



Roma, 30 settembre 2011

Osservazioni sullo “Schema di disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”

Mefop

Tel: 06 48073530

Fax: 06 48073548

E-mail: mefop@mefop.it

Osservazioni sullo “Schema di disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”

Considerazioni di ordine generale

Mefop esprime apprezzamento per lo sforzo compiuto dalla Commissione nel rendere attuative, con lo schema in oggetto, le previsioni del D.Lgs. 252/2005 art. 6 comma 5-ter e 5-quater. Le disposizioni in materia di attuazione della politica di investimento contengono, infatti, una serie di elementi da valutare con favore.

In primo luogo, si rileva la coerenza tra i contenuti del documento posto in consultazione e i provvedimenti che la Commissione ha emanato negli anni che hanno visto l'avvio, la crescita e la maturazione del nostro sistema di previdenza complementare. In particolare, le disposizioni si inseriscono nell'ambito di quegli interventi attuati dalla Covip al fine di offrire ai fondi pensione gli strumenti regolamentari per dotarsi di una struttura organizzativa più aderente alla propria missione, alle necessità degli iscritti e alle condizioni dei mercati. La nuova disciplina riguarda infatti uno degli ambiti più rilevanti per l'operatività dei fondi pensione, quello della gestione finanziaria. Le disposizioni provvedono a indicare i criteri ai quali le forme pensionistiche devono attenersi nella definizione della politica di investimento, individuando le attività da porre in essere in ciascuna delle fasi in cui si articola il processo di investimento del fondo pensione (definizione degli obiettivi strategici, allocazione delle risorse, misurazione e valutazione dei risultati e revisione dell'asset allocation strategica sulla base delle evidenze emerse in quest'ultima fase del processo). Nel delineare le linee guida per il processo di attuazione delle politiche di investimento, la Commissione ribadisce l'importanza dell'adeguatezza della struttura del fondo pensione alla complessità dello schema gestionale adottato, richiamando i fondi a un'attenta valutazione del proprio modello organizzativo interno.

In secondo luogo, le previsioni contenute nel documento in consultazione, per la loro articolazione e per le implicazioni che ne discendono, con particolare riferimento agli adempimenti che i fondi dovranno porre in essere e ai relativi costi di implementazione, potrebbero contribuire ad innescare l'avvio di un positivo processo di razionalizzazione dell'offerta dei fondi pensione.

Inoltre, nell'ambito dell'attenzione che la Commissione rivolge alla governance del processo di investimento, sono da apprezzare le disposizioni volte a prevenire potenziali conflitti di interesse. Sembra infatti rispondere a tale logica l'invito a rivolgere particolare attenzione ai presidi e alle procedure di controllo da porre in essere nel caso in cui la funzione finanza venga delegata a un *outsourcer*. Data la complessità degli stessi, è opportuno domandarsi se non sia il caso di limitare tale esternalizzazione ai casi in cui ciò sia strettamente necessario e comunque prevedendo specifiche procedure e presidi di controllo.

Dall'analisi dei contenuti del provvedimento emergono tuttavia anche alcuni elementi critici su cui sarebbero opportuni ulteriori approfondimenti.

Le disposizioni, soprattutto quelle relative alla governance e al controllo della gestione finanziaria, sembrerebbero focalizzarsi in particolare sul settore dei fondi pensione negoziali. I fondi pensione aperti e i piani individuali di previdenza sono già assoggettati a regolamentazioni che potrebbero parzialmente sovrapporsi alla normativa in consultazione (Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005; Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007; Regolamento Isvap n. 20 del 26 marzo 2008). Sembrerebbe quindi opportuna un'attività di coordinamento tra le fonti regolamentari onde evitare possibili incertezze nell'applicazione pratica delle disposizioni in questione. Inoltre, le disposizioni sembrano essere rivolte principalmente a fondi pensione con gestione finanziaria. Potrebbe essere opportuno valutare le informazioni e le prescrizioni cui dovrebbero sottostare i fondi con una gestione di tipo assicurativo, che prevedere maggiori deleghe verso una compagnia di assicurazione in tema di scelte di investimento.

