

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

Le partecipazioni azionarie del fondo pensione. Titolarità dei diritti di voto e *corporate governance*

Mario Bessone

Dicembre 2001

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1. Quale che sia la “forma previdenziale” di volta in volta attivata è regola generale del decreto legislativo 124 dell'aprile 1993 che i fondi pensione investono (*devono* investire) le loro risorse soltanto in attività di genere finanziario. Regola che non vale per i fondi “preesistenti”, intesi come tali quanti fossero già attivi alla data del 15 novembre 1992 ma operativa a tutto campo per i fondi pensione di nuova generazione, si tratti dei fondi aperti dell'art. 9 del decreto legislativo o invece dei fondi pensione negoziali e “chiusi”, che si costituiscono per una “categoria”, un “comparto” o altro “raggruppamento” di appartenenti al mondo del lavoro, così da assicurare loro prestazioni di rendita o per una parte “in conto capitale” comunque “complementari” delle prestazioni che si ricevono dal sistema pensionistico pubblico di primo pilastro. E non sarà necessario un lungo discorso per ricordare che cosa caratterizza l'investitore istituzionale “fondi pensione” davvero lontano da qualsiasi altro per i caratteri distintivi del portafoglio che si amministra nell'interesse dei partecipanti al programma previdenziale. L'operare dei fondi pensione è nel senso più stretto del termine *financial industry*. Ma il risparmio consegnato ad essi non è cosa che si possa amministrare seguendo il modello di composizione e le regole di gestione invece di comune impiego per investimenti di diversa natura.

“Investitore istituzionale” di un genere a sé i fondi pensione operano secondo una logica che per definizione è tutt'altra dall'intento speculativo delle operazioni secondo logica di *short termism*. Per la loro stessa finalità sono investitori necessariamente orientati al lungo periodo, e sono per così dire un investitore *paziente* che in ogni caso come nessun altro assicura continuità di flussi monetari. I fondi pensione “chiusi” in modo particolare si trovano poi nella condizione dell'investitore capace di razionali di portafoglio, perché la grandezza delle masse contributive e la grandezza delle prestazioni da erogare è in ogni momento una quantità ragionevolmente prevedibile. E la rappresentatività sociale è un punto forte della loro presenza. E' poi facile previsione che l'insieme dei fondi pensione negoziali di nuova generazione già a medio termine raggiungerà verosimilmente dimensioni molto consistenti, con i risultati di maggior spessore e maggior stabilità del complessivo insieme dell'economia finanziaria ormai più volte segnalati. E in queste pagine interessa considerare appunto la posizione di portafoglio dei fondi pensione negoziali e

“chiusi”, che le norme del decreto legislativo disciplinano con una serie di disposizioni nel segno di una forte specialità di regime.

Scegliendo (cosa molto discutibile) di assegnare al fondo pensione negoziale di nuova generazione la forma giuridica e la disciplina delle associazioni o delle fondazioni del primo libro del codice civile, il legislatore della previdenza complementare doveva necessariamente considerare la grande distanza che separa questo modello organizzativo della forma pensionistica dalla organizzazione di mezzi che occorre per svolgere operazioni di gestione di un portafoglio costituito in ogni sua parte da *financial products*. Una volta escluso che il patrimonio dei fondi pensione possa essere investito in immobili e altre attività “reali”, e quindi stabilito che il loro portafoglio sarà composto soltanto da “strumenti finanziari” (e da liquidità di supporto alla dinamica finanziaria del fondo pensione) si rendevano perciò indispensabili le norme del decreto legislativo intese ad integrare la disciplina del fondo pensione negoziale derivata dalle norme del codice civile con disposizioni di diritto speciale che consentano una efficiente gestione di risorse consegnate per intero al mercato dei valori mobiliari. Si configura un ordinamento della materia che nelle sue grandi linee può essere così rappresentato.

Anche nel caso del risparmio con finalità previdenziale naturalmente sono preferibili una *asset allocation* e una movimentazione di portafoglio attivate da imprese professionalmente esperte in operazioni di mercato finanziario. Da ciò la disciplina dell'art. 6 del decreto legislativo (poi integrata dalle disposizioni del decreto ministeriale del Tesoro 703 del novembre 1996) dove si segnano stringenti limiti di oggetto e di grandezza agli investimenti che il fondo pensione può attivare “in via diretta”. Attività di gestione finanziaria del suo patrimonio che il fondo pensione può svolgere in via diretta è la sottoscrizione e la acquisizione di quote di fondi comuni di investimento “mobiliare” chiusi. E' comunque stabilito che a questa forma di investimento non è consentito superare la soglia del venti per cento del patrimonio del fondo pensione né la soglia del venticinque per cento del capitale del fondo comune. Ancora il primo comma dell'art. 6 del decreto stabilisce le medesime soglie per la sottoscrizione e la acquisizione di quote di fondi comuni di investimento “immobiliare” chiusi. Esaurisce la serie della attività di gestione finanziaria che il fondo pensione può svolgere in via diretta la sottoscrizione o la acquisizione di “azioni” o “quote” di società immobiliari nelle quantità e secondo il regime che la norma del decreto ancora una volta puntualmente indica..

Le fattispecie di gestione delle risorse finanziarie attivata in via diretta dagli amministratori del fondo pensione configurano un congegno a struttura semplice. Sono gli stessi amministratori del fondo pensione a progettare, a variare quando occorre e comunque a realizzare un programma di asset allocation che le disposizioni del decreto legislativo delimitano per quantità e oggetti nel modo già indicato. E sono ancora gli amministratori a movimentare il portafoglio del fondo pensione mediante la conclusione di contratti di investimento a limitata soglia di complessità. Ma come si è visto la normativa del decreto legislativo impone a questa modalità di gestione limiti quantitativi (e di qualità degli strumenti finanziari) tali da farne anche in punto di montante pensionistico un fattore di incidenza quanto mai contenuta. Per l'intero comparto dei fondi pensione "chiusi" di nuova generazione la nota dominante del sistema è perciò costituita dalla interposizione delle imprese di intermediazione finanziaria che caratterizza la gestione delle risorse del fondo pensione operata in via indiretta. E la entità delle prestazioni previdenziali che gli iscritti al fondo pensione riceveranno è una variabile strettamente (se non interamente) dipendente dai risultati delle attività di gestione professionale del portafoglio finanziario svolte da imprese di intermediazione mobiliare

Al fondo pensione compete pur sempre la progettazione delle linee di indirizzo della gestione del suo patrimonio. Ma attrezzare e praticare le attività di mercato è cosa che compete all'impresa gestore secondo una logica di rapporto da principal ad agent che al gestore agent assegna con ogni evidenza il ruolo protagonista. Per disposizione dell'art. 6 del decreto legislativo "abilitate" ad assumere incarico di gestione del patrimonio dei fondi pensione sono la banca, l'"impresa di investimento" sia Sim di diritto nazionale sia impresa di investimento comunitaria (o extra comunitaria), l'impresa assicurativa e la "società di gestione del risparmio". Sono richiesti i requisiti ordinariamente richiesti dalla legislazione del settore finanziario di appartenenza ma anche gli speciali requisiti indicati dal quarto comma della norma del decreto legislativo. La medesima disposizione avverte che sulle indicate imprese "le rispettive autorità di vigilanza (...) conservano" tutti i "poteri di controllo" previsti dalle singole normative di settore, così da assicurare quanto occorre appunto in termini di controllo della loro "stabilità" e di garanzia della trasparenza e della correttezza del loro operare anche in materia di previdenza complementare.

