

Spett.le
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione IV

dt.direzione4.ufficio4@dt.tesoro.it
nicola.mango@tesoro.it

Vostro riferimento

http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_publiche/consultazioni_publiche_online_corrente/attenuazione_art_14.html

Nostro riferimento

E-mail

Vincenzo.LaMalfa@dlapiper.com

Roma, 4 dicembre 2014

Esclusivamente via email

Oggetto: Consultazione sullo schema di regolamento ministeriale di attuazione dell'articolo 14, comma 3, del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito con modificazioni dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario.

Egregi Signori,

Innanzitutto si intende esprimere soddisfazione per l'opportunità concessa da Codesto Ministero di partecipare alla consultazione in oggetto (la "**Consultazione**"), alla quale si confida di poter fornire un contributo utile e fattivo con i commenti e le osservazioni di seguito riportate.

1. Premessa

Il presente documento prende in esame lo Schema di regolamento ministeriale recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario (lo "**Schema di Decreto**") pubblicato in data 14 novembre 2014 e la cui consultazione resterà aperta sino al 5 dicembre 2014.

In particolare, si intende fornire alcuni spunti generali di commento nonché alcune osservazioni più specifiche sul testo dello Schema di Decreto che sono emerse nel corso dello svolgimento della nostra attività professionale, anche

DLA Piper Studio Legale Tributario Associato è parte di DLA Piper, uno studio legale globale operante mediante soggetti giuridici autonomi e indipendenti.

I soci di DLA Piper Studio Legale Tributario Associato sono: Francesco Novelli, Wolf Michael Kühne, Federico Sutti, Olaf Schmidt, Bruno Giuffrè, Stefano Modenesi, Francesco Cerasi, Antonio Lombardo, Rodolfo Errore, Giangiacomo Olivi, Giorgia Romitelli, Roberto Valenti, Goffredo Guerra, Fabrizio Morelli, Francesca Sutti, Guido A. Inzaghi, Mario D'Ovidio, Paolo Zamberletti, Antonio Tomassini, Giampiero Falasca, Domenico Gaudiello, David M. Marino, Matteo Falcione, Marco Zechini, Francesco M. Aleandri, Raffaella Quintana, Alessandro Boso Caretta, Francesco Ferrari, Gualtiero Dragotti, Fabio del Bene, Alessandro Piermanni, Fabrizio Capponi⁽¹⁾, Ugo Calò, Francesco De Blasio, Matteo Mancinelli, Giovanni Ragnoni Bosco Lucarelli, Francesco Satta, Federico Vanetti, Federico Zucconi Galli Fonseca, Michael Bosco⁽²⁾, Agostino Papa, Giulio Coraggio

⁽¹⁾Iscritti all'Ordine dei Dottori Commercialisti
⁽²⁾Iscritto alla New York Bar

Un elenco degli uffici e delle norme regolamentari applicate è disponibile su www.dlaniner.com

da confronti avutisi con operatori del mercato e Casse di Previdenza. Ciò al fine di - se possibile - suggerire l'adozione di talune modiche che, qualora apportate in sede di emanazione definitiva del regolamento, potrebbero rendere lo stesso ancor più confacente alla realtà e alle esigenze delle Casse Previdenziali.

2. Esame dello Schema di Decreto e principali osservazioni

A) Osservazioni di ordine generale

A.1 Criteri di investimento

L'art. 5 dello Schema di Decreto in tema di "*Criteri di investimento*" da perseguire da parte delle Casse di Previdenza, evidenzia, tra gli altri, i criteri generali di "*sicurezza, redditività e liquidabilità degli investimenti*", nonché di ottimizzazione della combinazione "*redditività-rischio*", di adeguata diversificazione e di efficiente gestione volta a ottimizzare i risultati contenendo i costi di transazione, gestione e funzionamento.

Le modalità tramite cui perseguire i suddetti criteri dovrebbero essere autonomamente vagliate dagli enti in rapporto alle proprie caratteristiche dimensionali e alla consistenza del proprio patrimonio, e successivamente detti criteri presentati in maniera coerente e specifica nel Documento sulla politica di investimento (di cui all'art. 7), in tale ultimo caso quale obbligo di nuova introduzione.

