



MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Roma, 28 giugno 2012

Osservazioni 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”

Mefop
Tel: 06 48073501
Fax: 06 48073548
E-mail: mefop@mefop.it

Capitale sociale Euro 104.000 i.v. – Codice fiscale e partita iva 05725581002
Registro delle imprese c/o la C.C.I.A.A. di Roma n. 75540/1999
Sede legale 00184 Roma Via Milano, 58
Tel.: 06.48073530 Fax: 06.48073548
mefop@mefop.it – www.mefop.it

Osservazioni 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 di ordine generale

Mefop esprime apprezzamento per lo sforzo compiuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nell'attuare, con lo schema in oggetto, le previsioni del d.lgs. 252/2005 art. 6 comma 5-bis. Le disposizioni in materia di criteri, limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e conflitti di interesse contengono, infatti, una serie di elementi da valutare positivamente.

In primo luogo, si accoglie con favore l'adozione di un approccio che supera l'impianto del decreto 703/96, basato su vincoli quantitativi, a favore di un'impostazione incentrata sulle capacità gestionali e di controllo dei fondi pensione. Il nuovo assetto amplia il ventaglio delle opzioni di investimento accessibili, favorendo la diversificazione del rischio attraverso l'introduzione nel portafoglio di asset decorrelati preclusi dalla normativa vigente. L'ampliamento dell'universo investibile è tuttavia condizionato alle capacità dei fondi pensione di gestire adeguatamente i rischi connessi alla maggiore complessità operativa di tali asset class.

Il principio di proporzionalità tra i gradi di libertà nella definizione dell'asset allocation strategica e l'articolazione del processo di investimento appare coerente con le disposizioni emanate dalla Covip in materia di attuazione della politica di investimento e costituisce un ulteriore stimolo alla responsabilizzazione e alla crescita delle competenze e del know-how dei fondi pensione. La disponibilità di un'adeguata struttura organizzativa diviene un presidio imprescindibile per il processo di investimento dei fondi pensione.

In tal senso, appare condivisibile il ruolo che lo schema di regolamento attribuisce all'Autorità di Vigilanza. La Covip, infatti, può prevedere limiti più vincolanti rispetto a quelli fissati nello schema di regolamento, ove siano presenti condizioni economico-patrimoniali e strutturali tali da giustificare un restringimento dell'universo investibile.

Dall'analisi dei contenuti del provvedimento emergono tuttavia alcuni elementi critici su cui sarebbero opportuni ulteriori approfondimenti, a partire dall'impianto definitorio che non copre in maniera esaustiva tutti gli strumenti finanziari citati nello schema, lasciando adito a dubbi di natura interpretativa.

Con riferimento alle condizioni per l'utilizzo degli strumenti derivati (art. 4 comma 2), pur apprezzando la coerenza del disposto con la regolamentazione Emir attualmente in discussione in sede europea, si

propone di valutare l'opportunità di integrare la previsione in oggetto con eventuali deroghe, ove l'entrata in vigore del decreto che disciplina i limiti di investimento fosse antecedente a quella della suddetta regolamentazione.

Anche alcune previsioni dell'art. 5 sui limiti agli investimenti sono meritevoli di approfondimento. In particolare, i limiti di concentrazione di cui al comma 2, qualora applicati anche agli Oicr, come sembra debba intendersi data la definizione di strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2 del TUF, potrebbero creare difficoltà gestionali ai fondi pensione che, per via di patrimoni esigui, ricorrono a un uso più o meno ampio di Oicr per raggiungere un adeguato grado di diversificazione. Inoltre i limiti di cui al comma 4, lettera f), del medesimo articolo sembrano necessitare di un eventuale raccordo con le previsioni dettate dalla normativa primaria. Si propone anche di valutare l'opportunità di allargare i limiti all'esposizione valutaria, che appaiono molto stringenti rispetto a quelli attualmente vigenti.

Altrettanto apprezzabili sono le disposizioni in materia di conflitto di interesse contenute nello Schema in consultazione: l'adeguamento alla disciplina MiFID – peraltro imposto dalla legge – e l'introduzione del rinvio all'art. 2391 cod. civ. rappresentano un vero passo avanti. Apprezzabile è infine il riferimento alla disciplina delle parti correlate, soprattutto in vista dell'estensione delle nuove regole ai fondi pensione preesistenti i quali, facendo spesso ricorso a servizi erogati dalla parte datoriale, potranno continuare a giovarsene a patto che, come di norma avviene, ciò si traduca in un vantaggio per gli aderenti al fondo.