2. Ad esclusione del caso di speciali fattispecie e di speciali “accordi” i “valori” e le “disponibilità” che costituiscono patrimonio finanziario del fondo pensione rimangono nella sua giuridica titolarità. Sono infatti valori e disponibilità dislocati presso l’impresa “gestore” nella condizione di un patrimonio “autonomo e separato”. Una cosa tuttavia è la giuridica titolarità dei valori e delle disponibilità, altra cosa la loro movimentazione sui mercati finanziari che l’impresa di intermediazione mobiliare opererà per nome e in conto del fondo pensione . L’impresa si attiverà nell’interesse del fondo pensione ma con grande libertà di iniziativa professionale .E agli amministratori del fondo pensione sarà preclusa qualsiasi possibilità di impartire direttive o di esercitare poteri di interferenza nelle attività gestorie . Alla configurazione delle indicate attività come oggetto di un contratto che si sottoscrive per dare consistenza di contenuti e di rapporto giuridicamente obbligatorio alla gestione del portafoglio pensionistico , fondi pensione e imprese di intermediazione finanziaria provvedono mediante una “convenzione” da stipulare secondo le disposizioni degli artt. 6 e 6 ter del decreto legislativo .E se è vero che esiste ampio spazio di self regulation secondo gli ordinari poteri autonomia privata,in ogni loro parte le convenzioni di volta in volta concluse dovranno comunque uniformarsi ad uno “schema tipo “ che per disposizione della lettera e) del secondo comma dell'art. 17 la Covip era chiamata a definire d'intesa con “ le autorità di vigilanza dei soggetti abilitati a gestire le risorse “di fondi pensione ..Da ciò la deliberazione assunta a gennaio del 1998 .

Dalla Covip si deve ricevere il provvedimento di preventiva autorizzazione richiesto dalle disposizioni della lettera f) del secondo comma dell'art. 17 .E' provvedimento di riscontro della conformità dei contenuti del contratto gestorio al complessivo insieme delle sue norme di regime.Si configura un insieme di fattispecie molto complesso per la forma pensionistica “ a contribuzione definita “ (l'unica a tutt'oggi operante) essendo stabilito che le convenzioni di gestione devono “ contenere “ le “ linee di indirizzo “ dell’attività dei “ soggetti convenzionati “ , espresse secondo principio di autonomia di valutazioni del fondo pensione ma comunque necessariamente conformi a quanto prescrive la lettera a) del comma quarto bis dell’art. 6 del decreto legislativo 124. Le convenzioni di gestione dovranno perciò riferire le indicate linee di indirizzo ai criteri di individuazione e di ripartizione del rischio “ di cui al comma quattro quinquies “ dell’art. 6 così come definire le modalità di possibile modificazione del programma di allocazione delle risorse del fondo pensione. E si dovrà fare obbligato

riferimento a quanto volta a volta stabiliscono anche le discipline statutarie del fondo pensione. Si opera con le garanzie della presenza di una banca "depositaria" che (come precisa l'art. 6 bis) se riceve appunto in deposito le risorse del fondo al tempo stesso "esegue le istruzioni impartite" dall'impresa "gestore" dovendo tuttavia accertare che "non siano contrarie alla legge, allo "statuto del fondo stesso" e ai "criteri stabiliti" dalle normative regolatrici della sua gestione finanziaria

Possono darsi convenzioni gestorie con particolari caratteri e una serie di varianti di regime. E non è escluso il caso di una convenzione gestoria che trasferisca il rischio della gestione finanziaria sull'impresa "gestore", per norma contrattuale al fondo pensione e ai suoi iscritti assicurandosi risultati certi quanto a "restituzione del capitale" o a corresponsione di un "interesse minimo". Ma anche fattispecie di questo genere costituiscono materia di una regolamentazione di insieme ormai ampiamente consolidata. Quale che sia la possibile conformazione della "forma pensionistica" nel caso singolo comunque basic rule al vertice del sistema è ancora una volta l'art 6 del decreto legislativo 124. E quanto ai "criteri" e ai "limiti" di investimento delle risorse del fondo pensione valgono le disposizioni del decreto ministeriale del novembre 1996 che al tempo stesso stabilisce importanti regole di "sana e prudente" gestione delle forme pensionistiche complementari, e insieme con esse disposizioni (degli artt. 7 e 8) relative alle possibili situazioni di conflitto di interessi.

Da tutto questo una disciplina di garanzia con caratteri di imperatività che è rigorosa quanto occorre per assicurare le necessarie misure di protezione del risparmio con finalità previdenziale. Ne risulta stabilito un sistema di regole d'ordine degli impieghi della ricchezza finanziaria dei fondi pensione che in linea generale è certamente meritevole di un positivo apprezzamento (e sicuramente in linea con gli orientamenti maturati in sede comunitaria). Sia le regole in materia di oggetto e tipologie degli investimenti, le altre pensate a misura della qualità dei soggetti emittenti e delle loro appartenenze (di area finanziaria o "di gruppo") e infine le regole attente alla negoziabilità degli strumenti e alle loro dislocazioni di mercato stabiliscono infatti un giusto punto di equilibrio tra l'esigenza di assicurare una necessaria libertà nelle movimentazioni del portafoglio dei fondi pensione e la contestuale (talora confliggente) esigenza di segnare al libero impiego delle loro risorse finanziarie precisi limiti di carattere prudenziale. Ma si tratta di limiti del tutto ragionevoli e comunque decisamente motivati in

considerazione della finalità previdenziale che più di ogni opportunità speculativa deve caratterizzare l'operare dell'investitore istituzionale "fondo pensione" .

Principio di autonomia degli operatori di mercato finanziario e al tempo stesso imperatività di norme che segnano il loro punto di confine caratterizzano in modo particolare la disciplina che si assegna agli investimenti in capitale di rischio. Nel caso della gestione del portafoglio pensionistico attivata in via diretta dagli amministratori del fondo pensione valgono le previsioni di limite delle lettere d ed e del primo comma dell'art. 6 del decreto legislativo. Nel caso della gestione di portafoglio attivata in via indiretta mediante l'intermediazione di imprese "gestore" la norma di primo riferimento è il quinto comma della medesima disposizione . E una volta stabilito che " i fondi " in ogni caso non possono " assumere " né possono "concedere prestiti " , la disposizione del decreto provvede ad indicare soglie invalicabili e una serie di divieti che definiscono l'ambito delle possibili acquisizioni di partecipazioni azionarie al portafoglio finanziario dei fondi pensione. Con precisa finalità prudenziale operano già le previsioni di limite quantitativo al possesso di azioni o di "quote" con " diritto di voto " .Al fondo pensione altro non compete se non curare l'interesse previdenziale degli iscritti alla forma pensionistica che è cosa diversa dall'asset allocation con finalità di comando.

Molto opportunamente si è quindi escluso che al fondo pensione sia consentito accumulare partecipazioni azionarie di un "ammontare tale da determinare " situazioni di pericolosa commistione con interessi di differente genere . Al fondo pensione perciò non si consente di acquisire partecipazioni azionarie così consistenti da farne il socio che " in via diretta " esercita "un'influenza dominante sulla società emittente " . Allo stesso modo si vieta l'acquisto di partecipazioni particolarmente rilevanti al capitale sociale di imprese societarie che al tempo stesso sono " soggetti tenuti alla contribuzione " previdenziale o " soggetti " da questi controllati " .Con ogni evidenza le lettere a e b del quinto comma dell'art. 6 del decreto legislativo sono disposizioni nel segno del necessario rigore .E disposizioni da considerare nella prospettiva degli interventi di pubblica vigilanza che anche per questa parte di materia devono essere pensati come strumenti di garanzia disposti con norme che se non consentono invasioni dello spazio di self regulation dovuto alle iniziative di previdenza privata al tempo stesso esigono tuttavia una interpretazione in senso forte della funzione di controllo.

In caso di società ammessa alle quotazioni di mercato azionario “ i fondi non possono (...) investire le disponibilità di competenza “ negli strumenti finanziari costituiti da azioni o quote “ con diritto di voto “ per un valore nominale “ superiore al cinque per cento “ del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse dalla società medesima “ . In caso di società non quotata in mercati regolamentati la soglia quantitativa da non superare è invece stabilita “ al dieci per cento “ delle azioni o “quote “ con diritto di voto. In entrambi i casi sono precluse le partecipazioni che configurano posizioni di influenza dominante. Considerata la contenuta entità delle partecipazioni azionarie che ne sono permesse sarà chiaro che disposizioni di questo genere sicuramente costituiscono mezzo utile al fine di scongiurare una volta di più il rischio (tutt'altro che marginale) delle possibili commistioni tra finalità istituzionali del fondo pensione e interessi finanziari di altro genere inevitabilmente tali da determinare effetti inquinanti.

