

Roma, 1° febbraio 2008

**COMMENTI AL DOCUMENTO AVENTE PER OGGETTO:
“DISCIPLINA DEI LIMITI AGLI INVESTIMENTI E DEI CONFLITTI
D’INTERESSE PER I FONDI PENSIONE”**

Con riferimento al Documento in oggetto, posto in pubblica consultazione dal Ministero dell’Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro, la scrivente Associazione intende fornire il proprio contributo attraverso alcune osservazioni, formulate attraverso le risposte ai quesiti contenuti nel Documento di consultazione e riportate seguendo la medesima struttura e successione adottate nel Documento stesso.

Si premette che le osservazioni riportate sono state concordate con ASSOPREVIDENZA – Associazione Italiana per la Previdenza Complementare, e pertanto vanno ritenute osservazioni comuni ad entrambe le associazioni.

PARTE PRIMA: LA DISCIPLINA DEGLI INVESTIMENTI

Il Documento in consultazione illustra come in diversi Paesi si stia affermando un approccio di regolazione sugli investimenti dei fondi pensione maggiormente basato sull’identificazione, la misurazione e il controllo del rischio piuttosto che sull’imposizione di limiti quantitativi agli investimenti.

Si ritiene tale approccio condivisibile, nella convinzione che metodologie e modelli adeguati per l’identificazione, la misurazione e il controllo dei rischi assunti sia una scelta tecnicamente più idonea rispetto a fissare limiti e/o restrizioni prestabilite, peraltro maggiormente soggette ad obsolescenza con l’evoluzione dei mercati, come dimostrato dall’introduzione del D.M. 703/1996 ad oggi.

D’altra parte, con particolare riferimento a specifici rischi di carattere eccezionale o per i quali non sia possibile disporre di modelli consolidati o di serie storiche sufficientemente rappresentative, si ritiene che tali limiti non possano che costituire una scelta inevitabile, e quindi opportuna.

1. IMPOSTAZIONE GENERALE

D1: In cosa si sostanzia il principio della “persona prudente”?

Con riferimento ai fondi pensione, il principio della persona prudente si sostanzia in linea generale con l'adozione di modelli gestionali coerenti con gli scopi istituzionali del fondo stesso, riconducibili alla tutela degli interessi degli iscritti.

Sotto il profilo operativo, tale principio si traduce per i soggetti sottoscrittori/parti istitutive e per gli organi di un fondo pensione - tenendo conto che il quadro normativo italiano attribuisce una decisiva responsabilità all'aderente quanto alle scelte in tema di investimenti - nell'obbligo di massimizzare l'efficienza della gestione del fondo pensione stesso in termini di controllo del rischio (diversificazione, trasparenza nei confronti degli iscritti), adeguatezza dei risultati (massimizzazione dei rendimenti dato un determinato livello di rischio), monitoraggio dell'operatività, (controllo della gestione e dei costi, monitoraggio dei conflitti d'interesse).

D2. I limiti quantitativi sono uno strumento regolatorio efficace per il contenimento del rischio dell'investimento?

I limiti quantitativi non rappresentano lo strumento ottimale per contenere i rischi dei fondi pensione; il fondo pensione che dimostri di essersi strutturato in modo adeguato, dovrebbe poter operare senza limiti quantitativi imposti ex lege.

Come già accennato ed evidenziato nel Documento di consultazione, in diversi Paesi si sta affermando infatti un approccio di regolamentazione maggiormente basato sull'identificazione, la misurazione ed il controllo del rischio piuttosto che sull'imposizione di limiti quantitativi assoluti agli investimenti.

Si conferma la condivisione di tale approccio, essendo convinti che metodologie e modelli adeguati per l'identificazione, la misurazione ed il controllo dei rischi effettivamente assunti siano una scelta tecnicamente più idonea rispetto a quella di fissare a priori limiti e/o restrizioni.

D3. Gli obiettivi di efficienza gestionale e di protezione degli interessi degli aderenti sarebbero meglio perseguiti adottando un approccio che, rispetto a quello attuale, consenta una maggiore flessibilità gestionale da un lato, e responsabilizzi maggiormente le forme pensionistiche dall'altro lato, attribuendo loro un ruolo più attivo nel controllo del rischio?