Si rinvia alle considerazioni di ordine specifico per un approfondimento degli aspetti sopra richiamati.

Considerazioni di ordine specifico

Formuliamo di seguito alcune considerazioni su aspetti specifici dello Schema proposto.

Premessa

Nell'introdurre il principio della “persona prudente”, la premessa allo schema di regolamento prevede il “ricorso a strutture organizzative-professionali, **interne ai fondi**, e a processi decisionali adeguati ...”.

Le disposizioni Covip in tema di politica di investimento consentono ai fondi pensione di esternalizzare le attività svolte dalla funzione finanza. Se interpretata in senso stretto, la previsione dello schema in consultazione potrebbe apparire più restrittiva rispetto alle disposizioni dell'Autorità di vigilanza.

Art. 1 - Definizioni

Non risultano definiti alcuni particolari strumenti citati all'interno dello schema di regolamento. In particolare non è presente la definizione di *mezzi di pagamento* (art. 4, comma 1 e art. 5, comma 1).

Onde evitare ambiguità interpretative potrebbe essere opportuno integrare l'impianto definitorio o, in alternativa, eliminare il riferimento ai mezzi di pagamento nello schema di regolamento.

La lettera l) definisce come mercati regolamentati anche "*gli altri mercati organizzati, specificati nello statuto o nel regolamento del fondo pensione,...*". Nel caso in cui il fondo intenda avvalersi della facoltà di allargare la rosa di riferimento dei mercati regolamentati rispetto a quelli di cui all'art. 47 della direttiva 2004/39/CE, si potrebbe valutare l'opportunità di darne relativa indicazione nella nota informativa anziché nello statuto/regolamento, data l'impostazione generale delle previsioni in esso contenute in tema di gestione del patrimonio.

Art. 4 Investimenti e operazioni consentiti

Comma 1

Tra gli strumenti finanziari in cui possono essere investite le disponibilità dei fondi pensione, si citano gli Oicr. Tuttavia la definizione di strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, del Tuf, richiamato nell'art. 1 dello schema in consultazione, comprende anche le quote di Oicr. Onde evitare ambiguità interpretative riguardo l'eventuale inclusione o meno degli Oicr nella categoria degli strumenti finanziari, presente anche in un successivo passaggio (cfr. commento all'art. 5, comma 2), potrebbe essere opportuno specificare di volta in volta se i vincoli relativi agli strumenti finanziari si applichino o meno anche agli Oicr.

Comma 2

La norma prevede che i fondi pensione possano investire in derivati "esclusivamente per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione". Tale dicitura richiama la lettera d) del primo comma dell'art. 18 della direttiva 2003/41/UE. Tuttavia, il testo della direttiva citata utilizza la congiunzione "o", consentendo in questo caso un utilizzo dei derivati per almeno una delle due finalità. Potrebbe essere pertanto opportuna una riformulazione della norma che richiami in modo più stringente la previsione della direttiva.

Inoltre, la direttiva utilizza il termine "gestione efficace", mentre lo schema di regolamento fa riferimento a una "efficiente gestione". Da un punto di vista terminologico, efficacia ed efficienza hanno significati non del tutto coincidenti; e quindi è opportuno che venga meglio specificato il significato di tale espressione. Anche in altri ambiti, ad esempio quello assicurativo (cfr. Regolamento Isvap n. 36 del 2011, art. 33, comma 1, lettera a), l'utilizzo dei derivati deve essere finalizzato alla riduzione del rischio o a un'efficace gestione. Peraltro, tale normativa definisce quali

operazioni debbano intendersi finalizzate rispettivamente alla riduzione del rischio e alla maggiore efficacia della gestione. Si potrebbe quindi valutare l'opportunità di integrare lo schema in consultazione indicando un'analogia definizione.