Altro ancora occorre stabilire per assicurare completezza e operatività di regole all'indicata policy di garanzie . Quanto alle partecipazioni azionarie che fossero costituite da azioni o quote “ emesse da soggetti tenuti alla contribuzione “ o da soggetti controllati o “ direttamente “ o in via indiretta “ per interposta persona “ o ancora per mezzo di società fiduciaria la soglia invalicabile degli investimenti del fondo pensione è perciò in linea generale stabilita alla misura del “ venti per cento delle risorse del fondo “ . E' invece stabilita la soglia del trenta per cento del suo patrimonio “ se trattasi di fondo pensione di categoria “ . Medesime previsioni di limite valgono per le situazioni di controllo che la norma del decreto legislativo richiama per rinvio al secondo comma dell'art. 27 della legge 287 del 10 ottobre 1990 . Tra fondi pensione imprese societarie che contribuiscono alla forma pensionistica complementare si configura così un regime di “separatezza” quanto mai consigliabile . E sarà l'esperienza a segnalare eventuali opportunità di correzione degli indicati limiti di soglia.

3. Nel disegno di insieme del decreto legislativo 124 le previsioni di limite e i divieti stabiliti con le sue norme andavano tuttavia integrati dalle ulteriori discipline di vincolo rimesse ai poteri regolamentari delle autorità di governo. E disponendo che con suo decreto il Ministro del tesoro doveva individuare le attività finanziarie che possono diventare parte del portafoglio

mobiliare dei fondi pensione , al tempo stesso il quarto comma *quinquies* dell'art. 6 del decreto legislativo impegnava l'autorità di governo a stabilire per esse “ i rispettivi limiti massimi di investimento “. A questo il decreto ministeriale del novembre 1996 ha provveduto con una norma che se naturalmente conferma i limiti e i divieti già stabiliti dall'art. 6 del decreto legislativo al tempo stesso ne integra in modo circostanziato la disciplina , indicando soglie quantitative di investimento contestualmente diversificate per singole tipologie di valori mobiliari secondo una metodologia di intervento che trova adesso puntuale riscontro nella circostanziata normativa dell'art. 14 del progetto di direttiva comunitaria.

Ad esclusione del caso di “temporanee “ e “ comprovate esigenze “ che possano eventualmente determinarsi nella “ amministrazione “ finanziaria della forma pensionistica ,le soglie di investimento stabilite dal decreto ministeriale costituiscono prescrizioni di vincolo che all'asset allocation del fondo pensione non è consentito derogare. E non mancano disposizioni di divieto (ad esempio per quanto in materia azionaria riguarda le “operazioni allo scoperto”). Altra volta si segue ancora diversa ratio legis (ad esempio avvertendo che le operazioni in “ contratti derivati non sono vietate ma possono riguardare il portafoglio del fondo pensione soltanto se le loro modalità garantiscono un sufficiente contenimento della esposizione al rischio,che deve essere “equivalente” a quella risultante da un “acquisto a pronti “ degli strumenti finanziari “o sottostanti il contratto derivato”). E se in queste pagine non è consentita una esauriente documentazione dei contenuti del decreto ministeriale del novembre 1996 sarà pur sempre utile indicarne la logica di insieme.

Nella loro notevole indeterminatezza le norme del decreto legislativo 124 costituivano infatti spazio aperto a diverse possibili opzioni di politica del diritto. Non era perciò esclusa la eventualità di una politica del diritto pericolosamente dirigista secondo una perversa logica di vincolo dei soggetti privati quanto ad oggetto oppure a tipologia degli investimenti. Molto opportunamente il decreto del Ministro del tesoro doveva invece scegliere tutt'altra linea di financial policy ,che trova adesso puntuale riscontro nelle disposizioni “ relative agli investimenti “ del progetto di direttiva comunitaria. Le norme del decreto ministeriale infatti segnano alle modalità di impiego delle risorse del fondo pensione gli indispensabili limiti di genere prudenziale,che con adeguata precisazione si ritrovano anche nell'art. 14 del progetto di direttiva . Ma sono norme che in linea di massima al tempo stesso

tuttavia riservano ad amministratori della forma pensionistica e imprese “gestore “ la dovuta libertà di provvedere in autonomia alle loro valutazioni di asset allocation .E un medesimo punto di ragionevole equilibrio tra imposizioni di limite e libertà di allocazione finanziaria caratterizza le normative di soglia.

Posto che l'insieme degli investimenti deve essere “ per almeno un terzo “ denominato in una valuta congruente “ con quella nella quale “ saranno “erogate le prestazioni del fondo pensione “ , precise disposizioni riguardano i singoli strumenti finanziari che il decreto del novembre 1996 disciplina con la necessaria distinzione tra “liquidità” , “titoli di debito “ e “titoli di di capitale “ .Indicando come “liquidità “ i titoli del mercato monetario o altri titoli di debito con vita residua non superiore a sei mesi “ivi compresi i depositi bancari a breve “,il decreto ministeriale stabilisce che questi valori mobiliari possono essere parte del portafoglio finanziario del fondo pensione entro una soglia pari al venti per cento del suo patrimonio complessivo. E la medesima soglia vale per la parte del portafoglio che il fondo pensione ritenesse di investire in quote di fondi comuni di investimento mobiliare o immobiliare “ chiusi” ,dovendosi considerare anche la soglia del venticinque per cento del valore del fondo comune “partecipato “ .

Più articolata e complessa la disciplina delle indicazioni di soglia relative all'insieme degli altri strumenti finanziari sia che costituiscano “ titoli di debito “ sia che si tratti di “ titoli di capitale “ . E per la disciplina del decreto ministeriale sono “titoli di debito “ che interessano il portafoglio dei fondi pensione i valori mobiliari di genere debitorio emessi “ da stati o da organismi internazionali “ , le obbligazioni societarie anche se si tratta obbligazioni “ convertibili in azioni “ ,i certificati “ di deposito “ o “ di investimento “ e ancora le cambiali finanziarie o altri strumenti finanziari che comunque prevedano a scadenza la restituzione del capitale .Configurano “ titoli di capitale “ sia le azioni emesse da società di capitali sia gli altri strumenti finanziari “ negoziabili “ e “rappresentativi “ di un capitale societario di rischio(dovendosi considerare che anche le quote di società immobiliari a responsabilità limitata sono valori dal decreto ministeriale ricompresi nella categoria generale dei “ titoli di capitale “).

Con riguardo a questi comparti di financial economy vale una normativa molto circostanziata che in queste pagine si segnala nella misura strettamente necessaria per segnalare la possibile estensione di campo dell'investimento di risorse del fondo pensione in “titoli di capitale “ e perciò in partecipazioni azionarie (o titoli che ne consentano la acquisizione).

Operano in primo luogo limiti di soglia stabiliti in ragione del soggetto emittente e della negoziabilità degli strumenti finanziari. Nel caso dei “titoli di capitale “ (ma anche nel caso di “titoli di debito”) qualora costituiscano oggetto dell’investimento finanziario “ titoli “ negoziati in mercati regolamentati “ dei paesi dell’Unione europea “ o in altri di elevata affidabilità, e sempre che si tratti di titoli emessi “ da paesi aderenti all’Ocse “ ovvero da “ soggetti ivi residenti “ esiste ampio spazio aperto alle propensioni di investimento del fondo pensione. Ma alla sua asset allocation si è tuttavia stabilito un vincolo che ne circoscrive i possibili investimenti entro il limite di soglia del cinquanta per cento delle complessive disponibilità finanziarie. E l’art. 4 del decreto ministeriale avverte in qual misura “ entro tale limite “ vanno ancora osservate ulteriori previsioni di limite che in queste pagine sarà tuttavia sufficiente richiamare per puro e semplice rinvio alle disposizioni ministeriali.

