

**Ministero dell'economia e delle finanze**  
**Dipartimento del Tesoro**  
**Direzione IV – Ufficio IV**

*Consultazione sullo schema di regolamento ministeriale di attuazione dell'articolo 14, comma 3, del decreto legge 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.*

**Contributi e osservazioni di ANASF,**  
**Associazione nazionale promotori finanziari**

**Milano, 4 dicembre 2014**

## **Premessa.**

ANASF (Associazione nazionale promotori finanziari) è l'unica associazione di categoria che rappresenta esclusivamente promotori finanziari e conta oltre 12.000 iscritti. È stata fondata nel 1977 dagli operatori allora definiti “consulenti finanziari” con l'obiettivo principale di ottenere il riconoscimento e la tutela della professione mediante la creazione dell'Albo, che è poi stato istituito con la legge n. 1/1991.

Attualmente sono circa 52.000 i promotori finanziari iscritti all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari tenuto da APF, Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari, nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob. Di questi, sono più di 32.000 gli attivi, ovvero coloro che esercitano effettivamente la professione operando per intermediari autorizzati (dati APF al 31 dicembre 2013). I promotori finanziari gestiscono, secondo i dati di Banca d'Italia aggiornati a fine 2013, circa il 10 per cento del risparmio delle famiglie italiane. La categoria professionale dei promotori finanziari è costantemente a contatto diretto con i risparmiatori, dei quali ascolta esigenze, aspettative e preoccupazioni, e per sua natura deve dotarsi di una notevole sensibilità verso il pubblico risparmio.

A nome dei professionisti che rappresenta, ANASF ritiene utile condividere, in via preliminare, alcune riflessioni sugli aspetti del regime previdenziale dei promotori finanziari che esercitano l'attività in qualità di agenti <sup>(1)</sup>, la cui peculiarità risiede nel fatto che si tratta dell'unica categoria professionale a cui sono riferite due previdenze obbligatorie per lo stesso reddito (INPS e Fondazione ENASARCO – Ente Nazionale di Assistenza per gli Agenti e Rappresentanti di Commercio), ambedue a ripartizione. A tal riguardo, è opportuno ricordare che ANASF ha ripetutamente sostenuto l'anomalia insita nella doppia contribuzione obbligatoria a cui sono assoggettati i promotori finanziari agenti e la conseguente necessità di trovare rimedio a tale situazione. Anche a motivo di questa peculiarità, rileva pertanto l'interesse dell'Associazione

---

<sup>1</sup> Art. 31, comma 2, Testo Unico della Finanza, « È promotore finanziario la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L'attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto ».

a partecipare alla presente consultazione, posto che la stessa ENASARCO rientra fra gli enti gestori di forme di previdenza e assistenza obbligatorie privatizzati (di cui al decreto legislativo n. 509/1994) a cui si applicheranno le nuove disposizioni proposte dal Vostro Ministero con il decreto oggetto della presente consultazione. Tale interesse è inoltre rafforzato dall'esperienza maturata dall'Associazione rispetto alla situazione gestionale e finanziaria dell'ENASARCO. Come noto, il 7 novembre 2006 l'ENASARCO è stata infatti oggetto di un decreto di commissariamento mentre, negli anni più recenti, la Fondazione ha cercato di garantire la propria sostenibilità finanziaria cinquantennale – secondo quanto richiesto dall'art. 24, comma 24, decreto legge n. 201/2011, convertito con legge n. 214/2011 – mediante aumenti contributivi e un piano di disinvestimento del patrimonio immobiliare (cosiddetto Progetto Mercurio) la cui implementazione è risultata alquanto difficoltosa, oltre a sollevare alcune perplessità in merito all'effettiva necessità di una completa dismissione delle attività immobiliari.

Quale ulteriore premessa alle proprie osservazioni, la scrivente condivide le finalità che ispirano lo schema di decreto oggetto di consultazione, consistenti nella definizione di un quadro regolamentare per gli Enti previdenziali che assicuri la tutela degli iscritti e il rispetto di specifici presidi prudenziali. Particolarmente apprezzabile risulta dunque la previsione di criteri e limiti agli investimenti degli Enti, volti ad assicurare l'equilibrio finanziario, la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investimenti. Parimenti, la scrivente condivide i contenuti della disciplina sui conflitti di interesse (art. 11 dello schema di decreto), in quanto fondata su specifiche esigenze di trasparenza, nonché su precisi obblighi di prevenzione, gestione e controllo.