Nello schema di regolamento si prevede altresì che l'acquisto del derivato sia subordinato alla presenza di una controparte centrale di compensazione e garanzia. In ambito europeo è in discussione una regolamentazione (Emir) finalizzata a rafforzare la stabilità finanziaria del mercato degli OTC tramite una serie di misure, tra cui la richiesta di compensazione dei contratti attraverso controparti centrali autorizzate. Lo schema in consultazione, pertanto, appare coerente con l'indirizzo seguito a livello europeo. Tuttavia, la nuova disciplina non è stata ancora definita nei dettagli e comunque richiederà dei tempi più o meno lunghi per la sua concreta applicazione negli Stati Membri. Pertanto, nelle more dell'attuazione effettiva della regolamentazione europea – che comunque si applicherà direttamente anche ai fondi pensione – si potrebbe valutare l'opportunità di consentire ai fondi pensione l'utilizzo di contratti derivati privi della compensazione di una controparte centrale, laddove essi siano in grado di dimostrare l'adozione di un'adeguata gestione del rischio di controparte. Se ciò non fosse consentito, finché non saranno realmente in atto le regole comunitarie in materia di derivati, i fondi non potrebbero effettuare coperture con derivati – oggi ammessi – non trattati da controparti centrali.

Quanto all'utilizzo degli standard ISDA, occorre evitare che ciò possa costituire un ostacolo all'utilizzo di derivati oggi comunemente utilizzati. Sarebbe pertanto opportuno valutare se escludere il riferimento a tali standard, limitandosi a richiedere un'adeguata gestione dei rischi tipici dell'operatività in derivati.

Art. 5 Limiti agli investimenti

Comma 2

Lo schema di regolamento prevede limiti di investimento in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto o da soggetti appartenenti al medesimo gruppo. La definizione di strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, del Tuf, richiamato nell'art. 1 dello schema in consultazione, comprende anche le quote di Oicr. Per definizione, quindi, i suddetti limiti dovrebbero applicarsi anche agli Oicr. Tuttavia è prassi operativa dei fondi utilizzare Oicr (in genere istituiti da un medesimo soggetto) per raggiungere un adeguato grado di diversificazione dell'investimento nei comparti con patrimoni esigui. Onde evitare ambiguità interpretative per la norma in oggetto, che avrebbe un impatto rilevante sull'operatività dei fondi pensione, potrebbe essere opportuno valutare la modifica del

successivo comma 3, prevedendo l'esclusione anche degli Oicr dall'ambito di applicazione di tali limiti.

Comma 3

Analogamente a quanto previsto dalla regolamentazione Banca d'Italia in materia di investimenti in Oicr armonizzati, potrebbe essere opportuno precisare che i limiti di concentrazione non si applicano ai titoli emessi o garantiti da enti territoriali degli Stati Membri dell'Unione Europea.

Comma 4

La lettera f) prevede limiti all'investimento in fondi chiusi e fondi alternativi. L'art. 6, comma 1, lettera e), del d.lgs. 252/05 prevede le medesime restrizioni quantitative con riferimento ai soli fondi chiusi. Nel caso di utilizzo di fondi alternativi, lo schema in consultazione sembra restringere i limiti di investimento in fondi chiusi rispetto a quanto previsto dalla normativa primaria. In altri termini, se la normativa primaria consente l'investimento diretto in fondi chiusi fino al 20% del fondo pensione, la possibilità di investimento nello stesso limite in fondi alternativi sembra comprimere il grado di libertà stabilito dalla legge.

Inoltre, limitando l'investimento in fondi chiusi e alternativi al solo 20%, di fatto i fondi pensione non avrebbero a disposizione altri tipi di investimenti con cui raggiungere il – pur consentito – 30% di investimenti non quotati. Conseguentemente il nuovo decreto finirebbe per limitare, di fatto, il massimo degli investimenti non quotati al 20%, in sostanziale violazione del precetto della Direttiva Epap, che impone una libertà minima di investimento in asset non quotati del 30% (attualmente il limite fissato dal Dm 703/96 è del 50%).

Peraltro, in una prospettiva di concorrenza tra fondi italiani e fondi esteri, va segnalato che questa restrizione verrebbe ad applicarsi ai soli fondi pensione italiani, svantaggiandoli rispetto a quelli esteri che dovrebbero accedere al nostro mercato.

La lettera g) prevede che l'investimento in Oicr comunitari ed extracomunitari non armonizzati sia consentito a patto che siano autorizzati alla commercializzazione in Italia. Una simile disposizione, prevista a tutela degli investitori retail, potrebbe apparire ridondante per un investitore professionale, quale è il fondo pensione.