Secondo la già indicata logica di sistema i “ titoli di capitale “ non possono superare “ il dieci per cento del patrimonio “ , così come “ il complesso “ dei “ titoli di debito “ e “ di capitale “ di emittenti “ diversi “ dai paesi aderenti all’Ocse o dagli organismi internazionali “ cui aderiscono almeno uno degli Stati appartenenti all’ ‘ Unione europea “ non può spingersi al di là della soglia del venti per cento della ricchezza finanziaria del fondo pensione. E al cinque per cento del suo patrimonio si situa la soglia degli investimenti in titoli (ancora una volta “ di capitale “ e “ di debito”) emessi da soggetti diversi dai paesi aderenti all’Ocse “ ovvero da soggetti residenti in detti paesi “ . Occorre comunque che si tratti di titoli negoziabili e “ negoziabili” in “ mercati regolamentati “ dell’Unione europea o in altri financial markets espressamente indicati. A completare nel modo necessario la disciplina del decreto ministeriale provvedono le disposizioni di limite relative alla identità dell’emittente e alla sua eventuale appartenenza “ di gruppo “ .

Rimangono in ogni caso “ fermi i limiti previsti dal primo comma “ dell’art. 4 del decreto. E se in queste pagine non è davvero pensabile una ricognizione di materia spinta alle disposizioni di genere particolare sarà tuttavia il caso di segnalare la complessiva ratio legis. Si tratta infatti di disposizioni che se ancora una volta segnano limiti di soglia, in considerazione della identità della società “ emittente “ o della sua appartenenza di gruppo o infine con riguardo alla negoziabilità dei titoli (e al genere dei mercati di loro transazione) tuttavia assicurano pur sempre consistente spazio all’investimento azionario, entro i limiti di volta in volta segnati comunque riservando all’operatore finanziario le necessarie libertà di opzione tra le

possibili strategie di *asset allocation* e di movimentazione del portafoglio azionario. Non è stata invece questa la linea di politica del diritto seguita dal legislatore della previdenza complementare quando con le norme del decreto legislativo 299 del 17 agosto 1999 ha progettato norme di “cartolarizzazione” dei flussi annuali di t.f.r., e più precisamente di loro conversione in “strumenti finanziari” non esclusi quanti possono essere titoli di partecipazione al capitale di rischio di società azionarie.

4. Per assicurare un maggior rendimento di portafoglio finanziario a quella forma di “retribuzione differita” che è il t.f.r. degli appartenenti al mondo del lavoro dipendente, il legislatore della previdenza complementare ha considerato utile un congegno di possibile trasformazione degli accantonamenti annuali di fine rapporto ricevuti dal fondo pensione in “strumenti finanziari”. E le normative dell'agosto 1999 sono disposizioni di *securitisation* o se si preferisce di cartolarizzazione di trattamenti di fine rapporto che si devono ad una precisa opzione di politica economica. La indicata “cartolarizzazione” è infatti pensata come procedimento inteso a convertire flussi annuali di t.f.r. in valori mobiliari a tal fine emessi dall'impresa “datore di lavoro” o da imprese del “gruppo” di imprese di sua appartenenza. Questa particolare modalità di impiego delle risorse di t.f.r. acquisite dal fondo pensione ne dovrebbe accrescere i rendimenti economici. Al tempo stesso la loro destinazione al capitale sociale o comunque al patrimonio dell'impresa “datore di lavoro” dovrebbe procurare all'impresa mezzi di finanziamento sostitutivi del finanziamento tradizionalmente assicurato dalla disponibilità degli importi accantonati in conto di fine rapporto. E la “relazione al decreto” diffusamente illustra queste convergenti finalità.

Alla possibile cartolarizzazione di flussi di t.f.r. che diventano “strumenti finanziari” nella relazione al decreto legislativo 299 ci si riferisce infatti come ad una capace sia di accrescere le risorse patrimoniali delle forme pensionistiche complementari, sia di incentivare l'ingresso dei fondi pensione “nell'ambito degli investitori istituzionali” che operano quanto meno “in un'ottica di medio periodo”. Ma allo stesso modo la relazione al decreto legislativo 299 segnala anche gli altri possibili benefici di una “cartolarizzazione” di trattamenti di fine rapporto intesa ad assicurare agli aderenti al fondo pensione rendimenti finanziari superiori al tasso di

rivalutazione del t.f.r. in un regime di compatibilità con le necessità finanziarie delle imprese “ datore di lavoro “. E infatti si precisa che se l’acquisizione al fondo pensione di maggiori risorse di t.f.r. sottrae liquidità alla imprese “ datore di lavoro “ va tuttavia considerato in che misura il conferimento di quelle stesse risorse alle medesime imprese “ sotto forma di capitali investiti” dal fondo pensione in loro “strumenti finanziari “ opera una loro consistente compensazione nella forma di un autentico “ritorno della liquidità “ temporaneamente sottratta.

Da ciò le misure di incentivo assicurate ad un progetto di politica del diritto che a tutt’oggi non ha comunque trovato riscontro in iniziative operanti (essendo poi molto improbabile che ne possano esistere in futuro). In punto di tecnica normativa le disposizioni del decreto legislativo 299 prefigurano operazioni di genere quanto mai lineare. Il “trattamento di fine rapporto” è debito dell’impresa “datore di lavoro” verso il lavoratore. E se esiste il necessario consenso del lavoratore che è creditore della prestazione di fine rapporto l’impresa estingue l’obbligazione che la vede debitore versando quote di t.f.r. al fondo pensione che per l’importo corrispondente riceve titoli emessi dall’impresa .Ma come si preciserà questo vincolo di destinazione è grave punto di caduta dell’intera *policy* del decreto. E in ogni caso pur essendo tanto lineare in punto di stretto diritto il suo congegno normativo all’atto pratico risulta invece così complesso da disincentivare le iniziative di quanti fossero interessati a possibili iniziative di cartolarizzazione .In questo senso è già molto indicativo il caso delle fonti istitutive di fondi pensione che nell’ambito di contratti e accordi collettivi anche aziendali o di regolamenti aziendali prevedano per l’appunto l’attribuzione al fondo pensione dell’“accantonamento annuale al t.f.r.” .

Disciplinando la possibile “ trasformazione in titoli “ del conseguente flusso di “ trattamenti di fine rapporto “ , l’art. 2 del decreto 299 stabilisce che “ a decorrere dall’anno 1999 “ e per i tre anni successivi “ in alternativa “ al versamento degli accantonamenti di t.f.r. il fondo pensione può scegliere di ricevere “ strumenti finanziari “ di “ corrispondente valore “.Anche nel caso che il fondo pensione ritenga di avvalersi di questa opportunità l’art. 2 del decreto tuttavia fa salva (come *deve* essere) la diversa preferenza dell’aderente al fondo.La norma dispone infatti che alla trasformazione del t.f.r. in “ titoli “ occorre l’approvazione del lavoratore. E questo impegna le fonti istitutive del fondo pensione a determinare “ la modalità e il termine di manifestazione “ di un “ consenso “ che andrà comunque espresso in “forma scritta e specifica “

.Una volta conseguite le necessarie disponibilità si dovrebbe poi necessario dar corso ad un procedimento di non semplice praticabilità .La disciplina del decreto legislativo 299 regola distintamente diverse possibili fattispecie di “trasformazione “ del *t.f.r.* in strumenti finanziari che in via breve sarà utile considerare.