Osservazioni:

(i) Da un punto di vista generale sembrerebbe di poter dire che l'esplicitazione dei criteri di investimento suddetti, in assenza di una specifica ulteriore indicazione minimale nello Schema di decreto in ordine all'asset allocation da realizzarsi da parte degli enti, possa lasciare ampia libertà agli enti in ordine alla selezione delle categorie di attività nelle quali investire.

Tuttavia, un dato costante che emerge dalla prassi è che l'asset allocation (specialmente sui patrimoni che guardano per esigenze statutarie e per esigenze legislative al lungo periodo) costituisca la parte di gran lunga preponderante quanto agli impatti economico-finanziari sulle scelte di investimento complessive da realizzarsi da parte di soggetti quali le Casse di Previdenza.

(ii) A tal riguardo, da quanto si comprende dall'art. 7 dello Schema di Decreto, le scelte in tema di asset allocation delle risorse dell'ente dovrebbero confluire nel Documento sulla politica di investimento.

Peraltro, ed in stretta correlazione con quanto sopra precisato, emerge che i limiti agli investimenti dettati dall'art. 9 dello Schema di Decreto sono principalmente volti a stabilire soglie massime di esposizione rispetto a determinate attività/emittenti, ma di fatto prevedendo possibilità di investimento (praticamente illimitate) per taluni tipi di strumenti e classi di attività e/o di rischio.

Pertanto, ci si chiede se l'enucleazione dei principi contenuta all'art. 5 dello Schema di Decreto possa effettivamente portare la COVIP o i Ministeri Vigilanti (in assenza di più precise linee guida in tema di asset allocation all'interno dello Schema di Decreto) ad intervenire (ed in tal caso con quali mezzi) sulla singola Cassa di Previdenza nel caso di approvazione di un Documento sulla politica di investimento che sia considerato non conforme con i principi di cui all'art. 5 suddetti.

B. Commenti specifici sul testo dello Schema di Decreto - Articolo 8 Investimenti ed operazioni consentiti

- a) L'art. 8, comma 2, lett. (a) dello Schema di Decreto prevede la possibilità di concludere operazioni di pronti contro termine e prestito titoli;

Commento: a tal riguardo non è chiaro per le operazioni in questione:

(i) quale debba essere - e se vi sia a priori - l'orizzonte temporale massimo predefinito, ovvero se una soglia del genere possa essere dettata da ciascun ente nel proprio Documento sulla politica di investimento;

(ii) se i sottostanti di operazioni di pronti contro termine e prestito titoli possano essere tutte le asset classes (predefinite da ciascun ente nel Documento sulla politica di investimento) e nei limiti indicati dagli articoli 8 e 9 dello Schema di Decreto.

- b) L'art. 8, comma 2 dello Schema di Decreto prevede la possibilità di detenere strumenti di "liquidità"; laddove la definizione di "liquidità" fornita all'art. 1 include tutti gli strumenti del mercato monetario di cui all'art. 1-ter del TUF, "con vita residua non superiore a sei mesi".

Commento: su tale aspetto ci si chiede se vi sia una ragione particolare per la scelta dell'orizzonte temporale a "sei mesi". In particolare, sembrerebbe che la definizione e il concetto stesso di "liquidità" per come utilizzato nello Schema di Decreto possa far

sorgere dei dubbi e/o mostrare sensibili differenze con quanto invece previsto a livello europeo sul tema e le caratteristiche della "liquidità" degli strumenti e dei mercati finanziari, con la nuova regolamentazione di cui alla Direttiva 2014/65/EU ("MIFID II") nonché al Regolamento 600/2014 ("MIFIR").

B.2 Limiti agli investimenti - Articolo 9 dello Schema di Decreto

- c) All'art. 9, comma 1 dello Schema di Decreto si prevede attualmente che la somma di tutti gli strumenti finanziari "non negoziati sui mercati regolamentati" **più** di tutti gli investimenti in FIA (di qualsiasi tipo essi siano, compresi i fondi chiusi) debba rimanere all'interno del **30%** delle <<disponibilità complessive dell'ente>>.

Commento: si richiede di precisare se con tale ultima locuzione di <<disponibilità complessive dell'ente>> si faccia riferimento - come sembrerebbe - al totale degli attivi per come risultanti dal bilancio dell'ente non, invece, al totale dell'esposizione delle attività e passività per come detenute dall'ente a "valori correnti" di cui al nuovo Prospetto informativo introdotto all'art. 6 dello Schema di Decreto.