Un altro elemento di riflessione riguarda l'impatto che la normativa potrebbe avere sui modelli organizzativi della governance finanziaria delle forme pensionistiche complementari. Come già osservato, se da un lato le previsioni contenute nello schema di documento potrebbero rappresentare uno stimolo all'avvio di un processo di razionalizzazione del mercato, dall'altro l'adeguamento alle nuove disposizioni rischia di determinare un significativo aggravio dei costi sostenuti dai fondi pensione. Per cercare di minimizzare tale inconveniente, si potrebbe valutare l'ipotesi che alcune attività legate al controllo della gestione finanziaria possano essere svolte in modo consortile da gruppi di fondi pensione, ad esempio a livello di associazioni di

categoria. Sempre con riferimento ai profili di governance, la Commissione fornisce un elenco articolato, seppure a titolo di esempio, delle funzioni che dovrebbero essere svolte dai soggetti coinvolti nel processo di investimento del fondo. A tale proposito, potrebbe essere opportuno non entrare nel merito dei compiti e delle responsabilità da attribuire ai diversi attori, lasciando al fondo pensione l'individuazione del modello organizzativo che meglio si adatta alle caratteristiche della propria struttura e al modello attualmente in essere.

Un altro punto delicato che rileva dalla lettura dello schema è relativo ai modelli di gestione finanziaria e all'utilizzo delle asset class non tradizionali. Dal documento, infatti, si deducono giudizi critici nei confronti dei modelli gestionali più complessi, oltre che delle asset class alternative. Ci si riferisce, ad esempio, al punto della relazione di accompagnamento in cui si afferma che le gestioni complesse non garantiscono il raggiungimento di risultati migliori rispetto a quelle meno articolate, in termini di rischio-rendimento. Tali considerazioni, oltre a richiedere più robuste evidenze quantitative ed analitiche, rischiano di disincentivare i fondi pensione nell'analisi di nuovi e più articolati modelli di investimento.

A questo proposito, peraltro, sarebbe opportuno che la previsione del documento sulla politica di investimento dei fondi pensione avvenisse di concerto con la revisione della normativa sui limiti agli investimenti. Nel documento si fa riferimento all'impiego di strumenti alternativi, tuttavia è presumibile una modifica delle attuali norme in materia di asset class non tradizionali a seguito della revisione del d.m. 703/96. Individuando una traversa temporale coerente con l'emanazione del decreto di cui sopra, si potrebbe evitare che i fondi pensione debbano rivedere in futuro il documento, magari dovendo assumere oggi scelte organizzative che potrebbero rivelarsi incompatibili con la disciplina futura.

Da ultimo, la legittima istanza di intervenire sugli aspetti organizzativi e sulle responsabilità da attribuire ai soggetti e organi coinvolti, meriterebbe una riflessione circa le interrelazioni – e l'opportunità di un'integrazione – tra la disciplina in consultazione e quella vigente in materia di organizzazione e controllo interno (per i fondi pensione negoziali, Deliberazione Covip 4 dicembre 2003).

Considerazioni di ordine specifico

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

1. Commenti all'articolo 1

In relazione al comma 1, sarebbe opportuno estendere l'obbligo di redigere il documento sulla politica di investimento del fondo pensione a tutte le forme pensionistiche in gestione finanziaria, a prescindere dal numero di iscritti. Oltre a non discriminare gli aderenti ai fondi pensione di dimensioni più piccole, l'obbligo per tutti i fondi pensione di adeguarsi agli standard previsti dal documento in consultazione sarebbe più coerente con il cammino intrapreso dall'Autorità volto a favorire un'organizzazione interna più strutturata e un sistema di controllo dei processi maggiormente efficiente. In alternativa, anziché ad una soglia quantitativa, si potrebbe ricorrere all'utilizzo di un requisito qualitativo, prevedendo l'esclusione dall'obbligo di redigere il documento soltanto per quei fondi pensione che non hanno più aderenti attivi e che effettuano l'erogazione delle rendite in forma convenzionata con una o più società di assicurazione.

In riferimento al comma 5, si rimanda a quanto già evidenziato nelle considerazioni di ordine generale riguardo l'opportunità di rendere coerenti le norme contenute nel documento in consultazione con l'emananda disciplina sui limiti agli investimenti.

