settoriale della previdenza complementare risulta fortemente presidiata dalle copiose disposizioni specifiche e da pervasive competenze COVIP non solo sulle scelte degli investitori previdenziali ma anche sull'attività che un intermediario può loro prestare in regime di gestione individuale o collettiva. Anche tale circostanza può contribuire a scelte di intervento dell'Istituto (i.e. *policy* di vigilanza CONSOB) che danno priorità alla vigilanza di comparti in cui la correttezza dei comportamenti degli intermediari a cui viene dato in gestione il risparmio, è esclusivamente e interamente affidata alla CONSOB, rispetto alla vigilanza di comparti già forniti di un potente presidio di settore, come il comparto previdenziale.

Richiamate tali circostanze qualificanti la vigilanza CONSOB sulle SGR, in quanto porzione della vigilanza pubblica sul settore previdenziale, per primo riscontro su tale attività della CONSOB è utile partire da alcuni dati.

A fine 2014 (dati tratti dal sistema PRISMA di Banca d'Italia), il patrimonio gestito dalle 145 SGR di diritto italiano ammonta a 871 miliardi di Euro, di cui circa 620 miliardi riferibili alla gestione di portafogli (gestione personalizzata) e 251 miliardi alla gestione collettiva (gestione standardizzata). Quasi un terzo delle SGR di diritto italiano presenta profili di operatività in connessione con la gestione del risparmio previdenziale. Le risorse di fondi pensione aperti gestite da SGR ammontano a circa 5 miliardi di euro, mentre i mandati di gestione ricevuti da SGR da parte di enti previdenziali e fondi pensione negoziali superano i 20 miliardi di euro. Sotto il profilo della destinazione di tali risorse, consistenti risultano gli investimenti in fondi immobiliari. Le risorse di enti previdenziali e fondi pensione rappresentano circa un quarto del totale di patrimonio gestito dai fondi immobiliari.

Insieme a tali dati, vanno debitamente considerate le peculiarità della vigilanza sulla produzione e l'offerta di servizi di investimento e sulle gestioni collettive in generale.

In un ambito ad elevata complessità, quale quello della produzione dei servizi finanziari, impegno, professionalità, correttezza del professionista sono da intendersi quali profili da inglobare nelle strategie aziendali e nei conseguenti processi organizzativi adottati dagli intermediari. La prestazione dei servizi è vincolata infatti al rispetto sostanziale di regole di trasparenza e correttezza di comportamento.

Anche per tale ragione, la vigilanza sugli intermediari da parte CONSOB non è in sé guidata da finalità repressive delle condotte illecite *tout court* (con enfasi sull'efficacia dell'intervento *ex-post*), quanto piuttosto dalla necessità di prevenire la realizzazione di azioni dannose, suscettibili di ingenerare sfiducia nella complessiva capacità dell'industria di rispettare i doveri di diligenza nello svolgimento dell'attività riservata (enfasi dunque sugli interventi *ex-ante*). I comportamenti tenuti dagli intermediari sono pertanto assoggettati ad una valutazione anche in chiave di gravità del danno che gli stessi sono in grado di generare, con apprezzabile probabilità, sui clienti.

Nel proporzionare le forme d'intervento di vigilanza, si tiene conto altresì della peculiarità dei diversi servizi prestati dagli intermediari gestori. Particolarmente pregnante nella vigilanza di correttezza di comportamento degli intermediari-gestori effettuata dalla CONSOB è l'analisi della struttura del processo decisionale d'investimento dei portafogli gestiti.

Tale analisi ha riguardo: i) all'indipendente acquisizione di un set informativo adeguato alla dimensione e alla complessità delle strategie di investimento che s'intendono adottare in relazione ai limiti del mandato (ossia stabiliti nel regolamento del fondo o nel contratto di gestione delegata); ii) al livello di formalizzazione delle strategie medesime; iii) alla presenza di idonee procedure di monitoraggio del profilo rischio/rendimento sotteso alla gestione dei portafogli; iv) allo spazio di discrezionalità delle scelte strategiche e tattiche lasciato dall'organo di amministrazione dell'intermediario-gestore alle unità tecniche dedicate alla concreta operatività (ciò per apprezzare il grado di presidio del comportamento organizzativo nel suo complesso).

Date le caratteristiche di complessità dell'attività vigilata e per ottimizzare il risultato dell'intervento, nell'esercizio delle proprie attribuzioni, la CONSOB adotta un approccio di vigilanza di tipo *risk-based*: la priorità delle attività da porre in essere è definita in relazione alla attitudine lesiva di determinati eventi, intesa come capacità degli stessi di generare predefiniti rischi di vigilanza. Tali rischi possono essere riconducibili a fattori esterni all'operatività del singolo intermediario gestore, quali fattori sistemici e/o di settore ("rischi esogeni", quali ad esempio le crisi finanziarie), ovvero a comportamenti posti in essere dallo stesso intermediario ("rischi endogeni"). In tale approccio, come segnalato, rilevanza è attribuita anche alla tipologia di clientela, in considerazione delle maggiori esigenze di *investor protection* dei *retail* rispetto ai clienti professionali.

Quanto ai fattori esterni di rischio ("rischi esogeni"), le priorità di vigilanza, come declinate nel Piano Strategico 2013-2015 della CONSOB, prevedono due obiettivi specifici relativi all'attività delle SGR. In linea con tale programmazione, nel passato triennio, in primo luogo, oggetto di analisi sono state le variabili di struttura del mercato e le politiche commerciali delle SGR, che potrebbero orientarsi all'offerta di fondi che appaiono maggiormente remunerativi per le reti di vendita piuttosto che idonei al

soddisfacimento dei bisogni della clientela. In secondo luogo oggetto di analisi sono state le esigenze di gestire il rischio di liquidabilità dei beni detenuti in portafoglio dai fondi immobiliari, in vista della ravvicinata scadenza di numerosi fondi e in presenza di una congiuntura negativa del mercato degli immobili.

