

Roma, 28 giugno 2012

OGGETTO: Consultazione sullo schema di regolamento ministeriale recante norme sui criteri e i limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse.

CONSIDERAZIONI GENERALI

La scrivente associazione condivide, in via generale, la filosofia che permea il nuovo regolamento e che conferma l'assetto di governance dei fondi pensione negoziali stimolandone, al contempo, un'ulteriore qualificazione sia in termini di precisazione delle responsabilità che di competenze.

Il testo in consultazione appare improntato ad una maggiore libertà di investimento e strettamente correlato alla maggiore responsabilizzazione del fondo pensione in coerenza con la direttiva n. 2003/41/CE.

Tale impostazione avviene attraverso un processo che, partendo dalla conoscenza del fabbisogno pensionistico dei soggetti destinatari, definisce obiettivi e politiche della gestione patrimoniale e struttura presidi di controllo capaci di innescare efficaci meccanismi di feed back.

Riteniamo inoltre importante che, pur in un approccio Mifid, la normativa in consultazione conservi comunque quella distinzione fondamentale tra investimento previdenziale che è propria del sistema di secondo pilastro ed investimento meramente speculativo. A tale proposito appare necessario un ulteriore sforzo, da parte del legislatore, a precisare meglio concetti quali efficace gestione e ad assumersi la responsabilità di dettare alcuni limiti agli investimenti, affinché sia garantita la finalità previdenziale della gestione che non può essere lasciata, soprattutto in regime di pariteticità tra le forme previdenziali, agli operatori di mercato.

Si rileva, inoltre, che la previsione, contenuta nella relazione al documento, relativa alle attività di risk management interne, da attuare con strutture organizzative e competenze tecnico-professionali adeguate, appare in qualche modo confliggere con le disposizioni Covip del 16 marzo 2012, con le quali si demanda agli organi di amministrazione del fondo la responsabilità di decidere se internalizzare/esternalizzare le funzioni di controllo, in considerazione dell'entità del patrimonio gestito e della complessità della gestione finanziaria. Tale impostazione può potenzialmente creare

aree di ambiguità che sarebbe opportuno evitare a priori al fine di garantire una valida governance del risparmio previdenziale a tutela degli aderenti.

Si evidenzia inoltre come la gestione di investimenti in derivati, non finalizzata esplicitamente alla riduzione di potenziali rischi, attesa l'alta complessità gestionale e dei processi di misurazione e gestione dei rischi, connessa all'utilizzo di tali strumenti, non appare congrua con la finalità di carattere previdenziale delle risorse impegnate dai fondi pensione e con l'assetto organizzativo che la normativa attribuisce ai fondi pensione stessi.

Infine, rilevata l'assoluta attinenza della questione alla materia in esame, pur nella consapevolezza che sia necessario procedere alla modifica dell'art. 6 del D.lgs. 252/05, ci preme nell'occasione segnalare anche a codesto rispettabile Ministero come ai fondi pensione negoziali sia ancora negata la possibilità di utilizzare le cosiddette "gestioni separate" di tipo assicurativo, possibilità consentita ai fondi pensione preesistenti e ai PIP con evidente disparità di trattamento in termini di profilo rischio/rendimento degli aderenti.

Tale situazione appare anche non coerente con la previsione normativa secondo cui i fondi pensione ad adesione collettiva rivolti ai lavoratori dipendenti hanno l'obbligo di istituire linee di investimento con garanzia di rendimento comparabile a quella legale prevista dall'art.2120 C.C. per il TFR accantonato in azienda.

CONSIDERAZIONI SPECIFICHE

Art. 1

(Definizioni)

Comma 1 lett. I): "mercati regolamentati": "[...] o altri mercati organizzati, specificati nello statuto o nel regolamento del fondo pensione": **si propone di valutare l'opportunità di modificare come indicato** "[...] o altri mercati organizzati, specificati nella nota informativa del fondo pensione".