- d) All'art. 9, comma 1, si precisa inoltre che gli OICVM e i depositi bancari si considerano sempre "come se fossero" strumenti negoziati sui mercati regolamentati, e che - al contrario - gli OICR diversi dagli OICVM (quindi in tale categoria ricomprendendo anche tutti i FIA) si considerano sempre come strumenti negoziati in mercati **non** regolamentati, e ciò a prescindere dal fatto se tali fondi OICR siano o meno negoziati in mercati regolamentati;

Commento: a tale riguardo, e benché si comprenda la decisione volta a privilegiare strumenti negoziati su mercati regolamentati, non si comprende la scelta regolamentare di escludere a priori gli OICR dal calcolo degli strumenti negoziati in mercati regolamentati, anche nel caso in cui tali strumenti fossero effettivamente negoziati su mercati regolamentati.

Si tratterebbe di una differenziazione che non troverebbe riscontro in nessun dato concreto e che rischierebbe di risultare arbitraria, anche dal momento che per accedere alla negoziazione su mercati regolamentati gli OICR dovrebbero garantire comunque una adeguata trasparenza ed avere una efficace politica di diversificazione del rischio.

Da un punto di vista più generale si ritiene possibile affermare che la scelta regolamentare di privilegiare gli investimenti in strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati possa comunque non trovare un efficace riscontro dalla prassi. Risulta infatti che molti degli strumenti ad esempio obbligazionari più "liquidi" e maggiormente scambiati sul mercato non siano attualmente quotati (per lo meno non su "mercati regolamentati"), sebbene siano emessi da emittenti di primario standing e ne vengano scambiati grossi volumi quotidianamente. Allo stesso tempo, la presenza di una quotazione su mercati regolamentati non garantisce né in astratto la "liquidità" dello strumento (vedasi a tal riguardo anche la Comunicazione CONSOB n. 2 marzo 2009, n. 9019104) né - ovviamente - il fatto che si tratti di strumenti aventi un adeguato livello di rischio per una Cassa di Previdenza.

Peraltro (e la questione appare dirimente anche rispetto al trattamento favorevole assegnato agli OICVM che sono considerati strumenti sempre "come se fossero" negoziati in mercati regolamentati) le previsioni dell'art. 9 dello Schema di Decreto finiscono per rendere facilmente accessibili agli enti strumenti che per loro natura prevedono una adeguata diversificazione del rischio ma che, per l'appunto, sono spesso costruiti per investitori di tipo "retail" e che comunque hanno prospettive di investimento non di lungo periodo e non aventi esigenze di tipo "pensionistico" come le Casse di Previdenza. Al contrario si finirebbe per disincentivare l'investimento in altri strumenti che, benché non negoziati su mercati regolamentati o - come nel caso degli OICR - a prescindere dalla loro negoziazione sui mercati regolamentati, possono essere costruiti e pensati guardando alle esigenze pensionistiche e di lungo periodo tipiche delle Casse di Previdenza.

A ciò si aggiunga infine che il concetto di "mercato regolamentato" definito dallo Schema di Decreto appare riduttivo, se non altro in relazione al fatto che con l'entrata in vigore della nuova regolamentazione MIFID II e MIFIR si assisterà ad un progressivo allargamento degli spazi di competitività e di utilizzo (su basi altrettanto trasparenti e sicure) anche di altre forme di mercati organizzati (quali i Sistemi Multilaterali di Negoziazione, i Sistemi Organizzati di Negoziazione e finanche gli Internalizzatori Sistemici). Pertanto potrebbe essere più opportuno modificare il riferimento definitorio di "mercato regolamentato" di cui all'art. 1 dello Schema di Decreto andando a coprire anche le altre "Sedi di Negoziazione" per come definite all'art. 4 della Direttiva 2014/65/UE.

- e) L'art. 9, comma 2, dello Schema di Decreto prevede un limite di investimento del 5% in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente (o 10% da emittenti di uno stesso gruppo). Il comma 3 dello stesso articolo, invece, prevede che dette limitazioni **non** trovino applicazione rispetto all'investimento in OICVM, FIA italiani non-riservati, e FIA UE/non UE "non-riservati", in tanto in quanto autorizzati alla commercializzazione in Italia ai sensi dell'art. 44, comma 5 e ss. TUF.