Quanto ai comportamenti a rischio (“rischi endogeni”), si consideri che la loro identificazione presuppone un’analisi del comportamento tenuto dagli intermediari gestori nella prestazione dei diversi servizi per i quali essi sono autorizzati. A tal fine risulta funzionale alla vigilanza la definizione di “indicatori di comportamenti anomali” che forniscano tempestivamente segnali di *warning*, consentendo di selezionare i soggetti nei cui confronti avviare specifiche attività di vigilanza (“campione di vigilanza”).

Segnatamente, il modello di vigilanza implementato dalla CONSOB per gli intermediari gestori si fonda sulla valutazione del posizionamento di ciascun soggetto vigilato rispetto all’universo considerato, mediante l’approssimazione di una funzione di “correttezza comportamentale” espressa dalle distribuzioni statistiche delle variabili selezionate come rilevanti. Tali indicatori, che riflettono e razionalizzano il complesso degli strumenti di indagine messi a punto dall’Istituto nel corso del tempo, consentono di standardizzare i processi di analisi e di valorizzare l’esperienza di vigilanza maturata nel settore del risparmio gestito, così massimizzando il risultato positivo della vigilanza in presenza di risorse (persone e mezzi) sempre limitate e non suscettibili di infinita crescita.

Un fattore significativo ai fini del giudizio è costituito altresì dagli esposti trasmessi alla CONSOB, che vengono sempre attentamente esaminati, e dalle informazioni sui reclami della clientela trasmessi in aggregato dalle SGR all’interno delle Relazioni della funzione di controllo di conformità, come previsto dal Manuale degli Obblighi Informativi CONSOB n. 17297/2010. Nello stesso ambito risultano opportunamente valorizzate le eventuali ulteriori informazioni in ordine a esiti di iniziative di vigilanza passate o in corso, relazioni da parte delle società di revisione legale dei conti, accertamenti ispettivi condotti dalla Banca d’Italia, segnalazioni trasmesse di propria iniziativa dagli organi sociali di controllo dei soggetti vigilati.

A esito del processo sopra descritto, si perviene alla formulazione periodica di valutazioni che consentono di orientare le priorità della vigilanza in continuo della CONSOB sulle SGR.

4. LA VIGILANZA DELLA CONSOB SULLE SGR : ATTIVITÀ SVOLTA

Negli ultimi tre anni l'attività di vigilanza svolta dalla CONSOB sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari gestori SGR è stata particolarmente intensa.

Nel corso del triennio 2012-2014 si sono tenuti n. 15 incontri con esponenti aziendali di SGR, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a) del TUF; sono state formulate n. 27 richieste di dati e notizie a SGR, ai sensi dell'art. 8, comma 1 del TUF e n. 9 richieste di dati e notizie a società di revisione legale dei conti con incarichi da SGR, ai sensi dell'art. 8, comma 2 del TUF. E' stato inoltre disposto un ordine di convocazione del Consiglio di Amministrazione di una SGR con fissazione dell'ordine del giorno, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b) del TUF. Nell'ambito dell'attività di vigilanza e dei procedimenti amministrativi sono state altresì condotte numerose iniziative di carattere conoscitivo, ivi inclusi n.50 incontri organizzati su richiesta degli esponenti delle SGR vigilate.

Nel triennio sono state effettuate inoltre n. 9 ispezioni su SGR e la CONSOB ha deliberato l'irrogazione di sanzioni amministrative nei confronti di n. 12 SGR e di n. 101 esponenti aziendali delle stesse, per complessivi circa 1,95 milioni di Euro. Sono stati richiesti n. 4 accertamenti ispettivi alla Banca d'Italia per i profili di competenza CONSOB, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del TUF.

La CONSOB ha inoltre presentato al Ministero dell'Economia e delle Finanze la proposta di disporre l'amministrazione straordinaria e lo scioglimento degli organi sociali di una SGR, ai sensi dell'art. 56, comma 1, lett. a), TUF.

Particolarmente intensa è stata l'interazione consultiva con la Banca d'Italia, a cui la CONSOB ha fornito, su richieste, n. 70 pareri e osservazioni. Al di fuori dell'attività istruttoria la CONSOB ha altresì intrattenuto con la Banca d'Italia, ai fini di vigilanza, costanti rapporti, che si inquadrano nei doveri di collaborazione previsti dall'art. 4 del TUF e dal Protocollo d'Intesa stipulato tra la CONSOB e la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 5, comma 5-bis del TUF.

5. PROBLEMATICHE DI VIGILANZA RILEVATE DALLA CONSOB CONNESSE CON LA GESTIONE DEL RISPARMIO PREVIDENZIALE

Nell'ambito dell'attività di vigilanza su SGR che hanno agito nell'interesse di operatori di forme pensionistiche complementari ed "enti previdenziali", nell'ultimo triennio, sono stati intercettati taluni profili di attenzione soprattutto con riferimento all'operatività di SGR attive nel settore dei fondi comuni d'investimento immobiliari (OICR) riservati a investitori qualificati. In tale categoria di fondi la presenza degli investitori previdenziali appare significativa.

I profili di attenzione per la vigilanza sono stati originati, negli anni più recenti, dall'utilizzo di tale strumento esclusivamente al fine di beneficiare del

regime fiscale favorevole con riferimento a patrimoni personali. Si è, infatti, assistito, al fenomeno dei cd. fondi immobiliari «veicolo», costituiti tramite apporto da un numero ristretto di partecipanti (spesso operatori del settore immobiliare).

Nell'ambito di una istruttoria avviata nel 2013, sono rilevati aspetti di debolezza della *governance* della SGR nella gestione dei fondi d'investimento riservati, conseguenza della ristretta base di partecipanti e del ruolo preponderante sovente assunto da uno di essi, in forza dell'incidenza complessiva delle quote di pertinenza. In particolare, è emerso come il principale sottoscrittore — spesso anche apportante dei beni immobili di proprietà del patrimonio collettivo di riferimento — rivestisse una posizione di *dominus* o ispiratore dell'operatività del fondo con successiva indebita interferenza nella gestione, subita passivamente dall'intermediario SGR.