Art. 3

(Criteri di gestione, strutture organizzative e procedure)

1. I fondi pensione operano nel rispetto del principio della sana e prudente gestione perseguendo l'interesse degli aderenti e dei beneficiari. Nella gestione del patrimonio i fondi pensione osservano i seguenti criteri:

a) ottimizzazione della combinazione redditività-rischio del portafoglio nel suo complesso, attraverso la scelta degli strumenti migliori per qualità, liquidità, rendimento e livello di rischio;

b) adeguata diversificazione del portafoglio finalizzata a contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza del risultato della gestione da determinati emittenti, gruppi di imprese, settori di attività e aree territoriali;

c) efficiente gestione finalizzata a ottimizzare i risultati, contenendo i costi di transazione, di gestione e di funzionamento in rapporto alla dimensione e alla qualità dei mezzi amministrati.

2. I fondi pensione di cui all'articolo 7-bis del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, nel rispetto dei criteri di cui al comma 1, adottano strategie di investimento coerenti con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività, avendo come obiettivo l'equilibrio finanziario nonché la sicurezza, la redditività e la liquidità degli investimenti.

3. I fondi pensione si dotano di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla qualità del portafoglio, alla politica di investimento che intendono adottare, ai rischi assunti nella gestione, alla modalità di gestione diretta e/o indiretta ed alla percentuale di investimenti effettuati in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati. Il fondo pensione adotta processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere congruenti politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio. La gestione diretta richiede strutture professionalmente rispondenti agli specifici rischi e alle caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati. Il fondo pensione verifica regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia di struttura, politiche e procedure e adotta le conseguenti misure correttive.

4. Il portafoglio dei fondi pensione è investito in coerenza con la politica di investimento definita e adottata ai sensi dell'articolo 6, commi 5-ter e 5-quater, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252.

5. I fondi pensione verificano i risultati della gestione mediante l'adozione di parametri di riferimento coerenti con gli obiettivi e i criteri della politica di investimento. Detti parametri sono indicati nel documento sulla politica di investimento di cui all'articolo 6, comma 5-quater, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, e, ove previste, nelle convenzioni di gestione di cui all'articolo 6, comma 1, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252.

6. Il fondo pensione comunica alla COVIP, attraverso il documento sulla politica di investimento di cui all'articolo 6, comma 5-quater, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, i parametri definiti ai sensi del comma 5, le politiche e le procedure

istituite ai sensi del comma 3 e la descrizione della struttura organizzativa, professionale e tecnica, illustrando la loro compatibilità e coerenza con la politica di investimento adottata e i relativi rischi. Il fondo pensione comunica alla COVIP ogni modifica di tali informazioni.

7. Ai sensi dell'articolo 19 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, la COVIP controlla l'adeguatezza della struttura organizzativa, professionale e tecnica e delle politiche e procedure per il monitoraggio e la gestione del rischio, nonché dei parametri di cui al comma 5.

8. Se i fondi pensione prevedono diversi comparti, i limiti e i criteri stabiliti nel decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, e nel presente decreto si applicano a ciascun comparto. I limiti di cui all'articolo 6, comma 13, lettera a), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, sono riferiti al complesso delle disponibilità dei fondi pensione.

Comma 1: *il termine beneficiari in questo contesto risulta ambiguo. Si propone di cancellarlo in quanto riferito, nelle documentazioni ufficiali delle forme pensionistiche, agli eventuali designati in caso di premorienza degli aderenti.*

In subordine si chiede al Ministero di specificarne in maniera puntuale il significato.

