



Ministero dell'Economia e delle Finanze

Consultazione pubblica sulla nuova disciplina dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione

Davide Dal Maso, Segretario Generale, gennaio 2008

Premesse

Il Forum per la Finanza Sostenibile è l'associazione che promuove la cultura della responsabilità sociale nella pratica degli investimenti finanziari. Da anni lavora con gli operatori della previdenza complementare per sollecitare l'integrazione di criteri ambientali, sociali ed etici nelle politiche di gestione.

Che cos'è l'investimento socialmente responsabile

L'investimento socialmente responsabile (ISR) è la pratica in base alla quale considerazioni di ordine ambientale e/o sociale integrano le valutazioni di carattere finanziario che vengono svolte nel momento delle scelte di acquisto o vendita di un titolo o nell'esercizio dei diritti collegati alla sua proprietà. L'ISR si esplica attraverso la selezione di titoli di società, perlopiù quotate, che soddisfano alcuni criteri di responsabilità sociale, cioè svolgono la propria attività secondo principi di trasparenza e di correttezza nei confronti dei propri *stakeholders* tra i quali, per esempio, i dipendenti, gli azionisti, i clienti ed i fornitori, le comunità in cui sono inserite e l'ambiente.

Investitori socialmente responsabili possono essere sia i singoli individui (che operano direttamente o attraverso la mediazione dei gestori), che le istituzioni: fondazioni, FP, enti religiosi, imprese o organizzazioni non-profit. Con questo approccio, è possibile contribuire allo sviluppo di un sistema economico più solidale e sostenibile nell'aspettativa di rendimenti non necessariamente inferiori a quelli altrimenti conseguibili attraverso investimenti di tipo tradizionale. A questo proposito, l'attitudine di molti investitori e professionisti, è quello di considerare che il processo di analisi del livello di responsabilità sociale delle imprese da includere in portafoglio, possa contribuire positivamente alla performance finanziaria, sia in termini di abbassamento dei picchi di rischio socioambientale, sia in termini di migliore valutazione degli *asset* intangibili delle imprese.

Alla luce di quanto detto sopra, la definizione di ISR sembrerebbe relativamente univoca. In realtà, si tratta di un concetto cui si fa riferimento per indicare un fenomeno variegato e non completamente coerente. Spesso viene usato il termine "finanza etica" come sinonimo, ma non è sempre detto che chi lo utilizza intenda la medesima cosa. L'aggettivo "etico" aggiunge un ulteriore elemento di equivocità, perché l'esistenza di una pluralità di etiche, spesso in contraddizione tra loro, rende impossibile stabilire quale sia il sistema ideale cui si fa riferimento. È difficile individuare un'etica comune anche all'interno di uno stesso sistema socio-culturale e tale difficoltà diventa tanto maggiore se si confrontano culture diverse.

— Le dimensioni dell'investimento socialmente responsabile—



L'ISR nella riforma del sistema pensionistico italiano

L'articolo 6, comma 14, del d. lgs. 252/05 stabilisce che “Le forme pensionistiche complementari sono tenute ad esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali.” La norma è stata introdotta a seguito di una sollecitazione della nostra associazione, che ha promosso l'adeguamento dell'ordinamento italiano ad un principio di trasparenza già adottato (sia pure con campi di applicazione diversi) in Gran Bretagna, Belgio, Germania e Francia. Successivamente, Covip ha recepito il principio nelle proprie direttive.

Parere del Forum per la Finanza Sostenibile sul documento in consultazione

Considerazioni generali

La dimensione ambientale e/o sociale rileva, ai fini della definizione della politica di investimento di un fondo pensione, per due profili fondamentali, diversi tra loro per natura e caratteristiche, ancorché connessi l'uno con l'altro.