Il ruolo egemone del partecipante principale al fondo si è tradotto in taluni casi nell'imposizione alla società di soggetti terzi, riconducibili allo stesso, quali affidatari di rilevanti servizi connessi alla gestione degli immobili in patrimonio (*project manager, facility manager, general contractor, advisor*). I conseguenti conflitti di interessi hanno comportato pregiudizi economici, potenziali o effettivi, per il patrimonio dei fondi, a motivo dell'inadeguatezza dei servizi resi dai soggetti affidatari.

In un siffatto contesto la maggiore facilità di attuazione di condotte estranee ai canoni comportamentali previsti dalla normativa di settore, coniugata alla carente indipendenza dell'intermediario gestore, si è talora tradotta nella paralisi dell'attività, a detrimento degli investitori minoritari del fondo, anche professionali (quali fondi pensione negoziali e Casse professionali). Ciò anche perché l'attività di monitoraggio dell'operato del gestore da parte del fondo pensione o ente o cassa di previdenza si è rivelata insufficiente o comunque tardiva, in quanto successiva all'intervento repressivo dell'Autorità di vigilanza. E questo, nonostante tali investitori previdenziali fossero in alcuni casi ampiamente rappresentati (evidentemente da mandatari o delegati infedeli, impreparati o inidonei) negli organismi consultivi dei fondi di investimento e finanche nel consiglio di amministrazione dell'intermediario SGR incaricato della gestione. L'*enforcement* ha dato luogo al commissariamento della SGR da parte del MEF su richiesta della CONSOB e a un procedimento CONSOB,

diretto alla irrogazione di una sanzione amministrativa alla SGR, che non si è ancora concluso.

In un numero limitato di casi, inoltre, sono state rilevate situazioni più gravi in cui si è delineata la possibile rilevanza anche penale della fattispecie e gli esponenti aziendali della SGR sono stati fatti oggetto di segnalazioni all'Autorità giudiziaria da parte della CONSOB per l'eventuale accertamento di fatti penalmente rilevanti.

Tali vicende hanno riguardato una SGR attiva nel comparto dei fondi di *private equity* e che negli ultimi anni si era specializzata nella prestazione di servizi di investimento a favore di enti previdenziali, nonché una SGR di rilevanti dimensioni operante nel settore dei fondi immobiliari: in entrambi i casi gli enti previdenziali sembrano avere subito ingenti pregiudizi patrimoniali. Su tali vicende sono in corso accurate verifiche da parte della magistratura.

Nel primo caso, la vigilanza CONSOB sulla SGR è scattata, nel 2014, a seguito di esposti e di un rapporto ispettivo inviato a CONSOB da Banca d'Italia per i profili di competenza. L'istruttoria su tale vicenda è ancora in corso.

Nel secondo caso, l'attività di vigilanza CONSOB sulla SRG è nata, nel 2012, da un esposto anonimo, ove venivano denunciate presunte irregolarità afferenti ad una operazione di compravendita di un immobile posta in essere per conto del fondo immobiliare, riservato ad investitori qualificati. L'ente previdenziale era controparte del Fondo, agendo in veste di acquirente. L'analisi della documentazione acquisita nel corso dell'istruttoria confermava la ricostruzione della vicenda contenuta nell'esposto anonimo e pertanto, la CONSOB segnalava alla Procura della Repubblica i fatti acclarati ritenendoli potenzialmente configuranti ipotesi di reato, procedendo nel contempo all'instaurazione di un procedimento sanzionatorio, sfociato in irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie agli esponenti della SGR^{xiv}.

Si precisa che situazioni di analoga gravità non sono invece emerse nei casi di rapporti di gestione tra SGR vigilate CONSOB e fondi pensione negoziali e preesistenti e che specifiche iniziative di vigilanza "in continuo" sono in corso, fra le altre, sull'attività di una SGR che, in quanto attiva anche nel comparto dei fondi pensione, risulta al contempo interessata da interventi COVIP, per i profili di competenza.

Si segnala infine che CONSOB ha ricevuto anche alcuni esposti relativi ad investimenti diretti, e asseritamente pregiudizievoli, posti in essere da enti previdenziali di diritto privato in azioni di comparti di Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) autorizzate e controllate da autorità di vigilanza straniera o in quote di fondi di investimento comunitari non armonizzati ed extracomunitari mai notificati o in alcun modo passati al vaglio dell'Istituto^{xv}. In tali casi CONSOB ha dato riscontro agli esposti ricostruendo la disciplina rilevante e non intervenendo laddove la fattispecie esulasse dal perimetro delle proprie competenza (per esempio, in quanto l'investitore italiano si era rivolto direttamente all'emittente estero dello strumento o a chi ne curava la distribuzione all'estero).

6. CONSIDERAZIONI E LINEE EVOLUTIVE

A margine della ricostruzione fornita, reputo utile presentare ai rappresentanti del Parlamento anche alcune delle considerazioni maturate all'interno dell'Istituto sulle linee evolutive che possono impattare, nel prossimo futuro, il risparmio previdenziale.

Mette conto in primo luogo segnalare che il dettato dell'art. 4 del TUF (dedicato alla collaborazione tra Autorità e segnatamente Banca d'Italia, CONSOB, COVIP e IVASS), nel comparto del risparmio previdenziale, specie per quanto riguarda il coordinamento fra CONSOB e COVIP, può migliorare e consentire di realizzare maggiore sinergia di vigilanza in un settore, quello del risparmio previdenziale, socialmente tanto rilevante.