Comma 5: *“I fondi pensione verificano i risultati della gestione mediante l'adozione di parametri di riferimento”.. **si suggerisce di aggiungere** “o indicatori/misure del rischio coerenti con gli obiettivi [...]”.*

Art. 4

(Investimenti e operazioni consentiti)

1. Le disponibilità dei fondi pensione possono essere investite in strumenti finanziari, OICR, depositi bancari, mezzi di pagamento, nel rispetto dei criteri e dei limiti di cui al presente articolo e agli articoli 3 e 5.
2. I derivati possono essere stipulati solo con controparti di primaria affidabilità, solidità e reputazione ed esclusivamente per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione. Il rischio di controparte derivante dalle operazioni nei derivati è adeguatamente gestito. I derivati sono stipulati secondo gli standard definiti dall'*International Swap & Derivatives Association* (ISDA) e prevedono l'utilizzo di una controparte centrale di compensazione e garanzia.
3. Non sono ammesse vendite allo scoperto, né operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto.

Comma 1: appare ridondante l'indicazione degli OICR in quanto già ricompresi nel TUF, il mantenimento di tale indicazione potrebbe ingenerare confusione soprattutto per quanto attiene alle previsioni in tema di limiti agli investimenti.

Comma 2: sarebbe opportuno specificare in modo inequivoco che l'utilizzo dei derivati possa essere consentito sia per fini di copertura sia per fini di una più efficiente gestione degli investimenti.

Si segnala che, in coerenza con l'enunciato presente nell'EPAP, è preferibile l'alternativo "o" anziché la congiunzione "e".

Relativamente alla contrattualistica, i derivati possono essere stipulati o direttamente con una controparte (strumenti OTC come i forward) oppure aderendo ad un sistema che prevede la cassa di compensazione e garanzia (future) e i contratti standard ISDA. Quanto predetto entra in contraddizione con quanto riportato nella seconda parte del comma; infatti parlando di controparti di primaria affidabilità sembrerebbe alludersi ai derivati negoziati sui mercati OTC, ma, parallelamente si afferma che i derivati devono essere stipulati tramite gli standard ISDA e con la cassa di compensazione e garanzia, quindi future.

Nel caso dei future si controlla, quindi, solo la solidità della cassa di compensazione e garanzia in quanto unica controparte e garante del buon esito delle operazioni concluse.

Tale impostazione renderebbe possibile solamente l'investimento in future e non in forward, impedendo così un'efficace gestione del rischio di cambio.

Ai fini di meglio precisare il concetto di efficiente gestione, riducendone i margini di interpretazione soggettiva, si propone una formulazione che espliciti che "tali operazioni non devono generare un incremento significativo del rischio di investimento e, in ogni caso, l'incremento medesimo deve essere equivalente a quello ottenibile operando direttamente sugli attivi sottostanti secondo una equilibrata e prudente gestione del portafoglio."

Art. 5

(Limiti agli investimenti)

1. Il portafoglio del fondo pensione è investito in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati. L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati è contenuto in ogni caso entro il limite del 30 per cento del patrimonio.

Gli OICR armonizzati, i depositi bancari e i mezzi di pagamento si considerano strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.

2. I fondi pensione non investono più del 5 per cento del patrimonio in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10 per cento del patrimonio in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo.

3. Fermo restando il rispetto del principio di adeguata diversificazione degli investimenti, i limiti di cui al comma 2 non si applicano per gli strumenti finanziari emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri dell'Unione Europea.

4. L'investimento in OICR è consentito a condizione che:

- a) sia adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche dimensionali e a quelle della politica di investimento che intende adottare e risponda a criteri di efficienza ed efficacia;
- b) la politica di investimento degli OICR sia coerente con quella del fondo pensione;
- c) l'investimento in OICR non generi, anche indirettamente, una concentrazione del rischio incompatibile con i parametri definiti dal fondo pensione ai sensi dell'articolo 3, comma 5;
- d) il fondo pensione sia in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun OICR al fine di garantire il rispetto dei principi e criteri stabiliti nel presente decreto per il portafoglio nel suo complesso;
- e) non comporti oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti
- f) l'investimento in fondi chiusi e fondi alternativi è contenuto entro il limite del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento del valore del fondo chiuso o alternativo. Tale ultimo limite è riferito al complesso delle disponibilità del fondo pensione;
- g) l'investimento in OICR comunitari e extracomunitari non armonizzati è consentito se sono autorizzati alla commercializzazione in Italia e in presenza di accordi di cooperazione tra l'Autorità competente del Paese d'origine dell'OICR e le Autorità italiane.