Rispetto a queste valutazioni e alla luce della propria esperienza con la gestione dell'ENASARCO, ANASF non può che valutare positivamente le proposte di cui al presente schema di decreto, pur ritenendo che le stesse dovranno essere adeguatamente integrate da interventi volti sia a risolvere la richiamata anomalia contributiva che riguarda i promotori finanziari agenti, sia a rimediare agli eventuali effetti negativi derivanti dalle politiche di investimento fin qui attuate da taluni Enti previdenziali.

### **Criteri e limiti di investimento (artt. 5, 8 e 9).**

ANASF ritiene pienamente condivisibile l'enunciato dell'art. 5 dello schema di decreto e, in particolare, valuta positivamente i seguenti elementi:

- i richiami al principio di sana e prudente gestione e all'interesse collettivo degli iscritti e dei beneficiari della prestazione pensionistica, in analogia a quanto stabilito dalla disciplina della previdenza complementare;
- la definizione di una serie di criteri generali per la gestione delle disponibilità complessive degli Enti previdenziali, consistenti nel conseguimento di un'appropriata redditività aggiustata per il rischio, nell'adeguata diversificazione del portafoglio, nell'efficienza della gestione (con specifica menzione dell'esigenza di contenimento dei costi) per preservare la capacità patrimoniale e la stabilità finanziaria;
- la previsione dell'obbligo per gli Enti di adottare e sottoporre a revisione periodica procedure e strutture adeguate ed efficaci rispetto al portafoglio, alla politica di investimento, alle modalità di gestione e ai rischi assunti.

L'Associazione rileva inoltre l'importanza del principio, enunciato dallo stesso art. 5, secondo cui gli Enti sono tenuti a privilegiare gli strumenti con basso grado di rischio, ritenendo che tale indicazione costituisca una garanzia utile a prevenire il verificarsi di episodi di *mala gestio* o, comunque, di operazioni di investimento poco trasparenti.

La scrivente conviene con l'elencazione dei criteri e dei limiti di investimento stabiliti dagli artt. 8 e 9 dello schema di decreto, ispirati a un approccio di natura qualitativa opportunamente integrato dalla previsione di specifici limiti quantitativi. Particolarmente apprezzabili risultano le regole relative agli investimenti in strumenti derivati, ammessi esclusivamente per finalità di riduzione del rischio o di efficiente gestione, mentre viene preclusa qualsiasi attività di tipo speculativo. Parimenti, la scrivente riconosce l'importanza del criterio secondo cui gli Enti

investono le proprie disponibilità complessive in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, in OICVM e in depositi bancari. L'Associazione valuta positivamente anche l'introduzione di una serie di regole per gli investimenti in OICR, per assicurare che l'Ente sappia effettivamente vagliare le caratteristiche e i rischi connessi all'investimento, secondo il cosiddetto criterio del “*look through*”. Il riferimento a questo criterio risulta a sua volta perfettamente allineato con le più recenti indicazioni del legislatore comunitario che, nel contesto della disciplina MiFID II, definiscono un più specifico regime di tutela per gli investitori professionali.

ANASF concorda inoltre con i presidi riferiti all'investimento in fondi alternativi non U.E. – ammessi, nel rispetto di specifici limiti quantitativi, solo in presenza di accordi di cooperazione fra le Autorità italiane e quelle del Paese di origine – nella consapevolezza che, ai fini della salvaguardia del risparmio previdenziale, è necessario evitare operazioni aventi ad oggetto veicoli di investimento in Paesi appartenenti alla cosiddetta *black list*.

Da ultimo, al fine di dare una più completa attuazione ai predetti criteri di investimento, l'Associazione reputa opportuno introdurre una norma che stabilisca espressamente l'obbligo per le società e per i gestori dei fondi partecipati dall'Ente previdenziale di inviare informazioni e documentazione periodica al fine di effettuare un continuo monitoraggio degli stessi, così da garantire la coerenza con la politica di investimento nonché il rispetto dei criteri di prudenza, efficienza ed efficacia.

### **Patrimonio immobiliare degli Enti previdenziali (artt. 9 e 13).**

Nel cogliere l'occasione rappresentata dalla presente consultazione, ANASF intende svolgere alcune considerazioni rispetto al tema degli investimenti immobiliari degli Enti previdenziali.