Per altro verso, il contesto di integrazione accelerata del mercato dei capitali, dal punto di vista della CONSOB, impone di tenere conto sempre più delle criticità intrinseche in questo processo che investe anche il mercato del risparmio gestito che, in quota parte, è (e auspicabilmente sarà sempre più nel prossimo futuro) risparmio previdenziale. Sin ad oggi l'integrazione del mercato del risparmio gestito a livello europeo ha condotto a un crescente impegno CONSOB nel presidio dei meccanismi comunitari che consentono a società di gestione estere di commercializzare i propri prodotti in Italia (cd. "passaporto UCITS"). Nell'ultimo triennio, sono state controllate dalla CONSOB - ai sensi

delle Direttive europee sui fondi comuni di investimento collettivo, - la completezza documentale e la regolarità procedurale di numerose notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di prodotti del risparmio gestito. Tali notifiche muovono dal consolidato principio noto come *home country control*, in base al quale la vigilanza sugli intermediari e sui fondi di diritto estero compete all'autorità del Paese di origine. Laddove, in assenza di commercializzazione c.d. attiva all'interno del territorio italiano, non è dato riscontrare competenze di vigilanza in capo alla CONSOB. La permeabilità del comparto nazionale del risparmio gestito è quindi dovuta essenzialmente alla possibilità che un investitore, in proprio o per conto di terzi, acquisti OICR esteri rivolgendosi direttamente all'emittente, o a chi ne cura la distribuzione, all'estero e al di fuori di ogni controllo della CONSOB.

Sicché la crescente, e per vari aspetti positiva, integrazione europea del mercato del risparmio gestito rappresenta, per il risparmio previdenziale (ma non solo per esso), nel contempo, una opportunità di maggiore valorizzazione del risparmio ma anche un maggior rischio, che però deve e può essere mitigato essenzialmente da regole organizzative, di gestione e di controllo interno dell'attività degli enti previdenziali privati in quanto tali (Fondi negoziali, Fondi preesistenti e Casse professionali), nonché da misure volte ad accrescere la "formazione" finanziaria degli operatori e l'educazione finanziaria dell'investitore. Formazione dei professionisti ed educazione finanziaria degli investitori possono infatti contribuire non poco a ridurre i rischi di una impropria (non corretta o improduttiva o imprudente) gestione del risparmio previdenziale. Su questi fronti la CONSOB è impegnata attivamente con molteplici progetti e con diversi soggetti istituzionali. Nell'ambito della cooperazione interistituzionale, ha preso avvio proprio in questi giorni, con la adesione CONSOB, il primo progetto di monitoraggio, coordinato a livello nazionale, delle iniziative di educazione finanziaria avviate dai diversi attori^{xvi}. Il rafforzamento dell'educazione finanziaria anche in tema di previdenza rappresenta, del resto, una condizione necessaria anche per lo sviluppo del settore dei fondi pensione e, per tale via, di un sistema pensionistico maggiormente equilibrato e sostenibile. In funzione di ciò, non solo ma soprattutto i giovani dovrebbero essere i destinatari diretti e indiretti privilegiati dall'intervento, soffrendo maggiormente gli effetti delle riforme apportate al c.d. I pilastro pensionistico. L'educazione finanziaria dunque può anche accrescere nei

risparmiatori la consapevolezza dell'importanza della previdenza complementare.

Il grado di consapevolezza degli italiani riguardo alla propria posizione reddituale nel futuro da pensionati potrà innalzarsi anche per effetto della recente iniziativa dell'Inps, "La mia pensione". E' un esercizio che consente a tutti di simulare informaticamente il trattamento previdenziale di cui si andrà a beneficiare. Questa accresciuta consapevolezza potrà, verosimilmente, stimolare un nuovo interesse per la previdenza complementare, intesa come pilastro integrativo del reddito negli anni dopo l'uscita dal mondo del lavoro.

Accanto all'educazione finanziaria, a tali fini, assume rilevanza anche un maggior sviluppo della consulenza indipendente, autorevole e professionale, e come tale anche percepita, poiché permetterebbe di superare la diffidenza che ancora permane verso forme pensionistiche private. Diffidenza connessa, il più delle volte, alla mancanza di strumenti a disposizione dei potenziali aderenti per valutare l'adeguatezza di tali soluzioni al proprio obiettivo previdenziale.

Concludo con talune considerazioni riferite a un'ulteriore linea di tendenza che incrocia ambiti di interesse CONSOB che è quella del possibile maggiore utilizzo del risparmio previdenziale a sostegno dell'economia reale.

Dal punto di vista di una autorità di tutela del risparmio quale è CONSOB, è essenziale che ciò avvenga in condizioni di adeguata sicurezza dell'investimento, specie per quanto attiene alla salvaguardia della finalità sociale del risparmio in questione. Solo a tale condizione, infatti, il saldo netto di tale evoluzione potrà essere giudicato positivo.

Fermo questo, non v'è dubbio che, in una prospettiva più generale, favorire la crescita dimensionale della previdenza complementare avrebbe positive ripercussioni non solo dal punto di vista sociale, in virtù dell'importante ruolo che essa svolge in termini di adeguatezza e sostenibilità del sistema pensionistico, ma anche dal punto di vista della crescita economica, in virtù delle ingenti risorse finanziarie che tale accumulazione può, *medio tempore*, astrattamente convogliare, almeno in parte, verso il finanziamento delle attività produttive.

In proposito giova segnalare la positiva novità dell'approccio che, sul punto, è seguito dal recente Decreto Ministeriale n.166/2014, che ha esercitato la delega contenuta all'art. 6, comma 5-*bis*, del D. Lgs. n. 252 del 2005, riformando la materia, prima disciplinata dal D.M. 703/96. Il nuovo Decreto, che si applica a tutte le forme pensionistiche complementari iscritte all'albo COVIP, con limitate deroghe riferite ai PIP e a talune tipologie di fondi pensione preesistenti prevede un ampliamento del ventaglio di opzioni di investimento accessibili ai fondi pensione, al fine di favorire una migliore diversificazione del rischio, sul presupposto che il precedente approccio normativo, basato su rigidi limiti qualitativi e quantitativi, non fosse più in grado di assicurare una gestione efficiente, esponendo il fondo pensione a risultati *sub*-ottimali in termini di benefici e di tutela per gli aderenti^{xvii}. L'intervento infatti valorizza la professionalità nella gestione del risparmio previdenziale. Nella stessa direzione sembra stia andando la disciplina degli investimenti e della composizione del patrimonio degli enti previdenziali privati o privatizzati (Casse professionali)^{xviii}.