In relazione al comma 8, è apprezzabile lo sforzo della Commissione nel dare la massima trasparenza alle politiche di investimento. Il sito internet del fondo pensione dovrebbe costituire il canale principale attraverso cui veicolare il documento, in virtù della semplicità della consultazione rispetto ad altre modalità di comunicazione e, più in generale, per la crescente importanza dello strumento informatico come mezzo di informazione. Il comma 8 potrebbe quindi essere riformulato come segue: *“Il documento andrà reso disponibile a richiesta degli aderenti, dei beneficiari e dei loro rappresentanti e mediante pubblicazione sul sito Internet della forma pensionistica”*.

In relazione al comma 9, va sicuramente apprezzata la previsione nella Nota

informativa dei principali elementi del documento sulla politica di investimento. Tuttavia potrebbe essere utile raccordare le informazioni sul profilo rischio-rendimento e sull'orizzonte temporale dei diversi comparti con l'attuale schema di Nota Informativa. A tale proposito sarebbe auspicabile un intervento della Commissione teso ad aggiornare lo schema di Nota Informativa emanato nel 2006, onde mantenere la confrontabilità dell'offerta di investimento dei fondi pensione e agevolare le forme pensionistiche nel porre in essere i dovuti adeguamenti, eventualmente valutando una riduzione significativa del volume della documentazione da consegnare all'atto dell'adesione.

2. Commenti all'articolo 2

In relazione al comma 4 si rilevano alcune criticità. Per evitare il rischio di possibili equivoci interpretativi, potrebbe essere opportuno chiarire meglio la valenza del passaggio di apertura del comma in questione “*Nel caso di istituzione di più comparti...*”. A parere di Mefop, infatti, le previsioni del comma 4 dovrebbero essere estese anche ai fondi monocomparto, assetto ancora presente tra i Pip e fondi preesistenti.

Per una maggiore attendibilità dei dati da fornire (rendimento medio annuo atteso e variabilità nell'orizzonte temporale atteso), si dovrebbe valutare l'opportunità che i fondi forniscano indicazioni sui parametri e sui modelli utilizzati per la stima di tali valori.

I target di rendimento, che i fondi dovrebbero indicare nel documento, se da un lato agevolano le valutazioni degli aderenti, dall'altro rischiano di essere difficilmente confrontabili con i valori utilizzati per le stime del Progetto esemplificativo (4% per gli investimenti azionari e 2% per quelli obbligazionari). Un eventuale disallineamento tra i rendimenti stimati nel documento e quelli utilizzati nelle proiezioni del progetto esemplificativo potrebbero essere quindi oggetto di opportune avvertenze da parte dei fondi.

Il comma 4 prevede inoltre che i fondi pensione debbano indicare la probabilità che, anche in base all'esperienza passata, il rendimento risulti inferiore a una determinata soglia. Tale previsione sembrerebbe tuttavia più adatta a perseguire obiettivi di confrontabilità delle forme pensionistiche in fase di collocamento. La

Consob, ad esempio, prevede che tali informazioni siano inserite nella documentazione contrattuale da distribuire agli aderenti in fase di adesione ai fondi comuni. Le disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento non sono tuttavia ricomprese nella documentazione contrattuale da fornire all'aderente in fase di adesione. La Commissione potrebbe pertanto valutare la possibilità di non fornire prescrizioni in merito all'indicazione puntuale di valori probabilistici, lasciando ai fondi pensione discrezionalità di scelta.

3. Commenti all'articolo 3

In relazione al comma 1 lettera b, va sottolineato positivamente lo sforzo richiesto dalla Commissione per una maggiore trasparenza nell'utilizzo degli strumenti alternativi di investimento e dei derivati, che presentano un profilo di rischio più elevato rispetto a quello che caratterizza le classi di attivo tradizionali, e che pertanto necessitano di un processo di controllo del rischio più articolato.

