



Gli investimenti non tradizionali: il quadro normativo e le tendenze in atto

Roma, 12 luglio 2012

Stefania Luzi e Paolo Pellegrini

Agenda: il quadro normativo

- **Il nuovo approccio del regolamento in consultazione**
- **Attività ammesse e limiti agli investimenti**

Il nuovo approccio del regolamento in consultazione

- **Principi e criteri di gestione**
- **Obbligo di esporre un parametro oggettivo (non necessariamente il benchmark)**
- **Modello organizzativo di gestione e controllo del rischio**
- **Investimento ammesso se il fondo è in grado di gestire e controllare (l'Autorità di vigilanza controlla costantemente)**
- **alcuni limiti quantitativi verrebbero mantenuti**

Il nuovo approccio del regolamento in consultazione

...frattanto la regolamentazione Covip sta preparando il terreno al nuovo approccio...

- **Delibera Covip 16 marzo 2012**

(ne abbiamo parlato il 29 maggio a Roma e il 31 maggio a Milano – materiali su www.mefop.it)

Attività ammesse e limiti agli investimenti

DM 703/96

- Le disponibilità possono essere investite **in titoli di debito, titoli di capitale, parti di OICVM, quote di fondi chiusi.**
- I fondi pensione possono inoltre:
 - effettuare operazioni di pronti contro termine ed il prestito titoli
 - detenere liquidità
 - effettuare operazioni in contratti **derivati.**
- **Divieto di effettuare vendite allo scoperto.**

Schema di regolamento

- Le disponibilità dei fondi pensione possono essere investite in **strumenti finanziari, OICR, depositi bancari, mezzi di pagamento...**
- **I derivati**
- **Non sono ammesse vendite allo scoperto, né operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto.**

Attività ammesse e limiti agli investimenti

▪ Limiti agli investimenti

- Limite minimo agli investimenti in strumenti finanziari quotati: 70%
 - OICR armonizzati sono equiparati agli strumenti finanziari quotati
 - Mercati regolamentati: UE e mercati indicati dal fondo
- Limite di concentrazione: 5-10% (non vale per i titoli di Stato; vale per gli OICR?)
- Limite all'esposizione valutaria: max 30% non euro
 - 703: max 66%
 - Direttiva: consentire almeno 30% non euro

Attività ammesse e limiti agli investimenti

- **Limiti agli investimenti**

- Derivati ammessi per copertura o gestione più efficiente
 - Controparte centrale/affidabile
 - ISDA
- Strumenti finanziari connessi a merci: 5%

Attività ammesse e limiti agli investimenti

▪ Limiti agli investimenti

- OICR ammessi se
 - motivare l'investimento (dimensioni, politica di investimento, efficienza ed efficacia)
 - coerenza con la politica di investimento del fondo pensione
 - concentrazione del rischio compatibile con i parametri definiti dal fondo
 - capacità di monitorare il rischio; rispetto dei **principi e criteri**
 - non comporti oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti
 - fondi chiusi e alternativi entro il 20% del patrimonio del fondo pensione e il 25% del patrimonio del fondo chiuso/alternativo
 - OICR non armonizzati: 1. autorizzati alla commercializzazione in Italia; 2. accordi di cooperazione