Per tale importante profilo di interesse, segnalo che il piano degli Studi CONSOB varato per il 2015 ha incluso fra i suoi obiettivi quello di approfondire le questioni poste dalle linee di tendenza che sempre di più guardano al risparmio previdenziale quale bacino di investimenti e ai soggetti che lo accumulano e lo gestiscono per conto dei futuri beneficiari della previdenza, quali investitori preziosi per il rilancio dell'economia reale.

ⁱ Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane).

ⁱⁱ Nel complesso settore del risparmio previdenziale disegnato dal D.Lgs. n. 252 del 2005 si annoverano diverse forme pensionistiche complementari: Fondi pensione negoziali: ossia forme pensionistiche complementari di natura contrattuale (la fonte può essere un contratto collettivo, un accordo aziendale, etc.) destinati a specifiche categorie di lavoratori, i quali sono legittimati ad aderire non *uti singuli*, ma come collettività di riferimento. Il fondo pensione negoziale, ente giuridicamente autonomo e distinto dai soggetti promotori (lavoratori e datori di lavoro), non può gestire direttamente le risorse accumulate (fatta eccezione per gli impieghi autorizzati in società immobiliari, fondi immobiliari e fondi mobiliari dall'art. 6, comma 1, lettere *d* ed *e* del D.Lgs. 252 del 2005), ma stipula una o più convenzioni di gestione con intermediari specializzati (banche, assicurazioni, società di investimento, società di gestione del risparmio), nel rispetto dei limiti e dei criteri fissati con regolamento ministeriale (in origine il D.M. Economia 703/1996, ora sostituito dal D.M. 166/2014). Le convenzioni di gestione contengono tra l'altro le indicazioni di politica di investimento fissate dal Consiglio di amministrazione del Fondo pensione, vincolanti per il gestore incaricato. Fondi pensione aperti: ossia forme pensionistiche complementari che

ai fini dell'adesione non richiedono una particolare situazione lavorativa o l'appartenenza a una determinata categoria (adesione di tipo individuale). Tali fondi possono tuttavia istituire classi riservate all'adesione di determinate collettività di lavoratori, individuate attraverso una fonte negoziale (in tal caso si parla di "fondi aperti ad adesione collettiva"). I fondi pensione aperti possono essere istituiti e gestiti solo da una banca, società di gestione del risparmio (SGR), società di intermediazione mobiliare (SIM) o impresa di assicurazione e costituiscono un patrimonio separato e autonomo dal patrimonio dei citati soggetti, similmente a quanto previsto per i fondi comuni di investimento. Il rapporto contrattuale è disciplinato da un apposito regolamento del fondo, che ne definisce le caratteristiche (contributi, prestazioni, politiche di investimento, regime delle spese), i profili organizzativi (ad esempio la figura del Responsabile) e i rapporti con gli aderenti (modalità di adesione, adempimenti informativi). La gestione degli investimenti è effettuata dalla società che ha istituito il fondo, con possibilità di delega ad altri soggetti abilitati. Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP): ossia forme pensionistiche complementari ad adesione necessariamente individuale, in quanto rivolte a chiunque, indipendentemente dalla situazione lavorativa e categoria professionale. Al pari dei fondi pensione aperti i PIP costituiscono patrimoni separati e autonomi rispetto a quello dell'impresa di assicurazione promotrice. I PIP sono basati su contratti assicurativi di ramo I (assicurazioni sulla vita nelle quali la rivalutazione della posizione individuale è collegata a una o più gestioni interne separate), ovvero di ramo III (polizze di tipo *unit linked*, in cui la rivalutazione della posizione individuale è collegata al valore delle quote di uno o più fondi interni dell'impresa assicuratrice o al valore delle quote di OICR). I rapporti con i sottoscrittori sono disciplinati da un regolamento, approvato dalla COVIP, e da condizioni generali di contratto rientranti nell'ambito di competenza di vigilanza dell'IVASS. Fondi pensione preesistenti: ossia forme pensionistiche complementari a carattere collettivo già operative alla data di entrata in vigore della Legge delega n. 421 del 1992. Tali fondi pensione costituiscono un insieme molto vasto ed eterogeneo di enti, alcuni dei quali dotati di soggettività giuridica e talvolta anche di personalità giuridica (associazioni non riconosciute, associazioni riconosciute, fondazioni o enti morali), altri privi di soggettività giuridica, in quanto costituiti all'interno di banche e imprese di assicurazione, come patrimonio separato *ex art. 2117 c.c.* ovvero come posta contabile del passivo, con la finalità di assicurare prestazioni previdenziale a favore dei dipendenti delle stesse banche o imprese assicurative. In ragione della eterogeneità e della origine risalente detti fondi continuano a godere di particolari deroghe rispetto alla disciplina generale contenuta nel decreto legislativo n. 252 del 2005, tra le quali spicca la facoltà di gestire direttamente le risorse accumulate. Per tale aspetto fondi pensione preesistenti e Enti previdenziali privatizzati possono essere accomunati in quanto anche questi ultimi hanno conservato la facoltà di gestire direttamente i fondi (cfr. l'art.20 del D.Lgs. n. 252 del 2005).

ⁱⁱⁱ Ai sensi dell'art. 18, comma 1 del D.Lgs. n. 252 del 2005 il "*Ministero del lavoro e delle politiche sociali vigila sulla COVIP ed esercita l'attività di alta vigilanza sul settore della previdenza complementare, mediante l'adozione, di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze, di direttive generali alla COVIP, volte a determinare le linee di indirizzo in materia di previdenza complementare*".