Comma 5

La norma prevede un limite all'investimento in *strumenti finanziari connessi a merci*. La definizione di strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, del Tuf, richiamato nell'art. 1 dello schema in consultazione, comprende diverse tipologie di prodotti finanziari (valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di Oicr, derivati, ...) rendendo di

fatto ambigua la definizione degli strumenti oggetto del presente comma. Potrebbe essere opportuno specificare quali strumenti finanziari sono oggetto del limite del 5%, o integrare l'art. 1 del regolamento in consultazione con una definizione di *strumenti finanziari connessi a merci*. Come ulteriore opzione, a favore di una maggiore semplificazione dello schema di regolamento, si propone di valutare l'eliminazione del limite in oggetto.

Comma 6

Lo schema di decreto limita l'esposizione valutaria non coperta attraverso derivati al 30%. La previsione pone un'importante restrizione rispetto alla normativa attuale, che consente un'esposizione non coperta fino a due terzi del patrimonio del fondo. La norma potrebbe limitare eccessivamente l'obiettivo di diversificazione del fondo pensione. A tal fine potrebbe essere opportuno un innalzamento di tale limite, mantenendo la disciplina stabilita nel Dm 703/96. Tale ultima disciplina, infatti, è pienamente conforme alle disposizioni della Direttiva Epap.

Art. 7 Conflitti di interesse nei fondi pensione negoziali e preesistenti

Data la natura di patrimonio non soggettivizzato di alcuni fondi pensione preesistenti, potrebbe essere opportuno valutare se prevedere per tali fondi l'applicazione delle norme di cui all'art. 8 anziché dell'art. 7. Nei fondi privi di soggettività giuridica, infatti, non vi è un organo di amministrazione distinto da quello dell'ente istitutore, cui peraltro l'art. 2931 cod. civ. si applica già in modo diretto.

Comma 3

Il comma in oggetto prevede che i consigli di amministrazione adottino ogni misura ragionevole per identificare e gestire i conflitti di interesse, relativi a soggetti sia appartenenti al fondo, sia esterni al medesimo. Con riferimento a questi ultimi, potrebbe essere opportuno indicare che i conflitti tra gestori convenzionati e fondo pensione sono soggetti alla disciplina di appartenenza del gestore convenzionato.

Art. 8 Conflitti di interesse nei fondi pensione aperti e Pip

Comma 2

Il comma in oggetto prevede che le società adottino, nella gestione dei fondi pensione aperti e dei Pip, ogni misura ragionevole per identificare e gestire i conflitti di interesse. Potrebbe essere opportuno valutare se eliminare, dall'esemplificazione dei possibili conflitti di interesse, quelli relativi ai soggetti tenuti al versamento della contribuzione per i casi di adesione collettiva.

Comma 4

Il comma in oggetto prevede che il documento sulla politica dei conflitti di interesse sia trasmesso tempestivamente al responsabile della forma pensionistica complementare. Diversamente dall'analogo disposizione di cui all'art. 7, in questo caso non ne è richiesta la trasmissione alla Covip. Potrebbe essere opportuno valutare se prevedere analogo adempimento anche in questo caso.

Comma 6

Il comma in oggetto prevede che, nel caso di operazioni con parti correlate, gli obiettivi perseguiti e l'analisi dei risulti siano illustrati nella relazione al rendiconto del fondo pensione, nonché nelle relazioni degli anni successivi fino a quando l'operazione continua a produrre i suoi effetti. Potrebbe essere opportuno valutare l'eventuale eliminazione del comma in quanto la disciplina sulle parti correlate è già applicabile ai soggetti istitutori dei fondi pensione aperti e Pip.

Art. 9 Incompatibilità

L'art. 9 prevede l'incompatibilità tra lo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel fondo pensione, da un lato, e nel gestore convenzionato e nella banca depositaria, dall'altro. La legge, tuttavia, prevede la rappresentatività paritetica degli organi di amministrazione dei fondi. Onde evitare che l'articolo in oggetto contrasti con il suddetto principio, potrebbe essere opportuno valutare se prevedere una specifica deroga per i fondi pensione del settore bancario la cui depositaria coincida con la parte datoriale, eventualità esplicitamente ammessa dai recenti orientamenti interpretativi in materia.

Art. 10 Entrata in vigore e norme transitorie

L'art. 10 prevede che i fondi autorizzati all'esercizio dell'attività alla data di entrata in vigore del decreto si adeguino alle disposizioni entro 18 mesi. Si potrebbe valutare l'opportunità di integrare l'articolo in oggetto prevedendo che i fondi pensione, adeguatisi alle disposizioni prima della chiusura della fase di transizione, possano investire le proprie risorse nel rispetto dei limiti del suddetto decreto, previa comunicazione alla Covip.