Attività ammesse e limiti agli investimenti

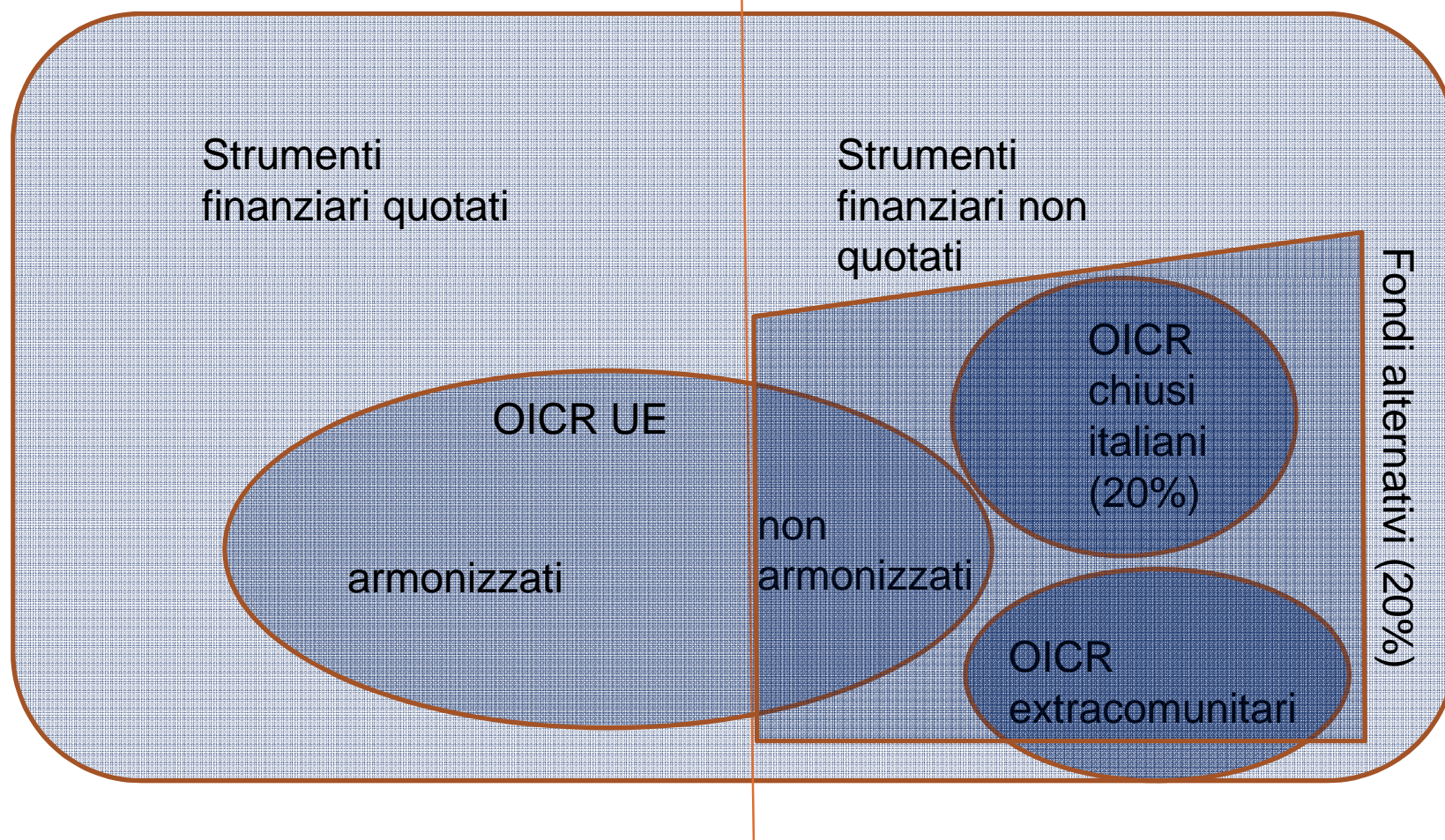


MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

■ Un disegno...

Quotato: min 70%

Non quotato: max 30%





MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Vecchia e Nuova disciplina a confronto

703/96

- ▶ **Molte tipologie di attività non sono ammesse**
- ▶ **Limitazioni solo formali**
 - Tutti i titoli oggetto di scandalo (Cirio, Parmalat, Argentina, sub-prime, Lehman) sarebbero comunque ammissibili
- ▶ **Parametri oggettivi**
 - Solo il BMK: divieto implicito di
 - Strategie gestionali non coerenti con il BMK
 - Impiego di strumenti finanziari che dovrebbero essere ammessi (es. Private equity)

