

CONTRIBUTO CONSULTAZIONE SULLO SCHEMA DI REGOLAMENTO MINISTERIALE EX ART 14 COMMA 3 DEL D.L. 6 LUGLIO 2011 N.98 CONVERTITO CON MODIFICAZIONI DALLA LEGGE 15 LUGLIO 2011 N. 111 RECANTE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INVESTIMENTO DELLE RISORSE FINANZIARIE DEGLI ENTI PREVIDENZIALI, DEI CONFLITTI DI INTERESSI E DI DEPOSITARIO.

Premessa

Il legislatore con il DL 98/2011 ha sottoposto gli Enti di previdenza di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103 al controllo della Covip sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio. L'art. 14 del Decreto richiamato ha previsto l'emanazione di due regolamenti: il primo (ex comma 2) con il quale sono stabilite le modalità con cui la Covip riferisce ai Ministeri vigilanti delle risultanze del controllo (decreto del 5 giugno 2012 del Ministro del Lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze); il secondo (ex comma 3), oggetto oggi di consultazione, che detta disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di banca depositaria, tenendo anche conto dei principi di cui agli articoli 6 e 7 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252.

Il regolamento oggetto di consultazione costituisce, quindi, un ulteriore strumento che completa il quadro che il legislatore ha posto in essere in materia di vigilanza e controllo sugli investimenti e la composizione del patrimonio.

Appare corretto, in questa sede, porre in premessa alcune riflessioni attinenti al quadro regolamentare al quale sono sottoposti gli enti di previdenza dei liberi professionisti, che certamente negli ultimi anni si è arricchito di diverse disposizioni che si sono succedute spesso in maniera poco coordinata e ridondante. Costituisce pertanto la consultazione sull'emanando regolamento ex comma 3 dell'art. 14 del DL 98/2011, un momento opportuno per segnalare e affrontare alcune antinomie e ridondanze e contribuire quindi a migliorare il quadro ordinamentale di riferimento per degli Enti, certamente "pluriregolamentati".

I principi generali e i regolamenti in materia di Analisi di Impatto della Regolamentazione (AIR) (vedi art. 5 del DPCM 11 settembre 2008, n. 170) sollecitano la segnalazione di situazioni di incongruenza e l'eccesso di oneri amministrativi e comunque di norme che violino i principi di proporzionalità e di semplificazione.

Nel merito appare opportuno, quindi segnalare come dagli adempimenti previsti dallo schema di regolamento emerga la necessità che le strutture si adeguino dal punto di vista organizzativo e gestionale. Ciò rischia di contrastare con i vincoli di finanza pubblica in materia di consumi intermedi e di personale oggi vigenti per le Casse, in quanto appartenenti alle amministrazioni contenute nell'elenco Istat di cui all'art. 1, comma 2, della legge 196/2009. Appare evidente che l'adeguamento organizzativo, pur in strutture già da tempo organizzate con i documenti e i presidi necessari, agli obblighi contenuti nel regolamento *de quo*, comporterà degli oneri amministrativi e finanziari in capo alla Fondazione e alle diverse Casse. Tale adeguamento pertanto dovrebbe porsi in deroga ai limiti in materia di spesa per consumi intermedi (es. consulenza) e di personale previsti dal DL 78/2010, dal DL 95/2012 e dal DL 66/2014.

In merito agli investimenti, appare altresì necessario segnalare il contrasto tra alcuni limiti e obblighi di adeguamento sugli investimenti immobiliari rispetto al sistema autorizzatorio previsto dal comma 15 dell'art. 8 del DL 78/2010 in materia di acquisto e vendita di immobili, nonché per le operazioni di utilizzo,

da parte degli stessi Enti, delle somme rivenienti dall'alienazione degli immobili o delle quote di fondi immobiliari. L'applicazione dell'art. 8, comma 15, del DL 78/2010 si dovrebbe considerare superato, al fine di non generare un contrasto con i nuovi limiti sull'asset allocation e una duplicazione di oneri amministrativi in capo alla cassa di previdenza.

Oggetto del regolamento è inoltre la gestione e prevenzione dei conflitti di interessi e l'introduzione di disposizioni di trasparenza. In merito, così come è accaduto con l'applicazione del d.lgs. 163/2006, appare evidente l'esigenza di chiarire che, agli Enti di previdenza di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, si applicano in materia di trasparenza e conflitti di interessi le norme speciali (per i fondi pensione) contenute nello schema di regolamento in consultazione e non quelle generali in materia di trasparenza e in materia di conflitti di interessi e incompatibilità, di cui al d.lgs. 33/2013 e di cui al d.lgs. 39/2013, che trovano applicazione nei confronti delle pubbliche amministrazioni.

Anche con riferimento agli oneri informativi e agli obblighi di adozione di nuovi documenti, si invita a verificare la possibilità di ricomprendere, ove possibile, i nuovi adempimenti nell'ambito dei prospetti e piani già oggi previsti.