Una prima fattispecie riguarda la impresa “ datore di lavoro “ che sia società emittente di strumenti finanziari *quotati* in mercati regolamentati .Altra fattispecie riguarda la impresa “ datore di lavoro “ che sia invece emittente “ quotando “ , e perciò società *non* quotata che tuttavia per le sue azioni “ intende “ presentare domanda di ammissione alla quotazione. E’ poi considerato il caso del possibile investimento degli accantonamenti di *t.f.r.* in strumenti “ finanziari “ nell’interesse dell’impresa “datore di lavoro “ emessi da “ qualificato operatore finanziario” . E’ infine considerato il caso residuale che si configura quanto quote di *t.f.r.* sono versate al fondo pensione semplicemente “ in contanti “. Come già si diceva ne risulta un insieme normativo di genere particolarmente complesso che a tutt’oggi non ha conseguito e non sembra poter conseguire risultati di operatività . E in questo senso è già molto indicativa la disciplina stabilita per il caso delle imprese “ datore di lavoro “ che sono società con azioni quotate.

Per le società con azioni *quotate* l’art. 3 del decreto legislativo 299 prevede deliberazioni di aumento del capitale riservate ai fondi pensione “ cui aderiscano dipendenti “ della società quotata o di società del “ gruppo “ societario di appartenenza . Aumento di capitale che con deliberazione del loro organo di amministrazione i fondi pensione chiusi possono sottoscrivere mediante il conferimento delle quote di accantonamento di *t.f.r.* a loro disposizione.Come si è avvertito all’operazione occorre il consenso dei lavoratori destinatari dei relativi importi. E occorre la approvazione delle imprese “ gestore “ del portafoglio mobiliare del fondo pensione chiamate perciò a valutare il merito finanziario dell’operazione. Questa obbligata continuità tra deliberazione della decisione di trasformare flussi di trattamento di fine rapporto in “titoli “ e acquisizione al portafoglio finanziario del fondo pensione di titoli emessi dalla impresa “ datore di lavoro “ caratterizza anche il regime stabilito per il caso della società con azioni *non* quotate.Nel suo caso della società non quotata l’art. 4 del decreto prevede la emissione di un prestito obbligazionario .Ne sono oggetto “obbligazioni convertibili in azioni “ espressamente riservate al fondo pensione “ cui aderiscono lavoratori dipendenti dell’emittente “ o di società del gruppo di appartenenza .

E la norma del decreto legislativo 299 stabilisce che il regolamento del prestito deve prevedere l'impegno della società emittente a richiedere la sua ammissione a quotazione presso mercati regolamentati "entro il termine di due anni" dalla sottoscrizione del prestito. Al fondo pensione deve essere assicurata "la facoltà di convertire le obbligazioni" in azioni della società "contestualmente" alla sua ammissione a quotazione. Per l'eventualità di mancata ammissione a quotazione delle indicate azioni a tutela del fondo pensione operano alcune speciali disposizioni di salvaguardia. Ancora più complessa (e difficilmente praticabile) la fattispecie di possibile trasformazione delle quote di trattamento di fine rapporto in strumenti finanziari emessi da "qualificati operatori finanziari", e perciò da banche o imprese assicurative o società di gestione del risparmio o ancora altre imprese di intermediazione finanziaria. E al riguardo sarà il caso di leggere quanto dispone l'art. 5 del decreto. Ma più interessa la disposizione dell'art. 6 che pure configura una ipotesi dalle norme del decreto considerata per così dire "residuale".

Per le imprese "datore di lavoro" che non possano o non ritengano di provvedere con la emissione di strumenti finanziari si suggerisce un ricorso a soggetti "finanziatori delle imprese" che offrano liquidità da conferire al fondo pensione in quantità commisurata agli accantonamenti annuali del trattamento di fine rapporto. In alternativa alla possibile "cartolarizzazione" e conseguente trasformazione in strumenti finanziari degli apporti di *t.f.r.*, con le modalità e secondo il regime che si indicano nell'art. 6 del decreto a favore del fondo pensione ne risulta quindi configurato un conferimento degli accantonamenti annuali di fine rapporto senza vincolo di destinazione. Nell'ipotesi che si sta considerando il fondo pensione riceve infatti quote di *t.f.r.* nella forma del puro e semplice versamento del loro importo "in contanti". Ma la normativa del decreto 299 considera questa il possibile versamento "in contanti" come fattispecie pur sempre residuale e al margine del suo progetto di politica del diritto.

Progetto che ha il suo grave punto di caduta nelle disposizioni che stabiliscono così forte vincolo di destinazione principio di destinazione della liquidità che il fondo pensione riceve in conto di trattamenti di fine rapporto all'investimento in azioni o altri strumenti finanziari della impresa "datore di lavoro" e di imprese della sua appartenenza di gruppo. Qualsiasi disposizione di vincolo del portafoglio dei fondi pensione al possesso anche se temporaneo di taluni prestabiliti "strumenti finanziari" segna infatti un limite alla libertà di destinazione e alla mobilità degli investimenti che con ogni evidenza sono

assolutamente necessarie per garantire alla gestione del fondo pensione sia l'*asset allocation* che si ritenga preferibile sia la possibilità di tutte le variazioni dell'*asset allocation* volta a volta suggerite dagli andamenti di mercato. Da ciò motivate obiezioni a qualsiasi normativa che possa legare il fondo pensione a possessi azionari o comunque a valori mobiliari necessariamente correlati all'impresa " datore di lavoro " o a qualsiasi altra vincolante allocazione.

Da ciò al tempo stesso la obbligata conclusione che anche quanto alle risorse di *t.f.r.* se certamente si giustificano disposizioni intese a garantire compatibilità tra investimento azionario e caratteri distintivi delle finalità esclusivamente previdenziali del fondo pensione (e sono le disposizioni del decreto legislativo 124) non si possono invece in alcun modo giustificare prescrizioni ulteriori, una volta stabilito che come è chiaro soltanto operando secondo pura e semplice logica di *financial industry* è pensabile di realizzare al meglio i dovuti incrementi della ricchezza pensionistica degli iscritti. E In questo senso indicazioni di rilievo si devono alle normative di ordinamento del settore che sia pure in via breve si sono già segnalate. Quando si sono considerate le norme che valgono da disciplina di insieme dell'*asset allocation* delle risorse finanziarie del fondo pensione si è osservato in che misura nel loro contesto rilevano le disposizioni che regolano l'investimento in partecipazioni al capitale di rischio di società per azioni.

5. Disposizioni che segnano invalicabili limiti di soglia alle grandezze del portafoglio azionario del fondo pensione al tempo stesso tuttavia consentono pur sempre di spingerlo a consistente dimensione. In questa prospettiva di analisi merita certamente attenzione già la lettera *d* del primo comma dell'art. 6 del decreto legislativo, dove si disciplinano le possibili fattispecie di partecipazione al capitale di società immobiliari in quantità "anche superiore " ai limiti di cui al comma quinto, lettera *a* " acquisite in via *diretta* per deliberazione degli amministratori del fondo pensione. Ma una volta di più la maggior attenzione si deve alla complessiva *ratio legis* delle disposizioni del decreto legislativo, dove si stabilisce invece quali sono le norme di regime dell'investimento azionario che si operi per la via *indiretta* delle decisioni di investimento degli intermediari "gestore" del patrimonio del fondo pensione, anche per questa parte del portafoglio previdenziale attivi sul mercato degli strumenti finanziari nella loro posizione di *agent* che svolge il ruolo protagonista.

Ne emerge con chiarezza una precisa logica di sistema. Come si ricorderà complessiva *ratio legis* di quelle disposizioni è certamente la prevenzione del rischio di situazioni che possano determinare una pericolosa interferenza di altri interessi in valutazioni che devono essere compiute nell'esclusivo interesse previdenziale degli iscritti al fondo pensione. E allo stesso modo è *ratio legis* condivisa dalla intera serie di quelle disposizioni l'assunto che è cosa lontana dalla finalità di una "forma pensionistica" l'acquisizione di partecipazioni azionarie di grandezza tale da fare del fondo pensione un azionista di comando o comunque capace di influenza "dominante". La loro consistenza può tuttavia essere assai notevole (e come si preciserà tale da consentire una influenza notevole anche in punto di corporate governance). Da tutto questo la posizione dell'investitore istituzionale "fondo pensione" confermata dalle disposizioni del decreto ministeriale del tesoro del novembre 1996. Il fondo pensione "azionista" è per definizione azionista di minoranza. Ma è pur sempre azionista qualificato dalla possibile consistenza della sua partecipazione societaria. E comunque particolarmente qualificato dalla rappresentatività sociale di fondi pensione che sono importante espressione del mondo del lavoro.