Sì.

2. CRITERI DI GESTIONE

D4. Il vincolo a tenere conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese nella gestione delle disponibilità delle forme pensionistiche dovrebbe essere mantenuto?

No, poiché in contrasto con le disposizioni della Direttiva n. 41/2003 che impedisce di vincolare il risparmio pensionistico a particolari classi di attività: il legislatore ha infatti correttamente ritenuto di non confermare detto vincolo nel d.lgs. n. 252/2005.

D5. Quali tra i seguenti principi di carattere generale dovrebbero essere previsti dalla nuova disciplina?

- a) le forme pensionistiche investono conformemente al principio della “persona prudente”;**
- b) le attività sono investite nel miglior interesse degli aderenti e dei beneficiari;**
- c) le attività sono investite in modo da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;**
- d) le attività sono adeguatamente diversificate per evitare che ci sia un’eccessiva dipendenza da una determinata categoria di attività, emittenti o gruppi di imprese e che nel portafoglio complessivamente considerato vi siano concentrazioni del rischio;**
- e) le forme pensionistiche perseguono la gestione efficiente del patrimonio;**
- f) le forme pensionistiche contengono i costi di transazione, gestione e funzionamento;**
- g) il patrimonio è investito in coerenza con la politica di investimento adottata dalla forma pensionistica;**
- h) le forme pensionistiche si dotano di una struttura amministrativa professionale e tecnica adeguata per la gestione e il monitoraggio dell’investimento e del rischio.**

Tutti i suddetti principi sono pienamente condivisibili e riassumono con completezza i presupposti generali di cui la nuova disciplina dovrebbe essere caratterizzata. Si rileva, peraltro, che il principio della “persona prudente” assorbe in realtà i principi esposti nel seguito: si suggerisce quindi di esplicitare tale concetto aggiungendo, alla lett. a) dopo le parole “persona prudente”, l’espressione “e dunque:”

Si sottolinea, inoltre, la particolare rilevanza del principio sub h), che merita alcune considerazioni specifiche. Come già prassi in uso nel mondo bancario e dell’asset management (le SGR, le SIM, ecc., inoltrano all’Autorità di Vigilanza apposite “Relazioni sull’attività” e “Relazioni sulla struttura organizzativa”) è il fondo pensione che deve individuare il proprio modello gestionale ed appropriati modelli di risk control, strutturandosi poi in modo coerente ai modelli individuati. Inoltre, per quanto riguarda la strutturazione dei fondi pensione, va prefigurato e promosso, attraverso le previsioni della normativa, il ricorso all’outsourcing dei servizi di risk management e risk control.

D6. Dovrebbero essere previsti altri principi oltre a quelli indicati alla domanda precedente?

No.

D7. Dovrebbe essere previsto un obbligo generalizzato di indicare un parametro oggettivo e confrontabile (benchmark) per la verifica dei risultati della gestione?

No, in ragione delle considerazioni espresse sub D1. Si sottolinea, altresì, che esistono gestioni flessibili che, per loro natura, non possono far riferimento a parametri predefiniti.

D8. Dovrebbe essere richiesta l’adozione di un modello e di parametri di monitoraggio del rischio?

Si ritiene condivisibile tale richiesta, ma la scelta va demandata al fondo pensione.

D9. In quale modo la Covip dovrebbe essere coinvolta nel processo di adozione del modello di monitoraggio del rischio? In particolare, è condivisibile un modello di vigilanza secondo il quale da un lato la Covip individua un insieme di strumenti di monitoraggio del rischio ammissibili (safe harbour) e dall'altro lato le forme pensionistiche mantengono la possibilità di chiedere la validazione di ulteriori strumenti?

Il fondo dovrebbe poter scegliere autonomamente - coerentemente con l'attività di investimento e il proprio modello gestionale - e comunicare tale scelta all'Autorità di Vigilanza. L'Autorità di Vigilanza dovrebbe essere coinvolta solo nelle verifiche sull'utilizzo dei modelli attuati.