Il rischio è pertanto quello di rendere meno chiaro ed incerto il quadro normativo e di aumentare gli oneri amministrativi e gestionali in capo alla Cassa di previdenza, nonché di distogliere sostanzialmente l'attenzione e le risorse dall'obiettivo posto dal legislatore del 2011. Pertanto a livello generale si chiede di effettuare un'analisi di impatto della regolamentazione anche con riferimento alle fattispecie sopra evidenziate.

Osservazioni sullo schema di regolamento

La bozza dello schema in oggetto riporta indicazioni di tipo quantitativo e qualitativo funzionali alla tutela del patrimonio degli Enti ed alla loro stabilità finanziaria. Tuttavia si evidenzia la necessità di approfondire alcuni dei contenuti di detto schema onde, da una parte, ottenere un'indicazione più precisa e dettagliata delle disposizioni, dall'altra stimolare un'interlocazione volta ad ottimizzare il dispositivo.

E' infatti rilevante evidenziare come alcuni elementi del regolamento, con una funzione di limite-obiettivo, si discostano in alcuni casi dall'effettiva situazione di gestione ed hanno dei tempi indicati di conseguimento che potrebbero creare situazioni di svantaggio.

La logica generale del Regolamento è condivisibile, poiché uno degli elementi principali sembra quello di stimolare gli Enti ad avere una struttura di patrimonio effettivamente più diversificata e liquida, pur persistendo alcune ambiguità relativamente a taluni disposti. È apprezzabile che il limite effettivo finale sia dato dalla verifica che la Cassa sia adeguatamente strutturata in termini di professionalità, strumenti di gestione e processi relativamente allo schema che si intende adottare e alla rilevanza del patrimonio.

E' importante dire che gran parte dei disposti e degli obiettivi espressi dal Regolamento sono già stati interiorizzati autonomamente dalla Fondazione che, secondo i disposti della Governance, sta da tempo portando avanti un processo di trasparenza e controllo dell'attività dell'intera struttura.

Sulle definizioni:

- I. è possibile chiarire se vi è una differenza nella definizione di *‘risorse finanziarie’*, *‘disponibilità’*, *‘disponibilità complessive’*, *‘attività detenute’*, *‘valori e disponibilità’* e *‘patrimonio’*, nell’ambito del documento, o se tutti i termini richiamati possano considerarsi sinonimi delle complessive attività detenute dal patrimonio dell’Ente;
- II. considerata la definizione di *‘investimenti immobiliari’* lettera f), inclusiva di *‘quote di fondi immobiliari’* e *‘azioni o quote di società immobiliari’*, e il richiamo ai FIA ai punti k), l), m), n), o) - a loro volta inclusivi di *‘fondi immobiliari’* - è possibile chiarire se i limiti di concentrazione richiamati al successivo Art. 9 punto 2), sono derogati al punto 3) solo per alcuni *‘investimenti immobiliari’* ivi richiamati, o se la deroga possa essere valida anche per i fondi immobiliari di diritto italiano di tipo chiuso (*“FIA Italiani riservati”*), considerata anche la deroga riportata al punto 5) relativamente ai limiti di detenzione in caso di sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari. I.e.: è possibile avere una definizione più puntuale o *‘compatta’* di *‘investimento immobiliare’* o *‘rappresentativo di rischio immobiliare’*.
- III. È possibile approfondire le differenze tra Gestione diretta e indiretta: sembrerebbe che l’acquisto di OICR non rientri nella gestione indiretta e quindi sia completamente libero dall’obbligo di processo di selezione trasparente. Se un *“prodotto di gestione”* attraverso uno schema di convenzione sarebbe obbligatoriamente oggetto di analisi comparativa (trasparenza e competitività), anche l’acquisto di un OICR (con medesimo sottostante) dovrebbe esserlo. Riterremmo che in tale ambito debbano ricadere tutte le forme di investimento in delega di gestione, incluso l’OICR, essendone il Regolamento di Gestione uno schema di convenzione che regola la delega di gestione medesima.

Sugli articoli:

- Art. 4 *‘criteri di gestione indiretta’*: è possibile riportare in modo esplicito nel Regolamento quanto riportato nella relazione accompagnatoria relativamente all’esclusione dell’applicazione del Codice dei contratti pubblici (d.l. 163 del 12 Aprile 2006) su alcune tipologie di servizio, inclusa la selezione del Depositario riportata all’Art.10, e chiarire se l’indicazione superi comunque il disposto del d.l. richiamato;
- Art. 7 *‘Documento sulla Politica di Investimento’*: alcuni chiarimenti sui vari punti come segue:
 - i. Comma 2
 - Punto d) sulle caratteristiche dei mandati di gestione: riteniamo difficoltoso indicare nel documento sulla Politica degli Investimenti un numero minimo e massimo di gestori su cui distribuire le attività, stante la Procedura di Selezione che regola il popolamento del patrimonio e il rispetto dei limiti di concentrazione sugli investimenti, il principio dell’adeguata diversificazione degli investimenti, e la richiesta di chiarimento sui limiti agli investimenti immobiliari, che anticipato nel commento b) alle definizioni, riprenderemo successivamente all’Art.9;
 - Punto e) sui criteri per l’esercizio del diritto di voto spettanti all’Ente: da chiarire se si richiede la definizione di una politica di partecipazione attiva alla conduzione delle società emittenti i titoli detenuti in percentuale rilevante, considerato che potrebbero essere intrapresi investimenti sia con finalità di gestione reddituale del patrimonio che di tipo Mission Related, per tali intendendosi investimenti di interesse strategico alla

crescita delle Professioni Mediche, al Sistema Sanitario Nazionale, alla solidità finanziaria dello Stato Italiano;

- Art. 9 'Limiti agli investimenti': è critico dettagliare il limite rappresentato in strumenti finanziari non quotati su mercati regolamentati, inclusi OICR alternativi, al fine di chiarire la situazione sui limiti complessivi degli investimenti immobiliari.

Infatti, considerati i seguenti punti:

- punto 1: limite del 30% sugli attivi non quotati e OICR – inclusi Fondi immobiliari;
- punto 4: limite del 20% sugli investimenti diretti in beni immobili e diritti reali immobiliari;
- punto 7, lettera e): limite del 20% in OICR alternativi compresi fondi chiusi;

Dalla lettura emergerebbe la possibilità di detenere un *rischio immobiliare* complessivo sul patrimonio, distinto tra diretto e indiretto (fondi) pari al 40% - purchè detenuto in parte diretta ed in parte indiretta (considerando un minimo di 50% in attivi quotati su mercati regolamentati, per deduzione).

Riteniamo ambigua questa classificazione, stante il medesimo rischio sottostante, poiché - anche tenuto conto dei limiti temporali di adeguamento e le norme transitorie di cui all'Art. 13 - essa potrebbe avere un impatto lesivo nel medio lungo termine, pur a fronte di processi di razionalizzazione e di ottimizzazione del patrimonio in corso. Se detto limite fosse considerato in maniera *unitaria* per il rischio (e quindi un unico limite al 40% per gli investimenti immobiliari, indipendentemente dalla forma, stante la facoltà di scegliere un modello di gestione prevalente di cui dotarsi, come previsto all'Art. 3), separando detta categoria di rischio dagli altri investimenti non quotati su mercati regolamentati, e dagli altri Investimenti Alternativi, si avrebbe senz'altro una maggior efficacia del processo di *moral suasion* che il documento di cui si tratta ha interesse ad esercitare, senza forzare processi di smobilizzo o altre attività che potrebbero essere lesive degli interessi degli Enti, né senza pregiudicare il principio di adeguata diversificazione degli investimenti e il perseguimento di una maggiore liquidità/liquidabilità delle poste.

Collegato a ciò, come già richiamato al quesito sul punto b) alle definizioni, ed ai commenti che precedono sull'Art. 7, andrebbe chiarito il funzionamento dei limiti di concentrazione e delle deroghe richiamati ai punti 2,3,5 del presente articolo, tenendo conto anche di una definizione più compatta del termine 'investimenti immobiliari'. E quindi:

- punto 2: limite rispettivamente del 5% e del 10% su emissioni soggetto/soggetti appartenenti allo stesso gruppo: punto 3 deroga per OICVM, FIA italiani diversi da quelli riservati (quelli riservati sono esclusi, perché?), FIA UE e non UE autorizzati alla commercializzazione (sono derogabili in quanto UCITS e quindi apparentemente a liquidità immediata, salvo condizioni di mercato avverse che, data la natura del sottostante, potrebbe rendere dette poste, se non adeguatamente limitate, estremamente illiquide in certe condizioni di mercato?).
- Punto 5: i limiti evidenziati '*non si applicano nel caso di sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari*': va chiarito se:
 - l'applicazione si riferisce anche al caso in cui la Fondazione sia quotista unico, o prevalente, di Fondi Immobiliari gestiti da SGR indipendenti?

- la disposizione potrebbe risultare di impedimento nel caso in cui si volesse costituire come unico azionista - anche per le finalità espresse all'Art. 4 punto 3
 - veicoli societari proprietari, anche con strutture multi comparto a delega di gestione esterna?
- Punto 6: gli Enti non possono concedere finanziamenti se non connessi all'attività istituzionale: questo limita la possibilità di fornire leva/finanziamento ad esempio nelle operazioni di investimento immobiliare: è importante chiarire se questo esplicito divieto è rimuovibile a fronte della possibilità di sottoscrivere quote di fondi di debito a controllo indiretto;
- Punto 8: il limite citato è relativo alla detenzione di strumenti finanziari connessi a merci, ma sarebbe possibile detenere direttamente – tramite apposito intermediario autorizzato – materie prime, inclusi metalli preziosi, oltre il limite del 5% ?

Tanto si rappresenta e si resta a disposizione per ogni utile ulteriore approfondimento.

Distinti saluti.

FONDAZIONE ENPAM