^{iv} Più specificamente la COVIP, anche mediante "*l'emanazione di istruzioni di carattere generale e particolare*", esercita nei confronti di tutte le forme pensionistiche complementari i seguenti poteri di vigilanza regolamentare: "*definisce le condizioni che, al fine di garantire il rispetto dei principi di trasparenza, comparabilità e portabilità, le forme pensionistiche complementari devono soddisfare per poter essere ricondotte nell'ambito di applicazione del presente decreto ed essere iscritte all'albo*"; "*definisce, sentite le autorità di vigilanza sui soggetti abilitati a gestire le risorse delle forme pensionistiche complementari, i criteri di redazione delle convenzioni per la gestione delle risorse*" (v. *infra*); "*indica criteri omogenei per la determinazione del valore del patrimonio delle forme*

pensionistiche complementari, della loro redditività, nonché per la determinazione della consistenza patrimoniale delle posizioni individuali accese presso le forme stesse"; *“detta disposizioni volte a garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali di tutte le forme pensionistiche complementari, al fine di tutelare l'adesione consapevole dei soggetti destinatari e garantire il diritto alla portabilità della posizione individuale tra le varie forme pensionistiche complementari, avendo anche riguardo all'esigenza di garantire la comparabilità dei costi; disciplina, tenendo presenti le disposizioni in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, le modalità di offerta al pubblico di tutte le predette forme pensionistiche*". Con riferimento alla vigilanza informativa la COVIP: *“approva gli statuti e i regolamenti delle forme pensionistiche complementari”*; *“verifica il rispetto dei criteri di individuazione e ripartizione del rischio”*; *“verifica le linee di indirizzo della gestione e vigila sulla corrispondenza delle convenzioni per la gestione delle risorse ai criteri”* predetti; *“vigila sull'attuazione delle predette disposizioni nonché, in generale, sull'attuazione dei principi di trasparenza nei rapporti con gli aderenti, nonché sulle modalità di pubblicità, con facoltà di sospendere o vietare la raccolta delle adesioni in caso di violazione delle disposizioni stesse; “può disporre che le siano fatti pervenire, con le modalità e nei termini da essa stessa stabiliti: a) le segnalazioni periodiche, nonché ogni dato e documento richiesti; b) i verbali delle riunioni e degli accertamenti degli organi interni di controllo delle forme pensionistiche complementari”; può altresì: a) convocare presso di sé gli organi di amministrazione e di controllo delle forme pensionistiche complementari; b) richiedere la convocazione degli organi di amministrazione delle forme pensionistiche complementari, fissandone l'ordine del giorno*". Limiti intrinseci ed estrinseci della vigilanza COVIP sono peraltro ravvisabili nell'art. 19, comma 2, del D.Lgs. 252/2005: i poteri della COVIP sono infatti esercitati *“in conformità agli indirizzi generali del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze”* e *“ferma restando la vigilanza di stabilità esercitata dalle rispettive autorità di controllo sui soggetti abilitati di cui all'articolo 6, comma 1”* (banche, SIM, SGR, imprese di assicurazione). Ai sensi dell'art. 19, comma 2, lett. i) del D. Lgs. n. 252 del 2005, la COVIP esercita il controllo sulla gestione tecnica, finanziaria, patrimoniale, contabile delle forme pensionistiche complementari, anche mediante ispezioni presso le stesse, richiedendo l'esibizione dei documenti e degli atti che ritenga necessari. La COVIP è inoltre competente ad applicare sanzioni amministrative nei riguardi degli esponenti delle forme pensionistiche che risultano aver violato le norme in materia di previdenza complementare. L'art. 19-*quater* del D.Lgs. n. 252/2005 prevede vari illeciti amministrativi e stabilisce anche i limiti edittali per ogni fattispecie, in particolare: sanzione da euro 5.000 a euro 25.000 nei riguardi di coloro che, nel termine prescritto, non ottemperano, in tutto o in parte, alle richieste della COVIP, ovvero ritardano l'esercizio delle sue funzioni; sanzione da euro 500 a euro 25.000 nei riguardi di coloro che non rispettano talune disposizioni del citato decreto legislativo, le disposizioni generali e particolari emanate dalla COVIP in base al medesimo decreto, le norme in tema di onorabilità e professionalità, incompetenza e decadenza, contenute in apposito decreto del Ministro del lavoro e delle Politiche sociali, le norme in tema di limiti agli investimenti e ai conflitti di interesse, contenute nel D.M. n.166/2014 ovvero ancora le norme speciali riguardanti le forme pensionistiche preesistenti, contenute in apposito decreto ministeriale del 2007.

^v Gli enti previdenziali privatizzati di cui al D.Lgs. n. 509 del 1994 e quelli privati costituiti ai sensi del D.Lgs. n. 103 del 1996 (congiuntamente “Casse professionali”) presentano tratti di notevole eterogeneità, ma allo stesso tempo alcune caratteristiche comuni tipizzanti: forma associativa o fondazionale (assenza di scopo lucrativo); carattere obbligatorio dell'adesione, riguardando professionisti sforniti di una copertura previdenziale statale presso l'Assicurazione Generale Obbligatoria (in questo senso le Casse professionali vengono tradizionalmente ricondotte al primo pilastro previdenziale); marcata autonomia gestionale, organizzativa e contabile, nel rispetto dei principi stabiliti dalla legge e avuto riguardo alla natura sostanzialmente pubblica dell'attività svolta, sancita nei rispettivi statuti; regimi prestazionali comprendenti anche l'erogazione *pro rata* di pensioni basate sul sistema della “prestazione definita” e, conseguentemente, l'esigenza di redigere periodicamente un bilancio tecnico basato su valutazioni statistico-attuariali; forme di controllo plurime, esercitate da vari soggetti istituzionali, talora in assenza di una chiara demarcazione degli ambiti di competenza. In relazione alle forme di controllo, infatti, il D.Lgs. n. 509 del 1994 prevede che la vigilanza sia *“esercitata dal Ministero del lavoro e della previdenza sociale, dal Ministero del tesoro, nonché dagli altri Ministeri rispettivamente competenti”*, precisando