Schema di regolamento

- **Tendenzialmente sono ammessi tutti i tipi di impiego...**
- **... però si applicano delle limitazioni sostanziali**
 - Non è ammesso ciò che il fondo non è in grado di gestire/monitorare (l'Autorità di vigilanza controlla)
- **Parametri oggettivi**
 - Il BMK o altri indicatori (se il BMK non è coerente con la tipologia di gestione adottata)

Limiti agli investimenti in sintesi: il 703



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Mercato	Paesi OCSE	Paesi non OCSE	Organismi Internazionali (almeno 1 paese UE)	Soggetti residenti paesi OCSE			Soggetti non residenti paesi OCSE		Max	Limite per emittente
				Titoli di debito	Titoli di capitale	Sub Totale	Titoli di debito	Titoli di capitale		Altri
Non Negoziati in UE, USA, CAN, GIAP	50	0	50	20	10	20	0	0	50	5
Negoziati in UE, USA, CAN, GIAP	100	5	100	100	100	100	5	5	100	15
Liquidità									20	
Fondi chiusi									20	25 del fondo target
Divisa Euro									100	
Divisa non Euro									66	
Totale azioni quotate dell'emittente										5 (azioni con diritto di voto)
Totale azioni non quotate dell'emittente										10 (azioni con diritto di voto)
Azioni o quote di soggetti tenuti al versamento della contribuzione									20 (30 se FP di categoria)	
Per i soli fondi aziendali, strumenti finanziari emessi da soggetti tenuti al versamento della contribuzione									5 in impresa; 10 in gruppo	

Limiti agli investimenti in sintesi: la proposta MEF



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Emittente Mercato	Max	Limite per emittente
		Altri
Non Negoziati	30	5 in impresa; 10 in gruppo (non per Paesi OCSE e org. Int.li)
Negoziati	100	
Fondi chiusi Fondi alternativi	20	25 del fondo target
Merci	5	
Divisa Euro	100	
Divisa non Euro	30	
Totale azioni quotate dell'emittente		5 (azioni con diritto di voto)
Totale azioni non quotate dell'emittente		10 (azioni con diritto di voto)
Azioni o quote di soggetti tenuti al versamento della contribuzione	20 (30 se FP di categoria)	
Per i soli fondi aziendali, strumenti finanziari emessi da soggetti tenuti al versamento della contribuzione	5 in impresa; 10 in gruppo	

Deroghe per i fondi preesistenti

- **DM 62/07**
- **Applicazione DM 703/96 a decorrere dal 31 maggio 2010**
- **Deroghe che permangono:**
 - Gestione assicurativa
 - Gestione immobiliare diretta (max 20% entro 31.5.2012)
 - Gestione convenzionata/depositaria entro il 31.5.2012
 - Concessione/assunzione prestiti

- **Specificità da regolare**
 - ALM: materia già regolata
 - Selezione dei gestori, se gestione convenzionata
 - Ruolo banca depositaria