Saranno poi le "linee di indirizzo" della gestione finanziaria del singolo fondo pensione a prefigurare l'*asset allocation* che anche con riguardo alle partecipazioni azionarie le imprese "gestore" provvederanno a precisare e a rendere operativa. In caso di gestione per così dire "passiva" il portafoglio azionario del fondo pensione sarà proporzionato alle grandezze indicate dal benchmark di riferimento. In caso di gestione "attiva" si daranno invece notevoli margini di flessibilità provvedendosi ad una stock selection aperta a tutte le variabili di investimento necessarie per provare a conseguire plusvalenze maggiori di quante ne possono derivare dalla ripetizione dell'*asset allocation* indicata dal benchmark. A decidere degli investimenti delle risorse del fondo pensione anche in materia di investimenti azionari saranno comunque le imprese "gestore", con tutta la estensione di campo dei poteri di decisione che si sono già segnalati quando si è avvertito che al riguardo non esiste spazio per direttive o interferenze degli amministratori della forma pensionistica. Ma come si sa altro è invece il regime dei diritti conseguenti alla titolarità di partecipazioni azionarie.

Non diversamente da ogni altro azionista il fondo pensione deriva dalla partecipazione azionaria un insieme di diritti (e di obblighi) che configurano un particolare *status socii* che si deve attentamente considerare. Ad ogni azionista (e

perciò al fondo pensione) competono infatti diritti di genere patrimoniale come il diritto agli utili, diritti di genere amministrativo come il diritto al voto, diritti a carattere complesso al tempo stesso “ amministrativi “ e “ patrimoniali” come il diritto di opzione in caso di un aumento di capitale . Va poi considerato che esistono diritti indifferenti alla consistenza della partecipazione azionaria (essendo ad esempio sufficiente anche una sola azione per il diritto di esame dei libri sociali), diritti invece proporzionati alla quantità delle azioni possedute (essendo ad esempio tale il diritto agli utili secondo la disciplina dell’art. 2433 del codice civile) e infine diritti che si possono esercitare soltanto se si è al possesso di un certo numero di azioni. Ne consegue uno *status socii* multiforme e ancora più complesso se si guarda alle norme del *T.u.f.* che regolano le posizioni di portafoglio costituite da partecipazioni al capitale di società con azioni quotate in mercati regolamentati. E lo *status socii* dell’azionista “ fondo pensione “ è materia di problemi in ampia misura ancora tutti da studiare.

Per fare soltanto un esempio, si pensi al tema della possibile partecipazione dell’azionista “ fondo pensione” ad accordi “ parasociali “ (dovendosi considerare in modo particolare la sua possibile partecipazione ad accordi che comportano “ sindacati di voto “). Già le disposizioni del decreto legislativo 124 escludono tuttavia dall’ambito dei problemi aperti il regime della attribuzione dei diritti di voto. La disciplina giuridica delle società di capitali di regola istituisce un immediato e diretto rapporto tra rischio dell’investimento in partecipazioni azionarie e attribuzione della titolarità dei diritti di voto . E la disciplina delle partecipazioni azionarie del fondo pensione stabilita con la lettera c del quarto comma *bis* dell’art. 6 del decreto legislativo si uniforma alla regola generale , assegnando per l’appunto al fondo pensione e non all’intermediario “ gestore “ del suo portafoglio finanziario la titolarità dei diritti di voto. La disposizione del decreto stabilisce infatti che le convenzioni di gestione delle risorse del fondo pensione devono “ in ogni caso “ e sempre prevedere l’“attribuzione “ al fondo pensione della “ titolarità “ dei diritti di voto “ inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità del fondo medesimo”. Da ciò la posizione di grande rilievo che al fondo pensione in via diretta si assegna quanto all’intera serie dei possibili temi di corporate governance. E un evidente incremento della rappresentatività e delle responsabilità degli amministratori delle forme pensionistiche complementari al riguardo dovendosi poi considerare con particolare attenzione la possibile insorgenza di situazioni di un agire in conflitto di interessi .

La disciplina della “ titolarità “ dei diritti di voto espressa dal decreto legislativo 124 ha costituito da più parti materia di ricorrenti obiezioni. Talvolta si è motivato il dissenso osservando che non sembra né opportuno né razionale separare le decisioni di voto (che competono agli amministratori del fondo) dalle decisioni di investimento (che competono al gestore). E altra volta in considerazione della composizione degli organi di amministrazione della forma pensionistica si è espressa la preoccupazione che gli amministratori del fondo pensione possano esercitare il loro diritto di voto secondo una logica diversa da quella dell'azionista interessato soltanto alla redditività dell'investimento del suo portafoglio finanziario. Ma le norme che prescrivono i requisiti necessari per la designazione a componente degli organi di amministrazione sono per l'appunto norme di garanzia della loro professionalità. E la formale separazione che si stabilisce tra “decisioni di investimento” e “decisioni di voto” non esclude la concertazione di orientamenti e le consultazioni che fossero ritenuti utili. L'indicazione normativa in ogni caso era univoca e del tutto vincolante .Altri “diritti amministrativi” appartenenti allo *status socii* possono considerarsi disponibili (ed essere perciò diversamente regolati). Ma non il diritto all'esercizio dei diritti di voto.

Alla univoca e vincolante disposizione del decreto legislativo si sono perciò senz'altro uniformate le discipline regolamentari che la Commissione di vigilanza ha deliberato “di intesa” con le altre autorità di governo dell'economia finanziaria. E lo “schema tipo di contratti” che vale da modello per le convenzioni di gestione delle risorse del fondo pensione deliberato dalla Covip a gennaio del 1998 là dove enumera le sue disposizioni di principio avverte che ogni singola convenzione impegnerà il gestore a rilasciare agli amministratori del fondo pensione la documentazione necessaria per l'esercizio dei diritti di voto. La disciplina di statuto della forma pensionistica preciserà poi secondo criterio di self regulation le modalità operative dell'esercizio del diritto, regolando ancor prima le modalità della delega al voto conferita al presidente dell'organo amministrativo. Ma è possibile provvedere anche con delega conferita ad altro dei suoi componenti. E va al tempo stesso attentamente considerata la ancor maggiore estensione dello spazio aperto alle libere determinazioni del singolo fondo pensione. Dalle normative regolamentari della Covip non è infatti escluso né era ragionevole escludere che il fondo pensione possa invece conferire al gestore “ la rappresentanza (...) per l'esercizio del diritto “ .

La convenzione gestoria in tal caso deve tuttavia *espressamente* stabilire che per poter esercitare il diritto di voto “inerente ai valori mobiliari oggetto della gestione “ in rappresentanza del fondo pensione l’impresa “ gestore “ dovrà ricevere “procura” rilasciata “ per iscritto “ e per *ogni* singola assemblea della società partecipata. Ma vi è di più perché il gestore così legittimato all’esercizio del diritto dovrà comunque conformare le sue dichiarazioni di voto alle istruzioni “impartite” dal fondo pensione .E sono indicazioni di voto che la Commissione di vigilanza ha dichiarato di intendere come istruzioni *vincolanti* . Qualora non ritenga di provvedere in via diretta all’esercizio dei diritti di voto (e non ritenga che la cosa migliore da fare sia conferire incarico all’impresa “gestore”) il fondo pensione naturalmente potrebbe poi comunque avvalersi della ordinaria disciplina delle norme del codice civile che in linea generale regolano la materia del conferimento delle relative attribuzioni a “ terzi “ (ma diversi dall’impresa “ gestore “). Va infine considerato il caso del trasferimento delle risorse del fondo pensione nella “ titolarità “ del gestore secondo la previsione del quarto comma *quater* dell’art. 6 del decreto legislativo .