5. I fondi pensione possono investire in strumenti finanziari connessi a merci entro il limite del 5 per cento del patrimonio purché emessi da controparti di primaria affidabilità, solidità e reputazione.

6. L'esposizione valutaria, al netto di coperture attraverso derivati, è contenuta entro il 30 per cento del patrimonio.

7. La COVIP può stabilire i casi in cui i limiti posti all'investimento dei fondi pensione possono essere superati per comprovate esigenze del fondo, nel rispetto di quanto previsto dall'articolo 3.6

8. La COVIP fissa limiti più stringenti all'operatività dei fondi pensione in relazione alla situazione economico-patrimoniale e all'adeguatezza della struttura organizzativa.

Comma 1: *in continuità col precedente 703 sarebbe auspicabile prevedere in aggiunta ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione che per le PMI possono rappresentare una valida alternativa alla quotazione nei mercati regolamentati.*

Comma 2: *si ritiene che detta limitazione debba applicarsi unicamente ai titoli e non anche agli OICR.*

Comma 3: *i limiti di cui al comma 2 non si applicano per gli strumenti finanziari emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da [...]" si propone la seguente modifica: [...] i limiti di cui al comma 2 non si applicano agli investimenti effettuati in OICR e agli strumenti finanziari emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea o dai suoi enti territoriali sottordinati, anche per il tramite di società dai medesimi controllate, purché dotati di rating almeno pari a quello dello Stato sovrano di riferimento, da un Paese aderente all'OCSE o da [...]"*

Comma 4: *rispetto agli investimenti in OICR si fa notare che, nell'apprezzare la possibilità che viene concessa ai fondi di utilizzare tali strumenti ai fini di una diversificazione degli investimenti e condividendo il principio di evitare un duplice caricamento di commissioni di gestione, le operazioni effettuate su tali tipi di strumenti non sono in assoluto a costo zero; alcuni costi di transazione, come ad esempio il costo del servizio della banca depositaria dell'OICR pesano comunque sullo strumento.*

Si fa presente, altresì, che nel caso di utilizzo da parte del gestore incaricato di OICR non istituiti dal gruppo del gestore stesso, dovrebbe essere rimessa alla valutazione del Fondo la possibilità di autorizzare il caricamento delle commissioni dell'OICR. Va da sé che in questo caso, nel rispetto del principio di divieto di doppio caricamento, il gestore non applicherebbe le proprie commissioni di gestione sulle risorse investite nell'OICR "load", fatte salve le eventuali commissioni di overperformance previste in convenzione. Questa misura viene proposta con la finalità di non favorire, di fatto come

avvenuto finora, unicamente solo l'utilizzo di strumenti istituiti dal gruppo del gestore stesso.

Si propone di valutare l'individuazione di una soglia minima di peso percentuale dell'OICR al di sotto della quale non vi sia l'obbligo di "look trough".

Comma 4 lettera f): *si richiede di specificare che il limite complessivo di investimento in "fondi chiusi e alternativi" sia riferito al comparto del fondo pensione e non al patrimonio complessivo e che il limite del patrimonio del singolo "fondo chiuso o alternativo" sia riferito al patrimonio complessivo del fondo pensione.*

Comma 4 lettera g): *appare opportuno eliminare la formulazione "se sono autorizzati alla commercializzazione in Italia".*