Sarebbe auspicabile, in linea di principio, che il fondo pensione disponga di tutte le possibili informazioni sui vari impieghi del suo portafoglio, quindi anche con riferimento ai derivati, agli Oicr e agli strumenti alternativi di investimento. Tuttavia, il ricorso ad una rigida negoziazione con il gestore delle informazioni da fornire in merito all'impiego dei derivati, degli Oicr e degli strumenti alternativi, così come prospettato dal documento in consultazione, potrebbe tradursi in un aggravio dell'attività operativa dei fondi pensione. Oltre all'eventuale costo da sostenere per l'acquisizione delle informazioni, potrebbero rilevare anche le difficoltà dei fondi pensione nell'individuare con le controparti le modalità attraverso le quali rendere disponibili i flussi informativi (si pensi ad esempio al caso di un Oicr gestito da un provider diverso dal gestore). Informative molto dettagliate potrebbero essere giustificate qualora il fondo pensione ricorra in modo massiccio a tali strumenti. In questo caso, infatti, data la consistenza delle quote di patrimonio investite, è presumibile che il rischio finanziario sia molto elevato. Tuttavia, al momento, il ricorso a tali impieghi da parte di tutte le forme pensionistiche, in particolare quelle di nuova istituzione, è ancora molto limitato e, nel caso dei derivati, non viene fatto uso per fini speculativi bensì a fini di copertura di alcuni rischi. In tutti gli altri casi potrebbe essere preferibile lasciare

alla contrattazione tra fondo pensione e gestore il livello di dettaglio delle informazioni rilevanti per un'adeguata valutazione dell'investimento.

In merito al comma 1 lettera c numero 2, si rileva l'attenzione rivolta alle strategie a benchmark con la relativa indicazione degli indicatori da utilizzare. Potrebbe essere opportuno integrare il punto in questione con il richiamo a modelli gestionali non a benchmark e all'indicazione di misure di rischio coerenti con lo schema adottato.

4. Commenti all'articolo 4

In relazione al comma 1 lettera d punto 5, atteso che il fondo pensione dovrebbe predisporre un unico manuale dei controlli relativo alla complessiva operatività, potrebbe essere opportuno indicare che compito della funzione finanza è quello di coadiuvare, per la parte relativa alla gestione finanziaria, i soggetti responsabili (in base alla normativa di settore) della redazione del manuale dei controlli, di concerto con altre funzioni aziendali (risk management, back office amministrazione finanza, ...).

In relazione al comma 3, particolare attenzione andrebbe posta al caso in cui la funzione finanza del fondo pensione e il consulente coincidano con lo stesso soggetto. Fermo restando che la scelta di affidare in *outsourcing* la funzione finanza può sollevare perplessità e che in linea generale tale scelta andrebbe esclusa ove non sia strettamente necessaria, quando l'*outsourcer* è anche consulente dovranno essere predisposte adeguate misure organizzative e contrattuali (es. muraglie cinesi) al fine di evitare conflitti di interesse o commistione di ruoli, assicurando, come sottolineato giustamente dalla Commissione, che in questo caso il controllo della gestione finanziaria sia svolto dall'advisor con la necessaria indipendenza di giudizio.

5. Commenti all'articolo 5

In relazione al comma 2, va salutata con favore la previsione del manuale di controllo della gestione finanziaria che tuttavia sarebbe opportuno considerare parte del manuale complessivo del fondo, piuttosto che un documento a sé stante. A tal fine, nell'ottica della razionalizzazione degli impegni in capo ai fondi

pensione, potrebbe essere preferibile la previsione di un unico sistema di controllo della gestione finanziaria in cui le procedure valide per tutti i comparti vengano integrate da informazioni relative ai processi specifici di ciascun comparto.

Inoltre, con riferimento alle forme pensionistiche istituite da soggetti finanziari ed assicurativi, il C.d.A. del soggetto istitutore generalmente non interviene nell'approvazione di procedure operative. La responsabilità delle attività è quindi demandata a specifiche funzioni aziendali. Sarebbe quindi opportuno che il documento tenga conto delle specificità della governance dei diversi soggetti istitutori di forme pensionistiche complementari.

In relazione al comma 10, l'intervallo decennale di conservazione della documentazione sui controlli potrebbe risultare eccessivamente lungo. Potrebbe essere opportuno valutare una eventuale riduzione di tale orizzonte.