Commento: la suddetta differenziazione che viene introdotta tra FIA italiani non-riservati e FIA UE non-riservati e il resto dei FIA se da un lato può apparire comprensibile, potrebbe però non cogliere esattamente nel segno.

In particolare, potrebbe ritenersi che obiettivo del regolatore in questo caso sia quello di non incentivare l'accesso ad investimenti (in misura superiore al 5% del patrimonio dell'ente) in strutture FIA che - ad esempio - non prevedano al loro interno una minima diversificazione del rischio di investimento. Tuttavia, la differenziazione tra FIA Italiani e UE riservati e non riservati (e nel caso dei FIA UE la necessaria preventiva autorizzazione della CONSOB alla commercializzazione in Italia anche nei confronti del pubblico di investitori non professionali) potrebbe risultare uno strumento non adeguato, o comunque sproporzionato rispetto all'effetto desiderato.

A tal riguardo, infatti, si potrebbero definire in sede di regolamento una serie di caratteristiche minime (quali ad esempio una adeguata diversificazione del rischio e di asset classes, etc) che i FIA (di qualunque tipo) dovrebbero rispettare per poter ricadere nella categoria di investimenti cui non si applicherebbero i limiti di cui all'art. 9, comma 2 suddetto. Ciò permetterebbe di evitare il richiamo a categorie definitorie (FIA Italiani/Ue riservati/non riservati) che, ancora una volta, potrebbero mal conciliarsi con le esigenze di investimento di lungo periodo delle Casse di Previdenza, finendo col favorire l'investimento da parte di soggetti istituzionali e con finalità "pensionistiche" e di lungo periodo in strumenti strutturati per l'appunto per un pubblico "non riservato" e quindi spesso disegnati su esigenze diverse (di breve periodo) da quelle perseguite dalle Casse di Previdenza.

- f) All'art. 9, comma 7 dello Schema di Decreto si prevede che l'investimento in OICR sia consentito purché gli strumenti in questione non permettano di superare e/o deviare dai criteri e limiti di investimento altrimenti dettati dallo Schema di Decreto e/o fissati nel Documento sulla politica di investimento degli enti; in particolare il criterio del "*look through*" dovrebbe consentire agli enti di vagliare (su base preventiva nonché continuativa) i criteri e le regole di investimento degli strumenti

OICR al fine di valutarne la compatibilità anche con i limiti applicabili agli enti stessi. Inoltre, l'art. 9, comma 7, lett. e) dello Schema di Decreto delinea (a) un limite massimo del 20% delle disponibilità dell'ente investibili in FIA (di qualsiasi tipo, compresi i fondi chiusi e a prescindere dal fatto se siano negoziati su mercati regolamentati o meno) e (b) un limite massimo di assunzione del 25% del valore del FIA (di qualsiasi tipo, compresi i fondi chiusi e a prescindere dal fatto se siano negoziati su mercati regolamentati o meno).

Commento: si ritiene che la previsione di cui all'art. 9, comma 7 introduca dei limiti e dei principi corretti e comprensibili. Tuttavia, rispetto alla prospettazione generale che viene fatta nell'art. 9, comma 7, non appare essere del tutto coerente né efficace l'introduzione dei due limiti di cui alla lettera (e) dell'art. 9, comma 7.

In particolare, possono esservi strumenti FIA (o fondi chiusi) che vengono pensati e costruiti sulla base delle esigenze stesse del soggetto (istituzionale) che ne faccia richiesta. Ci si riferisce ai FIA che consentono di avere una flessibilità pressoché totale al momento del loro lancio e costituzione e che quindi ben si presterebbero ad essere efficacemente predisposti direttamente sulle esigenze di investimento ed in linea con i criteri ed i limiti di investimento applicabili ad una Cassa di Previdenza.

In sostanza, quanto perseguito dallo regolatore con l'introduzione del principio del "look through" sarebbe molto più efficacemente perseguito nei casi in cui i FIA venissero costruiti sulla base delle esigenze e delle indicazioni di un ristretto numero di investitori (o al limite di un singolo investitore).