1. **aspetti di natura etica** – un investitore può decidere di investire o meno in alcuni titoli in relazione al fatto che il comportamenti degli emittenti violino un determinato codice morale, a prescindere dalle implicazioni di carattere economico finanziario. Per esempio, la scelta di non accettare partecipazioni in imprese che sfruttano il lavoro minorile o il lavoro forzato o di non acquistare titoli di stato di paesi governati da regimi dittatoriali non ha bisogno di giustificazioni economiche: risponde, piuttosto, ad

un obbligo (volontariamente assunto) di coerenza verso principi dichiarati. Diversamente da quanto si può pensare, questo approccio non riguarda solo gli individui. Quando il valore di natura etica è condiviso dagli appartenenti ad una comunità (per esempio, gli aderenti ad un fondo pensione), l'istituzione che li rappresenta (il fondo pensione stesso, attraverso gli organi statutari) può legittimamente assumerlo come principio cui conformarsi. Il cosiddetto "Petroleum Pension Fund" norvegese (un fondo previdenziale integrativo istituito dal governo e alimentato dai surplus di bilancio generati dallo sfruttamento dei bacini petroliferi del mare del Nord) ha stabilito Linee Guida Etiche in base alle quali sono stati esclusi gli investimenti in imprese coinvolte in attività controverse come la produzione di armamenti (in particolare, armi nucleari, bombe a grappolo, mine antiuomo), gravi casi di inquinamento ambientale, violazioni di diritti umani o di diritti dei lavoratori. Il Fondo, quindi, nasce già orientato a svolgere il proprio ruolo seguendo principi ben definiti che costituiscono parte integrante della sua politica d'investimento. L'offerta contrattuale rivolta ai potenziali aderenti reca in sé tali principi, che costituiscono, insieme all'aspetto propriamente economico, l'elemento fondante della scelta di adesione.

2. **gestione del rischio** – sia la teoria economica che l'evidenza empirica hanno ampiamente dimostrato che gli aspetti ambientali, sociali e di governo d'impresa (ridotti nell'acronimo inglese ESG – *environmental, social and governance*) influenzano significativamente il profilo di rischio di un'impresa o di un settore. Non passa giorno che la stampa non riporti di scandali o di incidenti in cui incorrono le imprese per non aver saputo gestire con adeguata lungimiranza taluni fattori di crisi ambientali o sociali. Questi errori determinano spesso importanti perdite economiche sia in forma diretta (risarcimenti di danni, interruzione della produzione, calo di vendite, ...) sia indiretta (perdita di reputazione nei confronti dei clienti, dei dipendenti e degli altri stakeholder rilevanti). Va da sé che, i rischi ambientali e sociali delle imprese si trasferiscono immediatamente sui titoli che le rappresentano e quindi sui portafogli in cui sono presenti. L'investitore che non consideri questo profilo espone il proprio portafoglio ad un rischio significativo.

Su questo secondo aspetto si concentra il nostro contributo ai fini della riforma del decreto 703.

In verità, la nostra associazione valuta come importanti, in generale, entrambe le dimensioni. Con riferimento alla prima, in particolare, cerca di stimolare gli investitori a considerare le conseguenze ambientali e sociali delle loro scelte di investimento.

Tuttavia, il FFS ha sempre sostenuto che **la responsabilità sociale non debba né possa essere imposta per via legislativa**. Gli stakeholder possono esercitare tutte le lecite forme di pressione nell'ambito di un confronto dialogico continuo, per richiamare gli investitori ai propri doveri nei confronti della comunità. Ma il legislatore ha un altro ruolo, che è quello di stabilire le regole del gioco.

Ora, con la riforma introdotta dal d.lgs. 252, il legislatore ha dimostrato di avere a cuore i temi della responsabilità sociale nella pratica dell'investimento pensionistico. Correttamente, tuttavia, si è mantenuto sul piano dei processi, intervenendo in materia di trasparenza, senza entrare nel merito delle scelte di investimento. Così facendo, ha messo gli aderenti nella condizione di poter meglio giudicare le scelte degli amministratori, allargato la gamma di strumenti a disposizione per arricchire la partecipazione.

A nostro avviso, è opportuno proseguire lungo questa linea, senza cedere alla tentazione di imporre comportamenti definiti (sia pur il nobile intento di promuovere scelte "buone") ma limitandosi a creare le condizioni per una piena conoscenza, base necessaria per ogni consapevole decisione.