Come specificato nel documento di accompagnamento allo schema di decreto, il principio di diversificazione degli attivi e dei rischi si applica anche agli investimenti diretti in beni immobili

e diritti reali immobiliari. Secondo le nuove disposizioni, tali investimenti dovranno essere contenuti entro il limite del 20% del patrimonio dell'Ente, pur essendo previsto uno specifico regime transitorio. A tal riguardo, ANASF intende richiamare l'attenzione del Vostro Ministero sull'opportunità stessa di fissare una soglia percentuale alla consistenza della componente immobiliare del patrimonio, oltretutto valida nella medesima misura per l'intera categoria, assai eterogenea, degli Enti previdenziali. Potendosi eventualmente convenire con un'indicazione di massima – si ponga, un quarto degli attivi o, comunque, un ordine di grandezza significativo rispetto al totale delle attività – la scrivente ritiene che la componente immobiliare possa essere naturalmente rilevante nell'ambito del patrimonio di un Ente previdenziale, coerentemente con l'orizzonte temporale di lungo periodo che ne caratterizza le attività di investimento e di gestione. Inoltre, l'Associazione considera che gli stessi criteri di diversificazione e di sana e prudente gestione che ispirano l'intera proposta regolamentare dovrebbero riguardare, più nello specifico, anche gli investimenti di natura immobiliare.

Più in generale, ANASF osserva come, dalla proposta del Vostro Ministero, si evince che l'investimento immobiliare – pur dovendo essere conforme al principio di adeguata diversificazione degli attivi – risulta naturalmente consentito e può anzi rappresentare una quota rilevante del patrimonio degli Enti previdenziali. A giudizio della scrivente, occorre sottolineare che le disposizioni oggetto di consultazione non devono perciò essere interpretate a giustificazione di eventuali progetti di completa dismissione del patrimonio immobiliare degli Enti previdenziali, che anzi può conservare una propria valenza strategica nell'ambito degli attivi patrimoniali di ciascuna realtà.

Rispetto alla previsione di un regime transitorio (art. 13 dello schema di decreto) che fissa in cinque anni dalla data di entrata in vigore del futuro regolamento il termine per la dismissione degli investimenti immobiliari detenuti in superamento dei limiti previsti, ANASF reputa infine necessario rivalutare l'opportunità stessa di stabilire il predetto termine di cinque anni, ritenendosi più congrua la previsione di un periodo di tempo più in linea con l'attuale situazione del mercato immobiliare in Italia. In considerazione dell'evoluzione del settore immobiliare – che

ancora risente degli effetti della crisi finanziaria cominciata nel 2008 – l’Associazione intende infatti sottolineare l’esigenza di evitare che l’opera di dismissione degli attivi immobiliari da parte degli Enti previdenziali abbia in realtà degli effetti pro-ciclici che finirebbero con l’accentuare le attuali difficoltà del settore, in cui si riscontra un eccesso di offerta dovuto alla grande quantità di immobili invenduti. A tal riguardo, si ricorda il già richiamato Progetto Mercurio della Fondazione ENASARCO, consistente in un piano di disinvestimento del patrimonio immobiliare la cui implementazione è risultata alquanto difficoltosa, oltre a sollevare dubbi in merito all’effettiva necessità di una completa dismissione delle attività immobiliari dell’Ente.

#### **Trasparenza e obblighi informativi (artt. 5, 6 e 7).**

ANASF condivide il costante riferimento, nell’ambito dell’intero impianto regolamentare dedicato agli investimenti degli Enti previdenziali, al principio di trasparenza non solo verso gli organi interni e le autorità di controllo, ma anche verso gli iscritti e i beneficiari della prestazione pensionistica. Ciononostante, la scrivente considera opportuno portare all’attenzione del Vostro Ministero alcune considerazioni che permetterebbero di realizzare in modo più completo tale principio.

In primo luogo, l’Associazione ritiene pienamente condivisibile l’introduzione dell’obbligo, in capo all’organo di amministrazione, consistente nella redazione del documento sulla politica di investimento (art. 7 dello schema di decreto). Nell’ambito di tale documento, rivestono particolare rilevanza la definizione del profilo di rischio dell’Ente sulla base degli obiettivi e degli impegni previdenziali dello stesso, nonché la specificazione dei compiti e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nelle varie fasi del processo di investimento. Altrettanto apprezzabili risultano le disposizioni con cui si richiedono la pubblicazione del documento sul sito internet dell’Ente e la sua revisione periodica con cadenza almeno triennale.

