

Un'autoregolazione concertata è più efficace dei vincoli di portafoglio

di Franco Bassanini e Federico Merola

Il ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef) ha da poco chiuso la consultazione sul Libro verde in materia di "Competitività dei mercati finanziari italiani". I quali versano in una «una condizione di cronico ritardo rispetto a quelli delle altre economie avanzate».

Il documento muove dalla "Capital Market Review of Italy 2020" dell'Ocse. Essa suggeriva di effettuare «un'analisi della struttura del sistema pensionistico, in modo che un'accresciuta partecipazione nel pilastro privato porti vantaggio anche per lo sviluppo di un mercato dei capitali italiano più completo», e raccomandava quattro azioni per superare il nostro *gap* di competitività: favorire l'accesso alla Borsa; sviluppare il comparto *fintech*; rafforzare gli investitori istituzionali; favorire lo sviluppo dei cosiddetti alternativi (fondi o società che investono risparmio istituzionale in imprese, innovazione, infrastrutture e immobiliare).

La determinante delle raccomandazioni Ocse è chiara: il fattore strategico per lo sviluppo dei mercati finanziari di un Paese è il risparmio nazionale. L'Italia ha una cospicua dotazione di risparmio individuale, mentre il suo risparmio istituzionale (fondi pensione, assicurazioni e Casse di previdenza) è la metà della media Ocse (rispetto al Pil). Ma il risparmio istituzionale è più incline a investimenti in economia reale ovvero in prodotti illiquidi, di lungo termine e "alternativi"; dunque serve alla crescita più del risparmio individuale.

Ottima cosa dunque la chiusura della consultazione sul Libro verde. Se non che dallo stesso Mef, in singolare contraddizione, è giunto l'annuncio della riedizione, con poche insignificanti modifiche, di un vecchio e molto controverso Decreto investimenti per le Casse di previdenza privatizzate (che, con oltre 100 miliardi di euro di patrimonio, costituiscono il 10% del risparmio istituzionale italiano). Un provvedimento che, nonostante qualche punto positivo, soprattutto in materia di *governance*, va nella direzione opposta alle raccomandazioni Ocse e rischia di frenare lo sviluppo del risparmio istituzionale. Per questo tre ministri dell'Economia (Tria, Padoan, Gualtieri) rifiutarono di firmarlo.

Sul piano formale, già Sabino Cassese ne ha messo in evidenza rischi di legittimità connessi alla natura giuridica delle casse di previdenza "privatizzate" e alla lacunosa costruzione della filiera normativa. Peraltro, la scelta di un decreto ministeriale così dettagliato e farraginoso, dopo

11 anni dalla previsione originaria, appare inidonea a regolare una materia solitamente lasciata alla *soft law* della vigilanza o all'autoregolamentazione.

Ma l'errore metodologico più eclatante è quello di aver posizionato a un livello tecnico-amministrativo un tema per un verso politico (sugli indirizzi e le linee guida di *policy*) e per il resto legato a tecnicità specifiche, estranee alla competenza tipica della pubblica amministrazione (*risk management*, tecniche di gestione di portafogli, principi attuariali). Per questo sarebbe utile riaprire un confronto – in una sede terza e istituzionale come la Bicamerale di vigilanza (presieduta dal Prof. Tommaso Nannicini) – ascoltando i diretti interessati, l'accademia e il mercato finanziario.

Le osservazioni di merito sono ancora più significative. Le Casse di previdenza godono di una speciale autonomia organizzativa, funzionale al perseguimento del loro fine ultimo: garantire un'efficiente gestione dei contributi degli iscritti per ottimizzare il rapporto tra versamenti e prestazioni. Per far questo devono adottare tecniche attuariali, di *risk management*, di *asset allocation* che hanno bisogno della massima flessibilità. Non sono questi temi che si possono regolare per decreto, per di più con vincoli stringenti uguali per tutte le Casse, a prescindere dalla loro dimensione, organizzazione, ed esperienza. Per non parlare dell'obbligo di selezione dei gestori con gara di appalto, un *unicum* per il mercato finanziario.

Approfondite analisi internazionali ci dicono che la regolamentazione degli investimenti istituzionali basata su rigidi vincoli di portafoglio non giova né ai fini della tutela, né a quelli dell'efficacia. Meglio far leva su buona *governance*, adeguata organizzazione e sofisticato *risk management*, lasciando agli operatori la flessibilità necessaria al perseguimento dei propri obiettivi.

Nel rispetto della natura giuridica delle Casse di previdenza “privatizzate” e delle loro finalità, molto migliore ci pare dunque la diversa soluzione suggerita qualche anno fa da una ricerca Astrid-Luiss: non regole rigide e dettagliate, ma linee guida generali accompagnate da un'autoregolazione “concertata”. Così come il Mef ha fatto per le fondazioni di origine bancaria.