Da questo punto di vista, **il corretto inquadramento della questione dei rischi ambientali, sociali e di governance si pone in piena coerenza con gli obiettivi generali di sana e prudente gestione**. Non è un caso che all'estero la pratica di includere l'analisi di questi rischi nelle politiche di investimento è largamente diffusa, a partire dalla Gran Bretagna, per

poi estendersi a molti Paesi del nord Europa, a cominciare dall'Olanda, poi in Scandinavia e, più recentemente, in Francia. Nella quasi totalità delle circostanze, la motivazione a supporto della scelta è identificata nella convinzione che così facendo si proteggano meglio gli interessi degli aderenti al fondo.

Negli anni 90 si è discusso a lungo sulla legittimità di un approccio di ISR sotto il profilo legale; da molte parti si riteneva, infatti, che qualsiasi obiettivo diverso dalla massimizzazione del profitto (o dalla minimizzazione del rischio) fosse contrario ai doveri fiduciari degli amministratori del Fondo. Anche la giurisprudenza (inglese) appariva piuttosto controversa. Solo in tempi recenti, il Gruppo di lavoro sull'asset management dell'UNEP - Financial Initiative¹ ha commissionato ad un autorevole studio legale l'elaborazione di un parere sulla questione. Lo studio (Freshfields, Bruckhaus, Deringer, 2005), con riferimento alla situazione inglese (per molti aspetti, paradigmatica perché più evoluta) afferma che **una politica di investimento che includa criteri ESG (environment, social and governance) è legittima nella misura in cui sia dimostrato che consente di individuare opportunità o evitare rischi che un approccio "tradizionale" non evidenzia a sufficienza**. Anzi, arriva a dire che, a queste condizioni, non tenere in considerazione le variabili ESG sarebbe un indicatore di cattiva gestione². In altre parole, dice la ricerca, poiché l'evidenza empirica sembra dimostrare una correlazione tra il modo in cui le imprese trattano le questioni ambientali e sociali e la loro performance economica, ignorare questo aspetto dell'analisi fa perdere di vista elementi importanti, che influenzano anche il profilo di rischio-rendimento del titolo.

Il tema che si ritrova con maggiore frequenza nelle dichiarazioni dei fondi pensione è quello, ma è solo un esempio, dei cambiamenti climatici. Molti li considerano un fattore di cambiamento fondamentale dell'intero sistema economico, di cui un investitore di lungo periodo responsabile non può non tener conto.

Riportiamo di seguito alcuni esempi tratti da *statement of investment principles*:

- *ABP³ - ABP Investments views it as its obligation to achieve the highest possible return for participants. In doing so, it believes that companies with strategies which, in addition to financial return, place a high value on the environment, social factors and good corporate governance will perform better in the long term. In addition, we are aware of the far-reaching influence of our investments and the social responsibility that this implies. The reason for this is the large amount of capital that we invest and our substantial position in the capital market. For this reason, we have chosen to implement a strong ESG policy.*
- *FRR⁴ - Investisseur public au service d'une grande mission d'intérêt général, le FRR mobilise ses capacités d'expertise pour délivrer via une politique d'investissement dynamique le rendement le plus élevé, dans les limites de risque qui lui ont été fixées. Mais il veille parallèlement à préserver la cohérence de cette politique d'investissement avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré. Cette préoccupation d'investisseur responsable s'est déclinée dans deux directions : une politique active de vote aux assemblées générales des entreprises dont le Fonds est actionnaire et la prise en compte dans la gestion des portefeuilles actions européennes de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance..*

¹ Si tratta di un "club" di grandi operatori internazionali della finanza lanciato in seno al Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente a margine della Conferenza di Rio de Janeiro del 1992 – www.unepfi.org