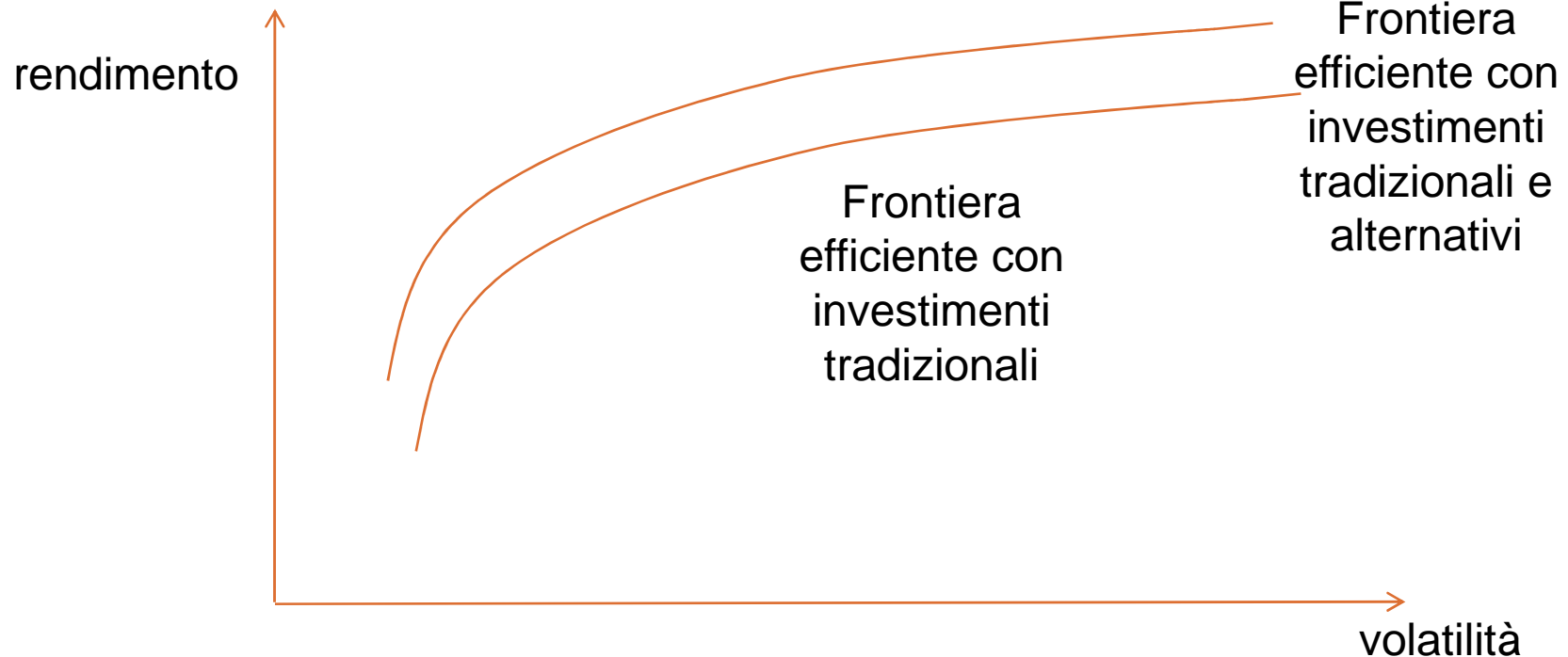
Agenda: le tendenze in atto

- **Perché investire in strumenti alternativi**
- **Cosa succede all'estero: i dati di mercato**
- **Il “sentiment” dei fondi pensione italiani**



MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Perché investire in asset class alternative



- **Maggiore diversificazione → beneficio sul rendimento atteso...**
- **Offerta di rendimenti in controtendenza rispetto a quelli conseguiti dalle altre asset class**
- **Tuttavia è bene tenere in considerazione che...**

Perché investire in asset class alternative

- **...la volatilità non è l'unica variabile rilevante**
 - Come ponderare l'holding period e il diverso grado di liquidità delle asset class alternative?
- **Le correlazioni esplodono in fasi di crisi dei mercati**
- **Non esistono “pasti gratis”**
 - Una redditività attesa più elevata è sempre compensata da un maggiore grado di rischio

Le disposizioni sul processo di attuazione delle politiche di investimento

Art. 4 Criteri di attuazione della politica di investimento

b) gli strumenti finanziari nei quali si intende investire e i rischi connessi.