In tal caso la convenzione disporrà infatti che “ il gestore si impegna a rilasciare” al fondo pensione “ delega “ per l’esercizio del diritto di voto”. Ma “le parti possono concordare che il gestore eserciti direttamente il diritto di voto sulla base di istruzioni vincolanti(...)impartite dal fondo “ .Complessi (e a tutt’oggi molto discussi) problemi si pongono poi nel caso della forma pensionistica “ a prestazione definita “ che come si sa per disposizione del terzo comma dell’art. 6 obbligatoriamente comporta “apposite convenzioni con imprese assicurative “.Ne risulta configurata una “forma previdenziale “ che a veder bene non attiva gestioni finanziarie per conto e a rischio del fondo pensione ma garanzia assicurativa del risultato costituito appunto dalla entità della prestazione previdenziale già all’origine “definita”..E non sarà necessario ripetere gli argomenti già svolti altrove per dimostrare che in tale fattispecie non si applica la disposizione della lettera *c* del comma quarto *bis* dell’art. 6 del decreto legislativo ,dovendosi invece ritenere che la titolarità delle partecipazioni azionarie e perciò anche i relativi diritti di voto appartengono all’impresa assicurativa e *non* al fondo pensione .

6 .Sarà poi chiaro che quando invece il fondo pensione per il suo *status socii* si trovi ad essere titolare di diritti di voto è dovere degli amministratori

provvedere all'esercizio di questa prerogativa offrendo voce al collettivo interesse degli iscritti alla forma pensionistica . E in materia di *voice* dell'investitore istituzionale “ fondo pensione” non occorre aggiungere molto a quanto da più parti si è già ampiamente osservato guardando anche alla posizione di mercato e alle responsabilità di altri investitori istituzionali . Se ha in portafoglio “azioni” (e “diritti di acquisto” di azioni o ancora obbligazioni convertibili in azioni), l'investitore istituzionale “fondo pensione” che amministra un portafoglio finanziario nell'interesse e per conto di una collettività di risparmiatori deve necessariamente organizzare in modo razionale la sua strategia di mercato. E parte importante naturalmente ne sono sia lo strumento della *voice* che comporta esercizio dei diritti di voto sia il ricorso all'*exit* costituito dalla dismissione della partecipazione azionaria. Ma ricorrenti discussioni (riferite in modo particolare alla posizione dell'azionista “ fondo comune di investimento) talvolta segnalano notevoli divergenze di orientamenti quanto alle regole dell'agire degli investitori istituzionali. Secondo una opinione talvolta fortemente sostenuta l'esercizio dei diritti di voto dovrebbe considerarsi prerogativa marginale se non estranea al modo di operare dell'investitore istituzionale .

La sua gestione del portafoglio finanziario dovrebbe infatti circoscriversi alle operazioni di acquisto di partecipazioni azionarie verosimilmente capaci di adeguato rendimento e alla dismissione di quote invece si ritengono scarsamente remunerative. E certamente è vero che quando la gestione della società partecipata risulti inefficiente o comunque lontana dalle aspettative dell'investitore istituzionale “ azionista “, la dismissione della partecipazione azionaria molto spesso non ha alternative razionali. In situazioni di questo genere l'opzione *exit* diventa perciò via obbligata nell'interesse stesso del portafoglio amministrato. Ma naturalmente curare questo interesse significa al tempo stesso esercitare i diritti di voto conseguenti alla titolarità dei valori azionari che per intanto sono presenti nel portafoglio finanziario che si amministra. E' quindi decisamente più persuasiva l'opinione di quanti segnalano tutto il rilievo della partecipazione alle deliberazioni dell'assemblea dei soci ,considerandosi l'esercizio dei diritti amministrativi e l'opzione *voice* parte importante delle funzioni che competono all'investitore istituzionale . E a proposito di *voice* ed *exit* quanto al fondo pensione non è davvero difficile fare chiarezza,essendo certamente da respingere la tesi di quanti hanno espresso l'avviso che il fondo pensione dovrebbe scegliere la linea della astensione dall'esercizio dei suoi diritti di voto.

Se è vero che nel caso del fondo pensione decisioni di investimento azionario e decisioni di *exit* competono in via esclusiva all'impresa " gestore " delle sue risorse , il potere di *voice* che la disciplina del decreto legislativo conferisce in via altrettanto esclusiva agli amministratori della forma pensionistica presenta caratteri di evidente significatività . ,dovendosi segnalare tutta la evidente gravità dei possibili casi di un voto espresso da amministratori che operano in conflitto di interessi con il fondo pensione amministrato. Un corretto esercizio dei diritti di voto sarà atto di amministrazione della forma pensionistica quanto mai rilevante in un grande numero di casi. A veder bene la opzione *voice* già si fa ampiamente preferire tutte le volte che la dismissione della partecipazione azionaria risulti essere soluzione non proporzionata al grado di dissenso dalla gestione societaria .Si devono poi considerare le situazioni di portafoglio tali che alla dismissione della partecipazione azionaria non si potrebbe pervenire a breve senza dover segnare al passivo della gestione finanziaria notevoli minusvalenze di portafoglio.

Ma valgono anche considerazioni di ordine più generale dovendosi considerare in che misura il fattore *voice* deve la sua particolare incidenza alle speciali connotazioni dell'investitore istituzionale " fondo pensione " .E non sarà davvero il caso di aggiungere molto alle considerazioni già svolte sulla sua posizione di investitore " paziente " che anche in materia azionaria guarda lontano.Anche quanto all'investimento in azioni (e in diritti di acquisto di azioni) l'investitore istituzionale "fondo pensione" non è operatore finanziario del breve periodo. In ogni caso non è operatore che possa ragionevolmente costruire il suo portafoglio di partecipazioni societarie su ipotesi di genere speculativo. E per un investitore che non operi secondo logica di *short termism* con intento speculativo ,naturalmente è sempre importante interpretare in senso forte il ruolo dell'azionista attivo che è presente in assemblea ,esercita diritti di voto e si fa sentire ogni volta che la discussione riguarda deliberazioni assembleari di consistente rilievo. Ancora una volta più che le riflessioni nell'astratto delle teorie tuttavia interessano le indicazioni offerte dall'esperienza dei paesi dove i fondi pensione costituiscono ormai una consolidata realtà.

E l'esperienza dei paesi più evoluti insegna che se un ampio ricorso ai poteri di *voice* caratterizza la presenza di mercato dell'investitore istituzionale " fondo comune di investimento " , tanto maggiore è lo *shareholder activism* dei fondi pensione per la particolare configurazione del suo portafoglio azionario.

Se l'investitore "fondo comune" può operare secondo modalità di continua movimentazione del suo portafoglio azionario, l'operatore "fondo pensione" istituzionalmente interessato al lungo e lunghissimo periodo progetta invece investimenti intesi a conservare nel tempo le sue partecipazioni societarie, essendo perciò molto più motivato ad un continuo *monitoring* delle imprese partecipate che si esercita appunto mediante una interpretazione in senso forte del ruolo dell'azionista che interviene e vota. E in altra ma non lontana prospettiva di analisi merita attenzione l'esperienza nord-americana del *Council of Institutional Investors*, la associazione di oltre cento fondi pensione che periodicamente provvede ad elaborare graduatorie e classifiche di *performance* delle società azionarie, provvedendo così ad un autentico "monitoraggio" di qualità e di efficienza gestionale ormai esteso all'intero sistema delle imprese da valutare per le possibili strategie di investimento di risparmio con finalità previdenziale..