² - *"It is not a breach of fiduciary duties per se to have regard to ESG considerations while pursuing the purposes of the trust. Rather, in our opinion, it may be a breach of fiduciary duties to fail to take account of ESG considerations that are relevant and to give them appropriate weight, bearing in mind that some important economic analysts and leading financial institutions are satisfied that a strong link between good ESG performance and good financial performance exists"* (pag. 100)

³ - ABP è il più grande fondo pensione europeo e il terzo più grande nel mondo. Associa i dipendenti pubblici e del sistema scolastico olandese (2,6 milioni di aderenti). Gestisce un patrimonio di € 215 miliardi (www.abp.nl)

⁴ - FRR (Fonds de Reserve pour les Retraits) è un fondo integrativo creato per garantire la stabilità del sistema previdenziale pubblico nel lungo termine (www.fondsdereserve.fr)

- *USS⁵ - As an institutional investor that takes its fiduciary obligations to its members seriously, the trustee company aims to be an active and responsible long-term investor in the assets and markets in which it invests. By encouraging responsible corporate behaviour, the trustee company expects to protect and enhance the value of the fund's investments in the long-term. The trustee company therefore requires its fund managers to pay appropriate regard to relevant extra-financial factors including corporate governance, social, ethical and environmental considerations in the selection, retention and realisation of all fund investments. The trustee company expects this to be done in a manner which is consistent with the trustee company's investment objectives and legal duties.*

In tempi più recenti, sul piano politico, il dato di maggior rilevanza è rappresentato dal lancio dei *Principle for Responsible Investment⁶*, una dichiarazione nata in seno alle Nazioni Unite articolata in sei punti (a propria volta declinati in obiettivi sufficientemente precisi) attraverso la quale i firmatari si impegnano ad una gestione responsabile delle risorse finanziarie affidate loro. Le istituzioni finanziarie che hanno sottoscritto i PRI “rappresentano” un patrimonio di oltre 10.000 miliardi (10 trilioni) di dollari – il che testimonia, se non altro, che non siamo di fronte ad un fenomeno riconducibile alla militanza. Il primo dei principi recita “*we will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.*”

In sintesi, il FFS ritiene che sia nel comune interesse dei fondi pensione e della comunità nel suo complesso che gli aspetti ambientali, sociali e di governance vengano adeguatamente considerati nelle politiche di investimento di tutte le forme previdenziali e che di questa circostanza nel nuovo decreto si debba tener conto.

Risposta ad alcune delle domande poste dal Ministero

Data la natura specifica del nostro interesse rispetto alla complessità delle questioni poste dal processo di riforma del dm 703, la nostra Associazione ritiene di intervenire solo con riferimento ad alcune delle domande poste.

Sull'impostazione generale

R3: il FFS ritiene che in capo ai Consigli di Amministrazione delle forme pensionistiche complementari siano posti ampi doveri fiduciari nei confronti degli iscritti e degli aderenti. Gli amministratori sono perciò i primi responsabili delle politiche di investimento e delle conseguenze delle scelte di investimento. Pur ritenendo fondamentale la separazione tra il ruolo degli amministratori e quello dei gestori, crediamo che gli amministratori non possano ignorare gli effetti dell'attività finanziaria svolta per loro conto e che di questi effetti debbano dar conto ai propri stakeholder. Tra questi, iscritti e aderenti sono i soggetti principali ma non gli unici.

Peraltro, sottolineiamo l'**opportunità del richiamo alla necessaria coerenza tra la disciplina degli investimenti e l'attività dell'Autorità di Vigilanza**. Quest'ultima, infatti, è chiamata a regolare l'obbligo di rendicontazione sugli aspetti ambientali, sociali ed etici introdotto dall'articolo 6, comma 14, del decreto 252/05 (e, successivamente, a controllarne la piena e corretta applicazione), in carenza di un riferimento positivo sull'argomento in sede di definizione dei criteri di investimento.

⁵ - USS (Universities Superannuation Scheme) è il fondo pensione del personale universitario britannico (www.usshq.co.uk)

⁶ www.unpri.org

Riteniamo altresì che ad un principio di responsabilità ampia debba corrispondere un adeguato potere di intervento sulle scelte che determinano gli effetti. Sarebbe infatti iniquo, oltre che inefficiente, attribuire le une senza gli altri.