Il documento riporta le valutazioni effettuate circa l'opportunità dell'impiego di strumenti cosiddetti alternativi, derivati e OICR 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). Il documento dà conto delle cautele adottate in caso di investimenti in strumenti cosiddetti alternativi, in derivati e in OICR non armonizzati. La peculiarità di questi strumenti (ad es. scarsa liquidabilità, difficoltà di valutazione, limitata trasparenza anche con riferimento alle possibili ipotesi di conflitti di interesse, elevati rischi operativi) richiede una più rigorosa attività di analisi e verifica. Il documento deve evidenziare che l'investimento in strumenti alternativi e in OICR può essere effettuato qualora siano chiaramente esplicitati 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 (*lock up period*). La forma pensionistica deve poter disporre dei flussi informativi occorrenti per un'adeguata valutazione dell'investimento effettuato e per predisporre le segnalazioni periodiche da inviare alla COVIP. 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 (affidabilità degli emittenti/controparti, nazionalità degli emittenti, mercati di negoziazione degli strumenti finanziari, ecc.) per ogni (o per le principali) classe di attività individuata;

Cosa succede all'estero: il caso delle fondazioni americane



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

<i>numbers in percent (%)</i>	Total Institutions			Over \$1 Billion			\$501 Million-\$1 Billion			\$101-\$500 Million			\$51-\$100 Million			\$25-\$50 Million			Under \$25 Million		
	842	850	823	52	60	73	60	66	66	219	226	251	164	169	162	137	145	134	210	184	137
	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11
Domestic equities	18	15	16	14	11	12	20	18	18	26	25	27	34	31	32	37	35	37	38	40	41
Fixed income	13	12	10	10	10	9	14	14	11	17	17	15	21	21	20	23	24	22	27	27	25
International equities	14	16	17	12	15	16	17	17	19	17	17	18	17	18	18	15	16	17	13	13	14
Alternative strategies	51	52	53	61	60	60	43	45	46	33	35	35	22	24	23	18	17	18	13	12	10
Short-term securities/cash/other	4	5	4	3	4	3	6	6	6	7	6	5	6	6	7	7	8	6	9	8	10

Fonte: Nacubo – Common Study of endowments (2011)

Cosa succede all'estero: il caso delle fondazioni americane



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

<i>numbers in percent (%)</i>	Total Institutions		Over \$1 Billion		\$501 Million-\$1 Billion		\$101-\$500 Million		\$51-\$100 Million		\$25-\$50 Million		Under \$25 Million	
Responding institutions	716	708	58	69	62	62	212	236	145	141	112	107	127	93
	'10	'11	'10	'11	'10	'11	'10	'11	'10	'11	'10	'11	'10	'11
Type of investment														
<i>Private equity (LBOs, mezzanine, M&A funds and international private equity)</i>	24	24	25	26	21	22	17	18	13	13	8	10	10	8
<i>Marketable alternative strategies (hedge funds, absolute return, market neutral, long/short, 130/30, event-driven and derivatives)</i>	41	38	38	34	46	45	55	53	58	55	60	62	59	60
<i>Venture capital</i>	6	7	7	8	7	7	4	4	2	4	3	3	5	4
<i>Private equity real estate (non-campus)</i>	10	12	11	13	8	8	6	7	10	10	10	9	7	9
<i>Energy and natural resources (oil, gas, timber, commodities and managed futures)</i>	14	15	14	15	11	13	13	14	13	14	13	13	10	12
<i>Distressed debt</i>	5	4	5	4	7	5	5	4	4	4	6	3	9	7