Sono ancora le indicazioni offerte dalle esperienze già maturate altrove a confermare che lo *shareholder activism* molto spesso influisce in misura determinante sull'assetto proprietario e su decisivi orientamenti di gestione delle società azionarie fortemente partecipate da fondi pensione. E in più di un caso l'ingresso di fondi pensione nel capitale di rischio di società azionarie ha avviato processi che nel lungo periodo dovevano sostituire al modello dell'impresa governata da un gruppo di azionisti di comando una organizzazione societaria sul modello delle *public companies* ad azionariato diffuso dove investitori istituzionali e fondi pensione finiscono per svolgere molto consistenti funzioni di *corporate governance*. Le esperienze già maturate altrove confermano infine una prevalente tendenza a consegnare parti molto consistenti del portafoglio finanziario dei fondi pensione all'investimento in azioni e in diritti all'acquisto di azioni opportunamente ripartito su di un consistente numero di mercati. E a veder bene si tratta di una tendenza che ha motivazioni razionali.

7. Se infatti si guarda ad una prospettiva temporale così ampia da essere davvero rappresentativa la storia dei mercati finanziari sembra dimostrare che l'investimento azionario consegue risultati di segno positivo notevolmente più elevati di qualsiasi possibile alternativa di investimento. Naturalmente in materie come questa non sono ammessi discorsi di superficie e va anche considerato che di per sé la lunghezza del periodo di investimento (riduce

grandemente ma) non azzerava il rischio di perdite consistenti del portafoglio azionario, per l'iscritto al fondo pensione tanto più gravi in sempre possibili situazioni di pericolosa contestualità tra crisi di mercato e tempo di determinazione della grandezza della prestazione pensionistica complementare che si deve ricevere..Per valutazioni di questo genere si deve lasciare la parola agli studiosi di economia finanziaria .Va tuttavia almeno ricordato che con le doverose cautele sono appunto autorevoli studiosi di economia finanziaria ad indicare nell'investimento azionario il principale motivo di preferenza per sistemi pensionistici e per forme di previdenza complementare private e " a capitalizzazione".

In un sistema pensionistico a ripartizione il rendimento della posizione pensionistica e' pari al tasso di crescita del " monte retributivo " . E' perciò pari alla somma dei tassi di aumento della popolazione lavorativa e della retribuzione media dei lavoratori . Somma che corrisponde al tasso di crescita del prodotto nazionale.In un sistema pensionistico a capitalizzazione il rendimento di una posizione pensionistica corrisponde invece ai rendimenti del portafoglio finanziario nel quale risulta investita la ricchezza pensionistica dei suoi destinatari .E una autorevole scuola di pensiero ritiene di poter sostenere che a lungo andare il tasso di rendimento della ricchezza pensionistica investita sul mercato finanziario è decisamente più elevato del tasso di crescita della "massa retributiva " di un sistema paese . Se ne deriva la ritenuta preferibilità dei sistemi pensionistici a capitalizzazione che si indicano come quelli meglio capaci di incrementare il rendimento delle posizioni previdenziali appunto per lo spazio aperto ad investimenti azionari .Sempre che (sarà bene ripetere) si tratti di sistemi regolati da norme che non stabiliscano immotivati vincoli alla libertà di destinazione delle risorse del fondo pensione e di movimentazione del suo portafoglio finanziario .

Con l'impulso di una adeguata disciplina fiscale di sostegno, e con il sostegno che fosse assicurato da un consistente impiego dei flussi di accantonamento del *t.f.r.* a queste condizioni è ragionevole pensare che le risorse trasferite dai fondi pensione alla *financial economy* possano costituire una grandezza monetaria di rilevante entità davvero capace assicurare forti incrementi della dimensione e perciò dello *spessore* dei mercati azionari e degli altri strumenti e valori mobiliari .E quanto alla dinamica dei mercati si deve ricordare la peculiare identità dell'investitore " fondo pensione " , istituzionalmente interessato non ad operazioni finanziarie secondo logica di *short termism* ma alla miglior configurazione di un portafoglio con finalità

previdenziali, operando perciò nella strutturale e per così dire obbligata posizione dell'investitore del lungo e lunghissimo periodo, di modo che dalla crescita del sistema della previdenza complementare possono sicuramente attendersi significativi risultati di maggior *stabilità* del complessivo sistema dell'economia finanziaria. E dall'avvio ad operatività dei fondi pensione si attendono risultati di segno positivo anche quanto ai processi di ulteriore "privatizzazione" di taluni settori di imprenditorialità pubblica, considerata la significativa presenza che i fondi pensione possono assicurare sul lato della domanda di partecipazioni azionarie al capitale sociale delle imprese che si trasferiscono al settore privato.

In queste pagine si dovevano prendere in esame soltanto apparati normativi. Ma una riflessione di più ampio orizzonte all'investitore istituzionale "fondo pensione" dovrebbe guardare in una prospettiva di analisi davvero capace di valutare per intero i fattori di influenza della nuova previdenza complementare. Se il sistema pensionistico pubblico di primo pilastro è congegno di politica economica che provvede ad una redistribuzione sociale della ricchezza, secondo regole di equità sociale oggettivamente intese a contenere i fattori di diseguaglianza economica ancora così forti all'interno delle pretese società del benessere, niente del genere naturalmente si potrebbe domandare al privato e al mercato e alle istituzioni che sono "privato" e "mercato" come è appunto il caso di fondi pensione e previdenza complementare. Si deve tuttavia considerare con quale estensione di campo fondi pensione e previdenza complementare svolgono una funzione socialmente utile in termini di riallocazione di risorse finanziarie, tanto più significativa quanto più l'*asset allocation* del fondo pensione trasferisce risorse da investimenti con elevato grado di liquidità e minor correlazione ai fattori di sviluppo dell'economia reale (quali ad esempio sono gli investimenti del risparmio delle famiglie in titoli del debito pubblico) ad altri con minor grado di liquidità e maggior correlazione a quei fattori (come appunto nel caso dell'investimento azionario).

Sarà infine il caso di tener ben presente che cosa l'avvio ad operatività del sistema della previdenza complementare, e perciò l'operare di un consistente numero di fondi pensione chiusi e di fondi pensione aperti significa quanto a struttura, necessità di innovazione e opportunità di crescita dell'industria dei servizi finanziari e del risparmio gestito. Quanto agli assetti organizzativi di questo importante settore di industria va considerato in che misura apprestarsi alla gestione del risparmio previdenziale dei fondi

pensione per le imprese di intermediazione finanziaria significa adeguare le loro strutture alla prestazione di servizi finanziari dove sono prevalenti i caratteri di novità. E se occorrono innovazioni “di servizio” altre (e ben maggiori) per la *financial industry* si rendono necessarie sul fronte della innovazione di “prodotto” finanziario. Dovendo prendere in considerazione le diverse classi di età e ogni altro possibile connotato personale degli aderenti a fondi pensione, le imprese di intermediazione finanziaria sono infatti chiamate a progettare una offerta di mercato così articolata e innovativa da identificare composizioni di portafoglio e profili di rischio/rendimento a misura delle esigenze di investitori che segnalano aspettative previdenziali quanto mai diversificate.

A queste condizioni previdenza complementare e fondi pensione possono davvero essere grande fattore di crescita della industria dei servizi finanziari e del risparmio gestito. E questo in una prospettiva che se soltanto si guarda agli assetti dei mercati finanziari dell'Unione europea (e alle normative sovranazionali in corso di elaborazione) già oggi prefigura uno scenario di obbligata competizione alla scala internazionale. Sarà competizione tra imprese di intermediazione e competizione di “prodotto” finanziario. Sarà in ogni caso una competizione internazionale dove occorre vincere almeno quel tanto che è necessario per scongiurare il rischio di un pesante deflusso all'estero di risorse finanziarie alla ricerca di un utile investimento con finalità previdenziale. E gli economisti insegnano che anche in questo senso il futuro dei fondi pensione è tema importante nel numero dei grandi temi che interessano la dinamica di rapporto tra economia finanziaria e economia produttiva, allocazioni del risparmio delle famiglie e andamenti del prodotto interno lordo, altri ancora tra i grandi temi che sono da sempre parte essenziale della costituzione economica di qualsiasi sistema “paese”.