3. INVESTIMENTI E OPERAZIONI CONSENTITI

D10. In quali categorie di attività dovrebbe essere consentito l'investimento da parte delle forme pensionistiche?

Non dovrebbero essere previste preclusioni per particolari categorie di attività, fermo restando l'obbligo per il fondo pensione di dimostrare di essere adeguatamente strutturato per porre in essere un efficace modello di controllo dei rischi.

L'apertura verso l'utilizzo di altre categorie di investimento deve essere accompagnata da un tempestivo intervento dell'Autorità di vigilanza che dia indicazioni sui criteri da utilizzare per la valorizzazione periodica degli investimenti, in particolare per quanto riguarda gli strumenti finanziari non quotati.

D11. Quali vincoli dovrebbero essere previsti per l'investimento in OICR non armonizzati (divieto per alcune tipologie; limiti quantitativi; investimento subordinato alle capacità gestionali della forma pensionistica; criterio del velo; altri tipi di vincoli)?

In generale solo il vincolo dell'investimento subordinato alle capacità gestionali del fondo pensione. In ogni caso, va rispettata la strategia di impiego in termini di limiti agli investimenti e alla rischiosità comunicata agli iscritti, (criterio del velo, se compatibile con gli OICR utilizzati). Gli OICR non armonizzati devono essere istituiti da emittenti vigilati da Autorità di paesi che hanno accordi con le Autorità italiane.

D12. La deroga che consente l'investimento diretto in immobili ai fondi pensione preesistenti dovrebbe essere mantenuta?

Sì. In generale vanno mantenute tutte le disposizioni in tema di investimenti previste per i fondi preesistenti dal D.M. n. 62/2007.

D13. Il divieto di effettuare vendite allo scoperto dovrebbe essere mantenuto?

Sì, laddove non diventi un impedimento all'investimento in fondi speculativi

4. LIMITI QUANTITATIVI

D14. Il limite quantitativo all'investimento in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo dovrebbe essere mantenuto?

No, fatti salvi, ovviamente i limiti previsti dall'art. 6 del d.lgs. n. 252/2005.

D15. Quali percentuali del patrimonio della forma pensionistica dovrebbero essere indicate?

Qualora si optasse per l'opportunità di mantenere i limiti quantitativi all'investimento in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo, detti limiti dovrebbero essere quelli previsti nella Direttiva n. 41/2003

D16. Le percentuali dovrebbero essere più stringenti nel caso di strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati?

No.

D17. I titoli di Stato dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo? Per quali Stati emittenti dovrebbe valere l'esenzione (OCSE; UE; Stati con rating elevato)?

Si, limitatamente ai titoli emessi da Paesi appartenenti all'OCSE.

D18. Gli OICR dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

Si, fatta salva la coerenza con la strategia di investimento dichiarata.

D19. Gli strumenti finanziari emessi da organismi internazionali dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

Si.

D20. È opportuno mantenere limiti quantitativi per l'investimento in strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati?

No.

D21. Le percentuali dovrebbero essere differenziate a seconda della tipologia di emittente o dello Stato in cui questo o il mercato regolamentato hanno sede?

Vedasi risposta D20.

D22. Quali percentuali del patrimonio dovrebbero essere indicate come limite?

Vedasi risposta D20.

D23. È opportuno mantenere limiti quantitativi per l'investimento in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati?

No.

D24. Quale percentuale del patrimonio dovrebbe essere indicata come limite?

Vedasi risposta D23.

D25. Le percentuali dovrebbero essere differenziate a seconda della tipologia di emittente o dello Stato in cui ha sede?

Vedasi risposta D23.

D26. Gli OICR dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

Si.

D27. Gli strumenti del mercato monetario dovrebbero essere esentati da questo limite quantitativo?

Si.

D28. È opportuno prevedere limiti quantitativi per l'investimento in fondi chiusi mobiliari e immobiliari e in fondi speculativi?

No.

D29. Quali limiti quantitativi dovrebbero essere indicati per il complesso dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari e dei fondi speculativi, per ciascuna tipologia di fondo, per il singolo fondo, per i singoli fondi di fondi?