Il sesto comma dell'art. 7 stabilisce inoltre che attraverso il documento sulla politica di investimento gli Enti comunicano ai Ministeri vigilanti e alla COVIP la propria struttura organizzativa, professionale e tecnica e le proprie politiche e procedure per l'attività di investimento e per il monitoraggio e la gestione del rischio. Similmente, tramite il documento sulla politica di investimento gli Enti comunicano ai Ministeri vigilanti e alla COVIP gli aspetti etici, ambientali, sociali e di governo societario presi in considerazione nell'attività di investimento. A tal riguardo, l'Associazione considera che, al fine di dare una più completa attuazione al principio di trasparenza, gli stessi obblighi di comunicazione dovrebbero essere riferiti, oltre che alle autorità controllanti, anche agli iscritti e ai beneficiari della prestazione pensionistica, in applicazione di quel criterio di tutela che ispira il più generale impianto regolamentare della proposta di decreto.

Le medesime considerazioni possono svolgersi rispetto al disposto dell'ultimo comma dell'art. 5, in cui vengono richiamati i contenuti dei piani annuali degli impieghi dei fondi disponibili e dei piani triennali di investimento del patrimonio immobiliare. A questo proposito, ANASF intende portare all'attenzione del Vostro Ministero l'opportunità di estendere il regime di pubblicità previsto per il documento sulla politica di investimento (in particolare, l'obbligo di pubblicazione sul sito internet dell'Ente) anche ai predetti piani.

La scrivente valuta positivamente l'introduzione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto annuale (art. 6) recante sia l'esposizione delle attività a valori correnti, sia l'indicazione del valore attuale netto delle passività connesse alle prestazioni istituzionali dell'Ente. In particolare, l'Associazione conviene con quanto dichiarato dal Vostro Ministero nel documento di accompagnamento allo schema di decreto, per cui tale prospetto è volto a consentire un efficace monitoraggio del rispetto dei limiti prudenziali, della consistenza degli attivi e dell'allineamento tra attività e passività dell'Ente.

Rispetto alle esigenze di trasparenza che ispirano gli obblighi informativi sin qui richiamati, ANASF ritiene inoltre opportuno proporre al Vostro Ministero l'introduzione di una serie di disposizioni volte a definire in modo puntuale il contenuto dell'informativa che ciascun Ente è



tenuto a rendere ai propri iscritti e beneficiari, in analogia a quanto stabilito dal legislatore comunitario per il KIID (*Key Investor Information Document*, ovvero il documento con le informazioni chiave per gli investitori in relazione agli investimenti in OICVM) e per il PBS (*Pension Benefit Statement*, ossia il prospetto delle prestazioni pensionistiche previsto dalla proposta di aggiornamento della direttiva sugli enti pensionistici aziendali o professionali, cosiddetta IORP II). Nell'avanzare queste indicazioni, l'Associazione intende ispirarsi a un criterio di standardizzazione delle informazioni che, in attuazione del più generale principio di trasparenza, consentirebbe ai destinatari di avere una cognizione sintetica ma al tempo stesso chiara e comprensibile delle prestazioni pensionistiche dell'Ente di riferimento, connotata oltretutto da un carattere di trasversalità rispetto alle specificità delle singole categorie professionali. Le informazioni riportate nel "documento chiave" dovrebbero inoltre essere oggetto di revisione secondo una periodicità predefinita (non inferiore a un anno) e con la stessa cadenza dovrebbero essere rese disponibili, gratuitamente, a ciascun iscritto.