Comma 5: *Il comma 5, prevedendo la possibilità di investimenti in commodities solamente tramite controparti di primaria affidabilità, solidità e reputazione renderebbe possibile solamente l'investimento in ETF che utilizzano derivati. Sempre in riferimento al comma 5 sarebbe opportuno precisare cosa si intenda nello specifico per "strumenti finanziari connessi a merci". Si fa notare, altresì, che gli eventuali limiti quantitativi che si dovessero mantenere devono essere coerenti con l'impianto complessivo del testo normativo.*

Comma 6: *l'esposizione valutaria prevista appare estremamente stringente anche per alcuni divieti apparentemente presenti nel testo posto in consultazione (forward su valute per fini di copertura).*

Art. 7

(I conflitti di interesse nei fondi pensione di cui agli articoli 3, comma 1, lettere da a) a g), 9 e 20, comma 1, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252.)

1. Gli amministratori dei fondi pensione, nell'adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge, dallo statuto o dal regolamento, perseguono l'interesse degli aderenti.
2. Agli organi di amministrazione dei fondi pensione e ai loro componenti si applica l'articolo 2391 del codice civile.
3. I consigli di amministrazione dei fondi pensione adottano ogni misura ragionevole per identificare e gestire i conflitti di interesse, in modo da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi degli aderenti. Sono considerati sia i conflitti

relativi a soggetti appartenenti al fondo, sia quelli relativi a soggetti esterni al medesimo, in relazione allo svolgimento di incarichi da parte di detti soggetti per conto del fondo.

4. I consigli di amministrazione dei fondi pensione formulano per iscritto, applicano e mantengono un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse. Le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse, le procedure da seguire e le misure da adottare sono riportate in un apposito documento. Il documento, e ogni sua modifica, è trasmesso tempestivamente al responsabile della forma pensionistica complementare e alla COVIP.

5. Qualora le misure adottate non risultino sufficienti, nel caso concreto, a escludere che il conflitto di interesse possa recare pregiudizio agli aderenti, tale circostanza è comunicata agli aderenti.

6. Gli obiettivi perseguiti nelle operazioni con parti correlate, come definite nei principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea, ovvero nelle quali sussiste un conflitto di interessi, nonché l'analisi dei risultati conseguiti, sono illustrati nella prima relazione al bilancio, nonché nelle relazioni degli anni successivi fino a quando l'operazione continua a produrre i suoi effetti.

Comma 3: *La disposizione di cui al comma 3 relativa alla capacità dei fondi pensione di poter gestire, anche in via preventiva, gli eventuali conflitti di interessi causati da soggetti che operano per conto del fondo, non tiene conto che la gestione delle risorse avviene, nella maggior parte dei casi, in via indiretta e per tale motivo andrebbe meglio specificata la portata dell'obbligo distinguendo tra gestione diretta ed indiretta. In caso contrario risulterebbe impraticabile la gestione preventiva da parte del fondo degli eventuali conflitti di interessi derivanti da scelte di stock picking operate dai gestori.*

Art. 10

(Entrata in vigore e norme transitorie)

1. I fondi pensione autorizzati all'esercizio dell'attività alla data di entrata in vigore del presente decreto si adeguano alle disposizioni in esso contenute entro 18 mesi. Nelle more dell'adeguamento continuano ad applicarsi le disposizioni di cui al decreto ministeriale 21 novembre 1996, n. 703.

Il presente decreto, munito del sigillo dello Stato, sarà inserito nella Raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana. E' fatto obbligo a chiunque spetti di osservarlo e di farlo osservare.

In relazione all'entrata in vigore dello schema di regolamento si evidenzia lo sfasamento temporale tra i termini di adeguamento alle disposizioni Covip (31.12.2012), cui il testo fa esplicito riferimento, e le tempistiche per uniformarsi al presente decreto (18 mesi dalla pubblicazione). Il permanere di scadenze diverse su medesimi adempimenti creerebbe inevitabilmente rischi di duplicazione di attività e di incertezza operativa.

Il Segretario Generale
Flavio Casetti