che “nel caso in cui gli organi di amministrazione e di rappresentanza si rendessero responsabili di gravi violazioni di legge afferenti la corretta gestione dell'associazione o della fondazione, il Ministro del lavoro e della previdenza sociale, di concerto con i Ministri di cui all'art. 3, comma 1, nomina un commissario straordinario con il compito di salvaguardare la corretta gestione dell'ente e, entro sei mesi dalla sua nomina, avvia e conclude la procedura per rieleggere gli amministratori dell'ente stesso, così come previsto dallo statuto”. Va ricordato poi il ruolo della Corte dei conti, che “esercita il controllo generale sulla gestione delle assicurazioni obbligatorie, per assicurare la legalità e l'efficacia, e riferisce annualmente al Parlamento”. Inoltre con l'art. 56 della L. n. 88 del 1989, è stata istituita la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, composta da nove senatori e nove deputati nominati dai Presidenti delle due Camere. Emerge dunque un assetto di vigilanza articolato, che con l'art. 14 del Decreto legge n. 98 del 2011, convertito con modificazioni dalla Legge n. 111 del 2011, ha fatto registrare il coinvolgimento della COVIP, alla quale è affidato – sulla base di disposizioni ancora in fase di attuazione - il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio, ferme restando le competenze dei Ministeri vigilanti. Al riguardo la COVIP riferisce annualmente ai Ministeri vigilanti le risultanze del suddetto controllo, condotto “anche mediante ispezione presso gli stessi” o mediante la vigilanza informativa, “richiedendo la produzione degli atti e documenti che ritenga necessari”. Nella propria relazione la COVIP evidenzia i seguenti aspetti: le politiche di investimento e disinvestimento relative alla componente mobiliare e immobiliare, con particolare riferimento al monitoraggio e alla gestione del rischio; la composizione del patrimonio distinto in mobiliare e immobiliare, inclusa la disaggregazione della componente mobiliare e immobiliare per tipologia di investimento; il risultato della gestione finanziaria, evidenziando i fattori positivi o negativi che hanno contribuito a determinare il risultato stesso, nonché le iniziative assunte; le modalità seguite nella gestione diretta e/o indiretta, con evidenza degli *advisor* e gestori che hanno partecipato al processo di investimento e delle modalità di selezione e remunerazione degli stessi; i sistemi di controllo adottati; la banca depositaria e le modalità di selezione della stessa; il tasso di rendimento medio delle attività, realizzato nell'ultimo quinquennio, nonché i risultati attesi dall'ultimo piano degli investimenti adottato. Per ulteriori riferimenti agli aspetti normativi del controllo sugli investimenti si veda la nota xviii.

^{vi} Per tutte le forme pensionistiche complementari, il sistema di vigilanza sul risparmio disegnato dal D.Lgs. n. 252 del 2005 è imperniato sulla COVIP, che persegue «...la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione, avendo riguardo alla tutela degli iscritti e dei beneficiari e al buon funzionamento del sistema di previdenza complementare...» (art. 18, comma 2, D.Lgs. n. 252 del 2005). In conformità a tale disegno di vigilanza, dal 1 gennaio 2007, è venuta meno anche la competenza CONSOB sui prospetti di offerta dei fondi pensione aperti, assegnata dal D.Lgs. n. 252 del 2005 alla COVIP.

^{vii} Residuano in capo alla Banca d'Italia anche profili di competenza per quanto attiene ai riflessi dell'attività di gestione dei fondi pensione aperti sulla stabilità patrimoniale e sull'adeguatezza organizzativa e del sistema di gestione dei rischi dell'intermediario. Infatti l'operatività da parte di banche, SIM e SGR nel settore della previdenza complementare potrebbe avere un impatto sulla stabilità del soggetto, richiedendo quindi l'accantonamento di predeterminate poste patrimoniali a copertura dei relativi rischi. L'ordinamento non assegna invece specifiche competenze in tale ambito alla CONSOB, salvo il rilascio del parere alla COVIP previsto dall'art. 12, comma 3, del D.Lgs. n. 252 del 2005, ai fini dell'autorizzazione alla costituzione ed all'esercizio di fondi pensione aperti. La disposizione richiamata prevede che “l'autorizzazione alla costituzione e all'esercizio è rilasciata, ai sensi dell'articolo 4, comma 3, dalla COVIP, sentite le rispettive autorità di vigilanza sui soggetti promotori”. Il Regolamento generale sui procedimenti amministrativi della CONSOB ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, e dell'articolo 2, comma 5, della legge 7 agosto 1990, n. 241 (adottato con delibera n. 18388 del 28 novembre 2012 e successivamente modificato con delibera n. 18628 del 31 luglio 2013) prevede il “rilascio dell'atto di intesa con la Covip ai fini dell'autorizzazione alla costituzione ed all'esercizio di fondi pensione aperti da parte di SIM e SGR autorizzate all'esercizio dell'attività di gestione di portafogli d'investimento”, soggetto a un termine di trenta giorni. Se la *ratio* della richiesta di parere alla CONSOB

è evidente quando concerne le SIM considerato che è la CONSOB a tenere l'albo dei suddetti intermediari, più problematico appare il riferimento alle SGR, posto che tanto la vigilanza di stabilità quanto la tenuta del relativo albo compete alla Banca d'Italia. Peraltro la citata disposizione limita l'esigibilità del parere o atto di intesa alle sole ipotesi di SGR "autorizzate all'esercizio dell'attività di gestione di portafogli d'investimento", senza che risultino chiaramente individuabili le ragioni per le quali analogo parere non sarebbe necessario per le SGR non autorizzate alla prestazione anche di tale servizio. In ogni caso si evidenzia che la prassi della COVIP è quella di richiedere il menzionato parere alla Banca d'Italia e alla CONSOB in ipotesi di SIM, solo alla Banca d'Italia in caso di SGR, con ciò confermando di aderire alla lettura delle norme sul riparto di competenze sopra prospettata.

viii Una conferma della correttezza di tale ricostruzione giunge dal citato D.M. 166/2014 sui criteri e limiti di investimento dei fondi pensione, nella parte in cui prevede che "il fondo pensione adotta processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere congruenti politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio", assegnando alla COVIP il potere di vigilare su "l'adeguatezza della struttura organizzativa, professionale e tecnica e delle politiche e procedure per il monitoraggio e la gestione del rischio, nonché dei parametri di cui al comma 5", relativamente a qualunque forma pensionistica complementare.

ix Una conferma in tal senso è contenuta nell'art. 6, comma 7, del D. Lgs. n. 252 del 2005, laddove è previsto che "con deliberazione delle rispettive autorità di vigilanza sui soggetti gestori, che conservano tutti i poteri di controllo su di essi, sono determinati i requisiti patrimoniali minimi, differenziati per tipologia di prestazione offerta, richiesti ai soggetti di cui al comma 1 ai fini della stipula delle convenzioni previste nel presente articolo".