### **Modalità di gestione (artt. 3 e 4).**

In linea di principio, ANASF concorda con la lettera dell'art. 3 dello schema di decreto, ai sensi del quale gli Enti previdenziali possono gestire le proprie risorse finanziarie in forma diretta oppure in forma indiretta tramite convenzioni con gestori individuati sulla base di un processo di selezione ispirato a criteri di trasparenza e correttezza. Cionondimeno, l'Associazione propone di modificare la disciplina delle modalità di gestione mediante l'introduzione del cosiddetto principio della delega esterna, in applicazione del quale:

- in via generale, sia prevista la gestione indiretta (ossia, in forma convenzionata) grazie al ricorso a gestori degli investimenti esterni e specializzati, affinché le attività finanziarie degli Enti previdenziali siano investite in modo efficiente e professionale;

- in via residuale, sia ammessa la gestione diretta, limitatamente alla liquidità e a strumenti finanziari connotati da un basso grado di rischio (quali titoli di debito emessi o garantiti da Stati membri U.E. o OCSE).

Rispetto a tale proposta, la scrivente considera infatti che l'introduzione del principio della delega esterna – con conseguente limitazione della gestione diretta a volumi di attività marginali e/o strumenti elementari – non solo risponderebbe ai principi di trasparenza e professionalità ma consentirebbe anche di tenere adeguatamente conto dell'eventuale assenza di figure professionali dedicate, con specifiche conoscenze e competenze in materia di investimenti, nell'ambito delle strutture organizzative degli Enti previdenziali, risultando pertanto preferibile la soluzione della gestione indiretta, in cui ciascun Ente è chiamato a definire le linee di indirizzo dell'attività dei gestori convenzionati.

In secondo luogo, ANASF intende evidenziare l'opportunità di introdurre, per il caso della gestione indiretta, degli specifici vincoli di concentrazione, che potrebbero sostanziarsi nei seguenti limiti:

- il patrimonio dell'Ente in delega a un singolo gestore non dovrebbe superare un determinato valore (ad esempio, il 10%) degli *Asset Under Management* del gestore stesso;
- a ogni gestore non dovrebbe essere attribuito in gestione un controvalore del patrimonio dell'Ente superiore a una specifica quota (si ponga, il 20%).

Come tale, l'introduzione dei predetti limiti consentirebbe di ridurre i rischi ricollegabili all'affidamento verso uno specifico soggetto gestore, pervenendo così a una più completa realizzazione del principio di diversificazione.

### **Depositario (art. 10).**

ANASF conviene con quanto dichiarato dal Vostro Ministero nel documento di accompagnamento allo schema di decreto, secondo cui l'obbligo per gli Enti previdenziali (indipendentemente dalla modalità di gestione diretta o indiretta) di avvalersi di un depositario rappresenta un ulteriore presidio di tutela, essendo infatti previsto che tale soggetto è tenuto a seguire le direttive dell'Ente o del gestore del patrimonio, se non contrarie alla legge o allo statuto. In attuazione del predetto criterio di tutela, la scrivente concorda inoltre con la scelta di applicare anche all'individuazione dei soggetti depositari un processo di selezione e un regime di incompatibilità delle cariche definiti in analogia a quanto stabilito per i gestori convenzionati.

Infine, l'Associazione intende suggerire al Vostro Ministero di valutare la possibilità che il medesimo Ente previdenziale possa affidare le proprie risorse a più soggetti depositari, tenendo opportunamente conto della composizione del proprio portafoglio di investimento e della conseguente necessità di mettere il depositario in condizione di svolgere efficacemente le proprie funzioni di controllo.

### **Attività esternalizzate (art. 7).**

L'art. 7, commi 9 e 10, dello schema di decreto disciplina le modalità di esternalizzazione dei servizi connessi all'attuazione della strategia finanziaria degli Enti previdenziali, stabilendo che i relativi contratti debbano essere coerenti con le indicazioni riportate nel documento sulla politica di investimento e che il singolo Ente debba poter esercitare un adeguato controllo sulle attività esternalizzate. A tal riguardo, ANASF reputa pienamente condivisibili queste disposizioni. Tuttavia, a giudizio dell'Associazione, ai fini di una maggiore trasparenza sarebbe preferibile dare separata evidenza a questi obblighi mediante il loro inserimento in una norma *ad*

*hoc*. Si tratterebbe, più precisamente, di riportare le disposizioni di cui ai commi 9 e 10 dell'art. 7 in un articolo a sé stante, specificamente dedicato alle procedure di *outsourcing*.

\*\*\*\*\*

A disposizione per i chiarimenti e gli approfondimenti che si ritenessero opportuni, la scrivente ANASF ringrazia per l'attenzione e porge i migliori saluti.



---

Maurizio Bufi  
*Presidente ANASF*