Pertanto, le limitazioni del 20% (come limite massimo di investimento in strumenti FIA), e a maggior ragione quella del 25% del valore del singolo FIA, non sembrano rispondere adeguatamente ai principi generali e agli obiettivi prefissati dal regolatore nello stesso articolo 9, comma 7. Inoltre, è noto che in taluni paesi europei dove la normativa sui gestori di FIA è già stata interamente implementata si prevedono dei fondi alternativi FIA che nascano fin dal principio come fondi "ad investitore unico" proprio per cercare di creare strutture di fondi di investimento in tutto e per tutto cuciti "su misura" sulle esigenze del singolo investitore (professionale).

Peraltro, dal tenore del testo in consultazione non è chiaro se, in assenza di ulteriori specificazioni e/o chiarimenti, la suddetta limitazione del 25% del valore del FIA debba trovare applicazione solo nel caso in cui non ci si trovi innanzi a strutture del tutto peculiari

che siano state create appositamente come "ad investitore unico" e quindi per l'ente che intenda investirvi.

Infine, ed anche ricollegandoci a quanto sopra già riportato, si ritiene che la stessa limitazione al 20% per l'assunzione di posizioni in FIA (genericamente intesi) possa risultare di tipo troppo "generico", dal momento che la categoria dei "FIA" è alquanto vasta e può ricomprendere tra loro strumenti anche molto diversi. In tal senso, si potrebbe invece attuare una limitazione guardando ai criteri e ai limiti di investimento assunti (per obblighi regolamentari o statutari) dai vari FIA, applicando la misura massima del 20% dell'investimento solo a quei FIA che non prevedano adeguati meccanismi di selezione e diversificazione del rischio e delle asset classes di investimento, definendo delle soglie a priori nel regolamento.

- g)** Ai commi 8 e 9 dell'art. 9 dello Schema di Decreto si consente agli enti di assumere esposizione verso strumenti finanziari collegati a merci entro il limite del 5%, ed esposizione valutaria, entro il limite del 30% (al netto delle coperture) delle disponibilità complessive dell'ente.

Commento: la limitazione concernente l'esposizione in valuta, peraltro da considerarsi senza avere riguardo alle eventuali coperture dell'ente, appare poco in linea con i restanti limiti previsti nel medesimo articolo 9, in modo particolare se rapportate con i limiti applicabili alle posizioni in OICR e/o FIA. A tal riguardo, i rischi che si potrebbero generare da un'esposizione dell'ente in strumenti aventi valuta diversa dall'euro (fino al 30% del patrimonio dell'ente) potrebbero essere non facilmente calcolabili a priori.

Inoltre, si reputa opportuno che venisse chiarito se l'esposizione valutaria di cui ai commi 8 e 9 debba essere assunta dall'ente facendo ricorso a strumenti che siano comunque in linea con i criteri e le limitazioni fornite con le restanti previsioni dello Schema di Decreto.

B.3 Entrata in vigore e norme transitorie - Articolo 13

- h)** L'art. 13, comma 2 dello Schema di Decreto stabilisce che gli enti avranno 5 anni di tempo per adeguarsi ai limiti indicati nello Schema di Decreto in relazione alle previsioni concernenti gli "investimenti immobiliari"; con tale definizione all'art. 1 si indicano (i) beni immobili e diritti reali immobiliari; (ii) quote di fondi immobiliari di cui all'art. 1, comma 1(d-bis) del DM 228/99; (iii) azioni o quote di società immobiliari di cui all'art. 1(g-bis) del DM 228/99.

Precedentemente, l'art. 9, comma 4 dello Schema di Decreto precisava che gli investimenti in “beni immobili e diritti reali immobiliari” dovranno essere mantenuti entro il limite del 20% del patrimonio dell'ente.

Commento: su tale aspetto si richiede di confermare che la norma suddetta debba essere interpretata per come segue: le Casse di Previdenza avranno 5 anni di tempo dall'entrata in vigore del regolamento per adeguarsi ai limiti concernenti gli investimenti immobiliari, e cioè per:

- (i) detenere massimo il 20% del proprio patrimonio in immobili e diritti reali immobiliari, e
- (ii) detenere entro i limiti di cui all'art. 9 dello Schema di Decreto quote di fondi immobiliari e quote di società immobiliari.

* * *

Nel ringraziarVi per l'opportunità offerta di partecipare alla consultazione in questione, si resta ovviamente a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento di cui doveste necessitare.

Con i migliori saluti,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Vincenzo La Malfa'.

Avv. Vincenzo La Malfa
Senior Associate
DLA Piper
Studio Legale Tributario Associato