x Oltre al citato art. 6, comma 7, del D.lgs. n. 252 del 2005, che fa riferimento alle "rispettive autorità di vigilanza sui soggetti gestori, che conservano tutti i poteri di controllo su di essi", concentrandosi in particolare sul controllo prudenziale ("requisiti patrimoniali minimi).

xi Ciò si desume anche dall'articolo 32-*quater*, comma 2, lettere c e g), TUF che, nel delimitare il perimetro di attività riservata ai soli intermediari gestori finanziari, stabilisce che la restrizione non si applica "agli Stati, agli enti pubblici territoriali e agli altri enti che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici" nonché "alle forme pensionistiche previste dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252".

xii Con riguardo alla struttura del comparto italiano della previdenza complementare, per forma di previdenza complementare e per tipologia di intermediari gestori, sulla base degli ultimi dati ufficiali COVIP disponibili (dicembre 2013) relativi all'aggregato delle attività finanziarie, è possibile evidenziare la maggiore rilevanza dei fondi pensione preesistenti autonomi rispetto ai fondi pensione negoziali e la dimensione ancora trascurabile dei fondi pensione aperti, nonché la rilevanza dell'attività gestoria di imprese di assicurazioni (tramite PIP) e di SGR. Degna di nota è anche la presenza di intermediari gestori appartenenti a Paesi dell'Unione Europea, operanti in Italia in regime di mutuo riconoscimento.

xiii Elaborazione dati Banca d'Italia, Audizione del Dottor Luca Zucchelli del 10 marzo 2015.

xiv V. delibera n. 18639 del 28 agosto 2013 con cui la CONSOB ha irrogato sanzioni per oltre 150.000 euro, nei confronti degli esponenti aziendali della SGR e del fondo da essa gestito (nonché della medesima SGR in via solidale), in quanto ritenuti responsabili della violazione degli artt. 40, comma 1, lett. a), del TUF, e 65, comma 1, lett. a), b) ed e) del Regolamento Intermediari della CONSOB in tema di diligenza e correttezza di comportamento nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

^{xv} Sulla portata e i limiti di tale vaglio cfr. fino all'entrata in vigore del D.Lgs. n. 44 del 2014, l'art. 42, comma 5 del TUF; successivamente la disciplina dettata dall'art. 43, comma 8 del TUF.

^{xvi} L'iniziativa coordinata dalla Fondazione Rosselli, è stata resa possibile dalla collaborazione tra Banca d'Italia, CONSOB, IVASS, COVIP, Fondazione per l'educazione finanziaria e al risparmio e Museo del risparmio, d'intesa con il MEF e con il MIUR.

^{xvii} In particolare, in luogo di una mera elencazione di limiti quantitativi, il Decreto citato adotta l'approccio di matrice comunitaria noto come "*prudent man rule*", tendente all'ottimizzazione della combinazione rischio-rendimento e fondato sul rispetto del principio di diversificazione degli attivi, sul contenimento dei rischi nonché dei costi di transazione e gestione delle operazioni di investimento. L'ampliamento dell'universo investibile voluto dal legislatore presuppone tuttavia una maggiore capacità dei gestori di fondi pensione di controllare adeguatamente i rischi connessi all'accresciuta complessità di alcune *asset class*. Pertanto l'organo di amministrazione di ciascuna forma pensionistica è tenuto ad approvare un documento sulla politica di investimento, allo scopo di definire la strategia finanziaria che la forma pensionistica intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni di rischio-rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i bisogni previdenziali degli aderenti. In particolare il documento individua: gli obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria; i criteri da seguire nella sua attuazione; i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo; il sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti. Il Decreto prevede inoltre che "*i fondi pensione si dotano di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio, alla politica di investimento che intendono adottare, ai rischi assunti nella gestione, alla modalità di gestione diretta e/o indiretta ed alla percentuale di investimenti effettuati in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati. Il fondo pensione adotta processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere congruenti politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio*". In tema di "conflitti di interesse", il Regolamento introdotto da Decreto, tenuto conto dei principi di cui alla direttiva europea c.d. MIFID, prevede in capo ai fondi pensione l'obbligo di identificazione e gestione dei conflitti tramite adeguate misure organizzative. In particolare, i fondi pensione dovranno dotarsi di una efficace politica di gestione dei conflitti, formalizzata per iscritto e coerente con le proprie dimensioni e con la complessità della propria attività. Soltanto nel caso in cui le misure adottate non siano sufficienti ad evitare un danno agli aderenti, viene in rilievo l'obbligo di comunicare a questi ultimi le situazioni di conflitto di interessi. Conseguentemente viene attribuito alla COVIP il potere di vigilare anche su "*l'adeguatezza della struttura organizzativa, professionale e tecnica e delle politiche e procedure per il monitoraggio e la gestione del rischio, nonché dei parametri di cui al comma 5*".

^{xviii} Con particolare riferimento agli aspetti normativi dell'attività di controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio, il comma 3 dell'art. 14 del Decreto Legge n. 98 del 2011, convertito con modificazioni dalla Legge n. 111 del 2011, prevede che "*il Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali e sentita la COVIP, detta disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di banca depositaria*", tenuto conto anche dei principi applicabili ai fondi pensione negoziali. Lo schema di decreto ministeriale in questione è stato posto in consultazione il 14 novembre 2014, con termine per la presentazione delle osservazioni al successivo 5 dicembre. I numerosi contributi pervenuti da parte degli interessati sono ancora all'esame del Ministero. In attesa dell'emanazione del Regolamento i criteri e limiti di investimento per le Casse professionali non risultano oggetto di una disciplina generale di fonte legale, essendo regolati dall'autonomia statutaria dei singoli enti. Le principali novità contenute nello schema di decreto ministeriale posto in consultazione sono state illustrate dal Presidente f.f. della COVIP alla Commissione parlamentare di controllo nel corso dell'audizione tenutasi lo scorso 12 febbraio.