Vedasi risposta D28.

D30. Oltre ai limiti quantitativi dovrebbero essere previsti altri vincoli (investimento diretto in fondi chiusi subordinato all'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e controllo; disposizioni di tipo procedurale sulla selezione e il monitoraggio degli investimenti; altri vincoli)?

Il criterio che sembra maggiormente rispondente alle esigenze enunciate sub D1, è la verifica dell'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e controllo del fondo.

D31. Le deroghe previste dal DM 62/07 per l'investimento in fondi chiusi immobiliari da parte dei fondi pensione preesistenti dovrebbero essere fatte salve?

Si. In generale, dovrebbero essere mantenute tutte le disposizioni in tema di investimenti previste per i fondi preesistenti dal D.M. n. 62/2007.

D32. È opportuno prevedere limiti quantitativi all'esposizione valutaria del patrimonio delle forme pensionistiche?

No, in ragione delle medesime considerazioni espresse sub D1 e D2.

D33. Quale limite quantitativo dovrebbe essere indicato per l'investimento in attività denominate in valuta diversa da quella in cui saranno erogate le prestazioni pensionistiche?

Vedasi risposta D32.

D34. È opportuno mantenere un limite quantitativo per la detenzione di liquidità da parte delle forme pensionistiche?

No, in ragione delle medesime considerazioni esposte sub D1 e D2.

5. LIMITI ALL'USO DI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

D35. È opportuno prevedere che l'investimento in strumenti derivati sia consentito solo per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione?

Sì, laddove il termine "efficiente gestione" consente l'utilizzo dei derivati anche senza finalità di copertura.

D36. Dovrebbero essere previsti altri vincoli per l'uso di strumenti finanziari derivati?

No, il solo vincolo che va previsto è il rispetto del criterio dell'adeguatezza della struttura amministrativa di gestione e di controllo.

D37. È opportuno vietare operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto che configurano per il fondo un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato?

Sì, laddove compatibile con gli investimenti in fondi speculativi.

6. GESTIONE GARANTITA

D38. È opportuno mantenere l'attuale impostazione, che demanda alle Autorità di settore la definizione di criteri, modalità e limiti per il rilascio della garanzia di rendimento minimo o di restituzione del capitale?

Sì.

7. UTILIZZO DI OICR APERTI NELLA GESTIONE

D39. Quali vincoli dovrebbero essere previsti per l'investimento in OICR (criterio del velo; investimento subordinato al rispetto dei criteri generali di gestione e alla capacità del fondo di verificare il loro rispetto; limite quantitativo; altri vincoli)?

In generale, la verifica di un'adeguata capacità organizzativa e gestionale del fondo per porre in essere un'efficace controllo del rischio. Con riferimento all'investimento in OICR, l'adozione del "criterio del velo".

8. ESENZIONI

D40. Quali forme pensionistiche dovrebbero essere esentate dall'applicazione della nuova disciplina sui limiti agli investimenti?

Fondi preesistenti, così come indicate a pag. 23 del Documento di consultazione e coerentemente con le previsioni del D.M. n. 62/2007, e forme pensionistiche individuali a gestione assicurativa

9. PERIODO TRANSITORIO

D41. È opportuno prevedere un periodo transitorio nel quale i soggetti interessati possano realizzare gli adeguamenti richiesti dalle nuove disposizioni in vista della loro entrata in vigore?

La previsione del periodo transitorio appare necessaria.

D42. Quanto dovrebbe durare il periodo transitorio?

Un periodo di diciotto o ventiquattro mesi potrebbe essere congruo. In ogni caso, il periodo transitorio dovrebbe essere calibrato in coerenza con le innovazioni che il decreto introdurrà per i fondi pensione, consentendo comunque una certa flessibilità pur nell'osservanza, da parte del fondo pensione, di una piena trasparenza del percorso di adeguamento.

PARTE SECONDA: LA DISCIPLINA DEI CONFLITTI D'INTERESSE

D43. Quali adattamenti dovrebbero essere apportati alla disciplina dei conflitti d'interesse prevista dalla direttiva MiFID e dai provvedimenti italiani che la attuano?