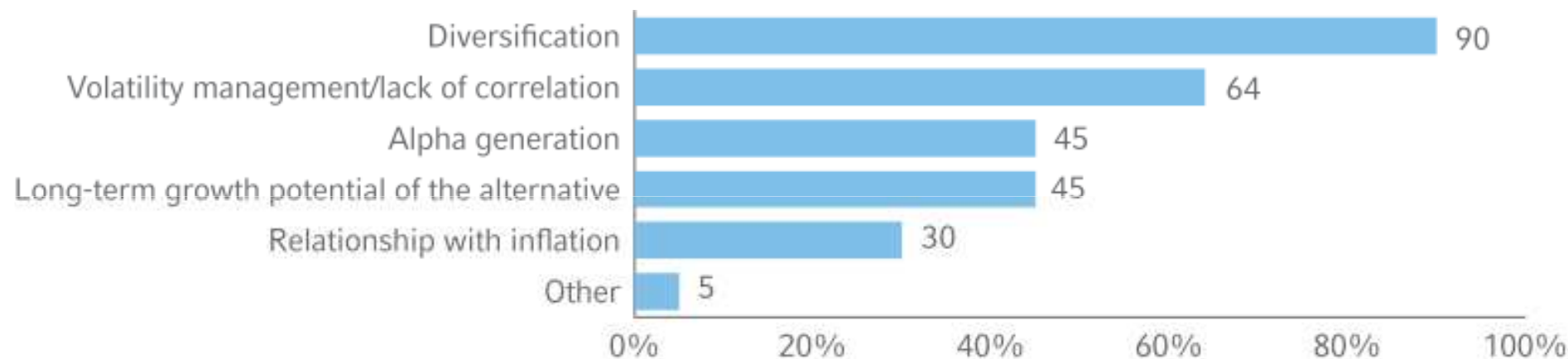
Fonte: Nacubo – Common Study of endowments (2011)

I drivers per l'investimento in strumenti alternativi



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione



Fonte: Russell Investments' 2012 Global Survey on Alternative Investing

Cosa pensano gli investitori

To what extent do you agree or disagree with the following statements regarding your organization's current and future (next 1-3 years) allocations to Alternatives?



Cosa pensano gli investitori

- **Elevato consenso su:**

- Capacità degli strumenti alternativi di “giocare il ruolo” atteso
- Presenza di un adeguato premio per il rischio in grado di compensare il maggiore grado di illiquidità degli strumenti alternativi
- Utilizzo degli investimenti alternativi favorito da bassi livelli di rendimento degli asset tradizionali



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Le barriere all'investimento

Thinking about potential barriers to reaching your organization's target allocations in Alternatives, to what extent do you agree or disagree with the following statements?



Fonte: Russell Investments' 2012 Global Survey on Alternative Investing

Le barriere all'investimento

- **La maggiore illiquidità e complessità gestionale di tali strumenti non sembrano rappresentare una barriera per l'allocatione in alternativi (rispettivamente nel 66% e nel 54% degli intervistati)**
- **Anche se c'è consapevolezza circa la necessità di maggiore education e l'inadeguatezza del sistema di governance**
- **Anche i costi e la mancanza di trasparenza rappresentano un potenziale ostacolo all'investimento**



MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Alcuni dati sul campione dell'indagine

Respondent composition by type	% of total included	% of total respondent assets
Corporate DB pension plan	46%	66
Corporate DC/profit sharing/savings plan	3%	4
Public DB pension fund (government retirement plan)	19%	27
Non profit (e.g., endowment or foundation)	13%	18
Superannuation fund	9%	13
Other (i.e., asset pool, insurance unions, multi-employer, hospital, etc.)	10%	14
Totals	100%	142

Il caso italiano

- **Nei fondi pensione di nuova istituzione, assenza di investimenti alternativi**
- **Situazione diversa per i fondi pensione preesistenti e Casse di previdenza**
- **Quali barriere all'investimento?**

Le barriere all'investimento nei fondi pensione: i dati dell'indagine Mefop 2011

- **Competenze e capacità di controllo dei Fp non adeguate alla maggiore complessità gestionali di tali asset class**
 - Ostacolo rilevante sia per i Fp, sia per i consulenti e i gestori
- **Costi**
 - Problema rilevante in particolare per i Fp
- **Mancata coerenza con le finalità previdenziali per eccessiva rischiosità?**
 - Problema rilevante in particolare per i Fp
- **Orizzonte temporale di riferimento, liquidità e trasparenza**
 - Holding period più lungo e diverso grado di liquidabilità per gli investimenti alternativi
 - Il problema della valorizzazione
 - Le esigenze di liquidità dei fondi
 - il teorico lungo orizzonte di riferimento “accorciato” dall’esercizio delle prerogative individuali