Perciò, se da un lato supportiamo una definizione allargata delle responsabilità delle forme pensionistiche complementari, appoggiamo una corrispondente ridefinizione degli strumenti a disposizione degli amministratori nella direzione di una maggior flessibilità.

Sui criteri di gestione

R6: il FFS ritiene che tra i principi di carattere generale previsti dalla nuova disciplina ne debba essere introdotto uno del seguente tenore: ***“le forme pensionistiche complementari, nel definire le proprie politiche di investimento, stabiliscono se e in quale misura prendere in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali nella gestione delle risorse e nell’esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori detenuti in portafoglio.”***

R8: il FFS ritiene che le forme pensionistiche complementari debbano adottare strumenti idonei per verificare che i principi di corretta gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance siano pienamente implementati nell’attività di gestione finanziaria, sia essa affidata a terzi o realizzata direttamente. Coerentemente, detta attività di controllo dovrebbe essere affidata a soggetti specializzati (siano essi risorse interne o fornitori esterni), in possesso di competenze specifiche e mezzi di analisi congrui con gli obiettivi.

R9: il FFS ritiene che la Covip debba essere chiamata a verificare la congruità dei sistemi di controllo dei rischi ambientali, sociali e di governance adottati dalle forme pensionistiche complementari. Il fatto che il dibattito sopra richiamato su queste variabili sia relativamente recente non significa che non esistano dei modelli sufficientemente strutturati. Occorre tuttavia, al fine di evitare il pericolo di una deriva di aleatorietà, che detti modelli si dimostrino progettati su presupposti logicamente difendibili, ancorati a principi riconosciuti, costruiti con rigore metodologico, difendibili sulla base dei risultati prodotti.

Sugli investimenti e le operazioni consentiti, sui limiti quantitativi, sull’uso di strumenti derivati, sulle gestioni garantite e sull’utilizzo di OICR

Poiché l’ISR non è un asset class e poiché i principi di responsabilità sociale si applicano trasversalmente a qualsiasi attività finanziaria, il FFS non ritiene di dover formulare alcuna osservazione sulle domande da n. 10 a n. 39.

Presentazione del FFS

L’iniziativa è stata inizialmente stimolata dalla Commissione UE nell’ambito delle attività di promozione della responsabilità sociale d’impresa. Il primo gruppo promotore è stato creato da Avanzi nel primo semestre del 2001. L’iniziativa è stata presentata pubblicamente a Milano nel mese di luglio dello stesso anno. La costituzione ufficiale in forma di Associazione è avvenuta nel mese di ottobre 2001.

La Missione del FFS è **la promozione della cultura della responsabilità sociale nella pratica degli investimenti finanziari in Italia.**

Viene perseguita attraverso la diffusione di informazioni e conoscenza, elaborazione di proposte innovative rivolte agli operatori, agli utenti dei servizi finanziari ed ai decisori politici,

la crescita culturale ed il miglioramento delle capacità professionali tra gli operatori del settore, la promozione del dialogo tra i diversi portatori di interesse.

Il Forum ha la forma giuridica di **Associazione**. È diretta da un Consiglio di 9 membri eletti dall'Assemblea e coordinata da un Segretario Generale.

L'adesione all'Associazione è aperta a istituzioni finanziarie e alle altre organizzazioni, sia del settore privato che del pubblico, con o senza scopi di lucro, che ne condividano gli scopi

L'offerta del Forum si articola in:

- promozione e realizzazione di studi, ricerche e indagini
- organizzazione di convegni, workshop, seminari e incontri formativi, corsi di formazione o altri eventi culturali
- pubblicazioni di libri, dispense, riviste ed articoli
- lancio e partecipazione di campagne informative
- crescita e mantenimento di relazioni con istituzioni e organizzazioni interessate al raggiungimento di obiettivi analoghi a quelli dell'associazione

I Soci del Forum sono:

Soci sostenitori:



Soci ordinari:

