

Roma, 29 settembre 2011

**Oggetto: SCHEMA DI DISPOSIZIONI SUL PROCESSO DI ATTUAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO - OSSERVAZIONI ASSOFONDIPENSIONE**

### **Considerazioni generali**

Assofondipensione esprime apprezzamento per il lavoro svolto dall'Organo di Vigilanza nella redazione di un documento organico di regolazione del processo di attuazione della gestione finanziaria.

Non a caso, l'Associazione, in ragione dell'esigenza da tempo avvertita dai fondi soci di poter disporre di questo tipo di documentazione, aveva avviato nel giugno scorso un gruppo di lavoro sulla gestione finanziaria - al cui start-up è stata invitata la stessa Covip - finalizzato ad una ricognizione dell'attuale strutturazione del processo di investimento dei fondi pensione e alla verifica della possibilità di individuare *best practices* da utilizzare come riferimento.

Tuttavia, l'Associazione non può non evidenziare alcune criticità di metodo e di merito.

Anzitutto, il documento, finalizzato ad una razionalizzazione del processo di attuazione delle politiche di investimento, non si pone in logica sequenza temporale con la revisione, annunciata come prossima, delle disposizioni vigenti in materia di limiti agli investimenti e conflitti d'interesse per i fondi pensione, contenute nel Decreto del Ministero del Tesoro 21 novembre **1996, n. 703**.

E' di tutta evidenza come il testo in consultazione avrebbe potuto dare indicazioni ancora più puntuali se fosse stato emanato a seguito della predetta revisione, evitando un difficile lavoro *ex post* di integrazione e coordinamento dei contenuti.

Nel merito, rileviamo che, anche in ragione dell'incertezza della normativa, il documento risulta essere troppo generico in alcuni passaggi (ad es. funzione finanza da internalizzare/esternalizzare in rapporto all' ammontare delle risorse amministrare e alla complessità della gestione) o troppo prescrittivo/rigido in altri. A questo ultimo riguardo, si evidenzia che, in merito ai **criteri di attuazione della politica di investimento** e al **sistema di controllo della gestione finanziaria**, il documento si focalizza eccessivamente **sulle soglie di rischio e sull'indicazione dei parametri di gestione** utilizzati dalle forme pensionistiche per controllare la gestione finanziaria. Occorre inoltre rilevare che non viene evidenziata in modo chiaro la ripartizione dei compiti e delle responsabilità tra i diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento.

A parere della scrivente Associazione, inoltre, le informazioni che si richiede vengano inserite nel documento sulla politica di investimento, risultano già essere presenti nella Nota Informativa ed in altri documenti predisposti abitualmente dai fondi pensione, come il Manuale Operativo o la Relazione annuale sull'assetto organizzativo. Non sfuggirà come questo tipo di impostazione contrasti con quanto già espresso dalla stessa Covip in merito alla necessità di una semplificazione e snellimento della Nota Informativa, il cui obiettivo è di rendere facilmente consultabile il documento da parte degli iscritti.

Da ultimo, anche sulla base di quanto sin qui rilevato, si evidenzia che l'impostazione generale del documento messo in consultazione rende difficile per i fondi pensione poter completare in un arco temporale breve l'adeguamento della struttura alle indicazioni formulate. Per tale motivo, si reputa opportuno prevedere una gradualità nell'implementazione delle funzioni evidenziate, al fine di consentire ai fondi pensione di apportare in modo più efficiente le eventuali necessarie modifiche agli assetti organizzativi esistenti e/o alle convenzioni di gestione vigenti.

## Considerazioni specifiche

### Art. 1. (Documento sulla politica di investimento)

1. *Le presenti Disposizioni si applicano a tutte le forme pensionistiche complementari iscritte all'Albo tenuto dalla COVIP ai sensi dell'art. 19, comma 1, del decreto n. 252/2005 che abbiano un numero di aderenti e/o pensionati superiori a 1000 unità.*

**Eliminare il riferimento alla soglia del numero di aderenti e/o pensionati superiore alle 1000, unità rendendo le disposizioni applicabili a tutte le forme pensionistiche complementari.**

5. *In fase di prima applicazione tutte le forme pensionistiche complementari entro il ..... 2012 formalizzano, attraverso apposita delibera, il documento.*

**Procrastinare la data di formalizzazione del documento, rendendo più flessibile il processo di adeguamento.**

7. *Il documento deve essere trasmesso, in sede di prima definizione e, in seguito, in occasione di ogni sua modificazione:*

- a) *a tutti gli organi della forma pensionistica (alla prima occasione utile);*
- b) *ai gestori finanziari e alla banca depositaria all'atto della stipula delle convenzioni;*
- c) *alla COVIP entro venti giorni dalla sua formalizzazione.*

**Specificare il concetto di "alla prima occasione utile".**

9. *In linea con le Disposizioni in vigore, la nota informativa da consegnare agli aderenti dovrà contenere una sintesi semplice e chiara delle principali indicazioni sulla politica di investimento (rendimento-rischio e orizzonte temporale dei diversi comparti).*

**Si ritiene non utile ed in contrasto con il principio di semplificazione del materiale da mettere a disposizione degli iscritti inserire in nota informativa estratti del documento sulla politica di investimento.**

### Art. 2. (Obiettivi della politica di investimento)

4. *Nel caso di istituzione di più comparti, per ciascuno di essi deve essere esplicitato il rendimento medio annuo atteso e la sua variabilità nell'orizzonte temporale della gestione. Quest'ultimo deve essere espresso in numero di anni. Il rendimento deve essere espresso in termini reali. Nel caso di comparti con orizzonte temporale prefissato*

*(es. target date), l'obiettivo finanziario va periodicamente rivisto in funzione dell'arco di tempo residuo. Va inoltre indicata la probabilità che, anche in base all'esperienza passata, il rendimento dell'investimento, nell'orizzonte temporale della gestione, risulti inferiore a un determinato limite (ad esempio la rivalutazione del trattamento di fine rapporto, ovvero il tasso d'inflazione).*

**L'indicazione specifica dei parametri da esplicitare per ciascun comparto produce l'effetto di entrare profondamente nel merito rispetto alle modalità di attuazione delle strategie di investimento e del controllo della gestione finanziaria ed inoltre rischia di duplicare informazioni già contenute nei benchmark.**

**Art. 3. (Criteri di attuazione della politica di investimento)**

*1. Per il raggiungimento dell'obiettivo finanziario di ciascun comparto, il documento deve in ogni caso individuare con chiarezza:*

*a) la ripartizione strategica delle attività, ovvero la percentuale del patrimonio da investire nelle varie classi di strumenti (specificando le aree geografiche, i settori di attività, le valute di riferimento, nonché i margini entro i quali contenerne l'oscillazione). La composizione azioni/obbligazioni e la vita media residua (duration) della quota obbligazionaria devono essere coerenti con l'orizzonte temporale del comparto. In tale ambito sono esplicitati gli aspetti etici, sociali e ambientali cui si intende dedicare attenzione nella gestione delle risorse. In caso di adozione di strategie a benchmark, devono essere inoltre riportati gli indicatori di mercato prescelti per rappresentare le suddette classi di attività e il loro peso sul patrimonio del comparto; questi indicatori devono essere comprensivi di dividendi e cedole; per ciascuno di essi andrà specificata la valuta di denominazione. In caso di strategie non a benchmark, vanno indicati gli indirizzi che si intende seguire per assicurare l'obiettivo di rendimento stabilito. In caso di adozione di comparti con orizzonte temporale predefinito (es. target date) al posto dell'indicazione dei pesi fissi dovranno essere riportate le regole attinenti al loro adeguamento all'avvicinarsi della data di scadenza del comparto;*

*b) gli strumenti finanziari nei quali si intende investire e i rischi connessi. Il documento dà conto delle cautele adottate in caso di investimenti in strumenti cosiddetti alternativi, in derivati e in OICR.... Il documento riporta le valutazioni effettuate circa l'opportunità del loro impiego (alla luce delle scelte in tema di politica di investimento) e le analisi compiute per individuare i rapporti rischio-rendimento associati a tali investimenti (sia considerati isolatamente che in relazione all'interazione con le altre tipologie di strumenti finanziari presenti nel portafoglio). L'investimento in strumenti alternativi e negli OICR deve essere effettuato sulla base di un contratto che chiarisca nel dettaglio il livello di accesso da parte della forma pensionistica alle informazioni sulle strategie poste in essere dal gestore, la struttura dei costi dello strumento, i periodi di uscita dall'investimento alternativo (lock up period).*

*I termini del contratto devono essere tali da consentire alla forma pensionistica di avere i flussi informativi occorrenti per un'adeguata valutazione dell'investimento effettuato e per predisporre le segnalazioni periodiche da inviare alla COVIP. Il rispetto dei termini contrattuali deve poter essere verificato costantemente da parte della forma pensionistica.*

*Per un contenimento ancora più rigoroso dei rischi assunti potranno essere indicati limiti:*

- 1) quantitativi (minimi e massimi) per i singoli strumenti finanziari;*
- 2) qualitativi (rating emittenti/controparti, nazionalità degli emittenti, mercati di negoziazione degli strumenti finanziari, ecc.) per ogni (o per le principali) classi di attività individuate;*
- c) la modalità di gestione diretta o indiretta che si intende adottare e lo stile. La forma diretta o indiretta di gestione è stabilita in conformità con la normativa in vigore. La scelta dello stile di gestione (attiva, passiva o idonea combinazione) va effettuata avendo a riferimento il rapporto costi benefici, il quale dipende in misura determinante dall'efficienza dei mercati. Va in particolare individuata la porzione di patrimonio da gestire in modo attivo, motivando adeguatamente le ragioni che inducono a ritenere possibile la realizzazione di extra rendimenti.*

*Per una compiuta valutazione dello stile di gestione da adottare dovranno essere indicati:*

- 1) il livello massimo di rotazione annua del patrimonio (turnover); la misura viene espressa prendendo a riferimento il valore minimo tra gli acquisti e le vendite effettuate nell'anno e il patrimonio medio gestito;*
- 2) in caso di adozione di strategie a benchmark, il livello massimo di variabilità annua delle differenze di rendimento tra il portafoglio gestito e quello benchmark (tracking error volatility- TEV). I valori per il calcolo della TEV da inserire nella convenzione di gestione debbono essere rilevati con cadenza tale da evitare un'eccessiva rotazione del patrimonio dovuta unicamente alla necessità di un continuo ribilanciamento tra le varie attività;*
- d) le caratteristiche dei mandati (per le gestioni in convenzione) relativamente:*
  - 1) al numero minimo e massimo in cui articolare la gestione;*
  - 2) a eventuali requisiti che i gestori devono avere in aggiunta a quelli stabiliti dalla legge;*
  - 3) alla durata, da definire tenuto conto dell'arco temporale del comparto di investimento e della necessità di consentire un'efficace valutazione dell'operato dei gestori;*
  - 4) alla natura e alla tipologia dei mandati (specialistici/generalisti; attivi/passivi, mandati di gestione del rischio);*
  - 5) al regime commissionale (commissioni base e/o di incentivo);*

*e) i criteri per l'esercizio dei diritti di voto dei titoli in portafoglio e le relazioni sul loro utilizzo. Il documento riporta gli indirizzi da seguire per assicurare una partecipazione attiva alla conduzione delle società emittenti i titoli detenuti.*

**Si rileva una eccessiva richiesta di prescrizioni rispetto alle informazioni da inserire nel documento, con riferimento alle caratteristiche della gestione finanziaria attuata ed alle modalità di controllo dell'operato dei gestori, già regolate nelle apposite convenzioni di gestione. Eliminare l'indicazione del livello massimo di *turnover*, del regime commissionale e delle modalità di utilizzo e controllo degli investimenti in OICR.**

**Art. 4. (Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento)**

*Nel documento devono essere chiaramente definiti i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nelle varie fasi del processo e in particolare quelli del C.d.A. (e dei consiglieri delegati, ove presenti), delle strutture interne alla forma pensionistica o dei soggetti esterni responsabili della **funzione finanza** (di seguito: *funzione finanza*), degli advisor, dei gestori finanziari e della banca depositaria. Si riportano di seguito, a titolo esemplificativo, le principali funzioni dei diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento.*

**Si rileva un elevato livello di genericità rispetto alle modalità di implementazione (internalizzazione/esternalizzazione) e alle caratteristiche da attribuire alla funzione finanza, sia con riferimento all'elevato ammontare di risorse amministrato dalla forma pensionistica, sia rispetto all'adozione da parte dei fondi pensione di strategie finanziarie definite complesse.**

**Inoltre si evidenzia, nell'attribuzione dei compiti e delle responsabilità, un mancato equilibrio tra i soggetti coinvolti (c.d.a. , Direttore responsabile, personale di staff, consulenti, gestori finanziari e banca depositaria).**

**Art. 5. (Sistema di controllo della gestione finanziaria)**

*4. Il sistema di controllo della gestione finanziaria deve anzitutto far riferimento alle soglie di rischiosità e ai principali parametri di gestione che, in base agli articoli precedenti, devono essere indicati nel documento:*

*a) a livello di comparto: la variabilità del rendimento medio e la perdita massima ritenuta accettabile. In relazione alla tipologia di gestione, attiva o passiva: la vita media residua (duration) dei titoli obbligazionari; la velocità di rotazione del patrimonio; la TEV; eventuali limiti qualitativi e quantitativi;*

*b) a livello di singolo gestore: i vincoli posti alla sua attività indicati nelle convenzioni.*

*5. La funzione finanza deve verificare i parametri di cui al comma precedente sulla base degli indicatori riportati nel documento (con periodicità da stabilire in relazione alla tipologia di rischi assunti). Le modalità di calcolo degli indicatori sopra definiti devono essere chiaramente esplicitate nel manuale di cui al comma 2 del presente articolo. Nel tempo occorre verificare anche la coerenza delle soglie di rischiosità con l'obiettivo finanziario e con la strategia posta in essere; le soglie devono essere eventualmente adattate al mutare delle circostanze e/o degli andamenti dei mercati. Le risorse umane addette al controllo devono essere dotate di elevata qualificazione (per preparazione, livello di conoscenze e professionalità).*

*6. Il sistema di controllo della gestione finanziaria prevede meccanismi di allerta preventiva (ex ante) in base ai quali il rapporto rischio-rendimento sia identificato e misurato sotto tutti gli aspetti indicati. In un'ottica ex post deve essere individuata una metodologia di analisi dei risultati finalizzata ad attribuire il risultato della gestione (ovvero il differenziale rispetto a ciò che ci si attendeva) in termini di rischio e di rendimento ai diversi fattori che hanno contribuito a generarlo (performance attribution).*

*7. La funzione finanza pone particolare attenzione alla misurazione dei costi sostenuti sia di gestione che di negoziazione (espliciti e impliciti nei prezzi di acquisto e vendita dei titoli). La verifica dello stile di gestione e della velocità di rotazione del patrimonio e la richiesta di spiegazioni esaurienti in caso di disallineamento rispetto agli indicatori possono contribuire al contenimento dei costi. Nel caso di utilizzo di OICR occorre verificare che i costi addebitati siano coerenti con quanto previsto dalle previsioni statutarie e regolamentari delle forme pensionistiche e dalle convenzioni di gestione. Qualora il ricorso agli OICR risulti di dimensioni significative va verificata anche l'incidenza sulla redditività dei costi da essi sostenuti.*

**Si evidenzia, nel caso specifico, un'accentuata focalizzazione sulle soglie di rischiosità, sulle modalità di calcolo dei ratios e sul livello dei costi, già incorporati in altri documenti, come già evidenziato in precedenza.**

*8. .... La possibilità di realizzare un efficace controllo della gestione finanziaria presuppone la disponibilità di un information provider dei dati di mercato.*

**Si sottolineano gli elevati costi da sostenere per strutturare un sistema di controllo della gestione di tale tipologia.**

**A tale riguardo, si evidenzia come Assofondipensione stia valutando la possibilità di avviare un percorso che possa condurre alla costituzione di una struttura consortile tra i fondi soci, incardinata nell'Associazione, che possa svolgere le attività di**

**controllo di gestione finanziaria riducendo i costi particolarmente onerosi per i fondi pensione, altrimenti non sostenibili da tutti.**

*10. La funzione finanza produce una documentazione completa dei controlli svolti sull'attività di investimento, di facile lettura, **destinata a essere conservata negli archivi della forma pensionistica per dieci anni**, in modo da consentire la ricostruzione degli eventi che hanno determinato le situazioni reddituali passate....*

**Occorre ridurre i tempi di conservazione negli archivi della documentazione in forma cartacea.**

**In ragione della già notevole mole di documenti relativi ai controlli sull'attività di investimento, si reputa sufficiente la tenuta di un archivio per un periodo non superiore ai cinque anni.**

Il Segretario Generale  
Dr. Flavio Casetti