La disciplina dei conflitti di interesse prevista dalla Direttiva MIFID deve essere adattata al fine di tener conto che il fondo pensione è un “investitore istituzionale” e non un “intermediario”, categoria alla quale è essenzialmente rivolta la Direttiva. In qualità di investitore istituzionale, il fondo pensione opera principalmente tramite la formalizzazione di convenzioni di gestione e/o di collocamento per la fornitura di altri servizi con intermediari già soggetti alla Direttiva MIFID che, quindi, sono tenuti rispettarne le previsioni anche nei confronti dei fondi pensione.

Conseguentemente, appare necessario tener conto delle differenze fra le diverse tipologie di forme pensionistiche, valorizzando il principio di proporzionalità, con particolare riferimento alle fattispecie dei PIP e delle forme preesistenti gestiti tramite polizza assicurativa.

In generale, un'efficace disciplina dei conflitti di interesse dovrebbe prevedere l'obbligo per la forma pensionistica di definire procedure trasparenti che consentano di individuare i conflitti di interesse e di evidenziarne la rilevanza per la forma stessa, anche tramite la fissazione di adeguate “soglie di rilevanza” (vedasi in particolare la risposta sub D47).

D44. Quale ambito di applicazione dovrebbe avere il modello di gestione dei conflitti d'interesse mutuato dalla direttiva MiFID?

Si richiamano le considerazioni già esposte nella risposta D43.

D45. A prescindere dall'introduzione di un modello generale di gestione dei conflitti d'interesse, mutuato dalla direttiva MiFID, la nuova disciplina sui fondi pensione dovrebbe prevedere disposizioni specifiche per alcune fattispecie di conflitto?

Si richiamano le considerazioni già esposte nella risposta D43.

D46. Quali fattispecie di conflitto dovrebbero essere specificamente disciplinate?

Si richiamano le considerazioni già esposte nella risposta D43. Si sottolinea, peraltro, come appaia particolarmente sensibile il conflitto di interesse determinato da investimenti effettuati in strumenti finanziari emessi dalle fonti istitutive o da società collegate.

D47. In che modo dovrebbero essere disciplinate le fattispecie di conflitto specificamente identificate (comunicazione delle operazioni con o senza una soglia di rilevanza, differenziata a meno a seconda del soggetto interessato?)

Si condivide l'opportunità di introdurre soglie qualitative e quantitative di rilevanza e di tenere anche conto della reiterazione nel corso del tempo delle operazioni.

D48. A quali organi di ciascuna tipologia di forma pensionistica il gestore dovrebbe inviare le comunicazioni relative alle situazioni di conflitto d'interesse?

Si ritiene che le comunicazioni debbano essere inviate al Consiglio di Amministrazione e al responsabile della forma pensionistica.

D49. La decisione circa la comunicazione agli aderenti dovrebbe essere lasciata agli organi dei fondi pensione, ferma restando la possibilità per la Covip di disporre l'obbligo di comunicare specifiche informazioni?

Si condivide l'ipotesi di demandare agli organi delle forme pensionistiche la decisione circa, la comunicazione agli aderenti, fatti salvi i poteri dell'Autorità di vigilanza di emanare disposizioni in merito.

D50. È opportuno mutuare la disciplina dell'articolo 2391 del codice civile per disciplinare i conflitti d'interesse degli esponenti apicali, dei componenti degli organi decisionali e di controllo dei fondi pensione?

Si, con gli adattamenti del caso.

D51. Quali adattamenti dovrebbero essere apportati alla disciplina dell'articolo 2391 del codice civile?

Si ritengono opportuni adattamenti di tipo terminologico.

D52. Quali ipotesi di incompatibilità occorrerebbe prevedere?

Nessuna. Applicando la disciplina dell'art. 2391 C.C. ai fondi pensione le incompatibilità dovrebbero divenire meno problematiche, poiché ogni conflitto di interesse sarà meglio gestito ed evidenziato dai fondi stessi.