

**PREVIDENZA** Per i fondi pensione è in arrivo il decreto che cambia le regole per la scelta degli investimenti. Si avrà maggiore libertà nella scelta degli attivi, ma tenendo d'occhio rischi e governance

# Portafogli da svecchiare

di **Roberta Castellarin**  
 e **Paola Valentini**

**P**er i fondi pensione è l'ora di cambiare i portafogli. Pur essendo diventato quest'anno maggiorenne, il decreto 703 sui limiti agli investimenti è del 1996, ha appena compiuto 18 anni, non è più adeguato ai tempi perché figlio di un'epoca lontana anni luce da quella attuale. Basti pensare che la norma sulla copertura valutaria del 703 menziona ancora l'ecu quale valuta di riferimento domestico. E dopo una gestazione di diversi anni adesso tutto sembra pronto perché le nuove regole sulle gestioni previdenziali vedano la luce. Dopo la pronuncia del Consiglio di Stato del 4 febbraio, pare «oggi corretto affermare che vi siano finalmente tutti gli elementi per considerare l'adozione del nuovo 703 esclusivamente una questione di tempo», afferma Paolo Pellegrini nell'ultima newsletter del Mefop. Non solo. «Un'ulteriore ragione di urgenza è rappresentata dalla circostanza che dopo l'aggiornamento del 703 per i fondi pensione, seguirà la messa in consultazione del nuovo 703 per le casse, vale a dire il provvedimento di regolamentazione dei limiti agli investimenti, conflitti di interesse e banca depositaria, rivolto alle casse professionali. L'adozione di questo secondo provvedimento, cui le istituzioni stanno lavorando, è particolarmente pressante, atteso che in questa fase le casse professionali stanno modificando la loro politica di investimento e avrebbero tutto l'interesse di conoscere quanto prima le disposizioni di cui dovranno tenere conto», aggiunge Pellegrini. Quanto alle indicazioni del Consiglio di Stato, i tecnici di Palazzo Spada, pur indicando alcuni possibili miglioramenti del testo, hanno sostanzialmente con-

fermato l'impianto normativo del nuovo 703. «Va premesso che le nuove regole entreranno in vigore dopo un regime transitorio di 18 mesi, adattarsi non dovrebbe comportare quindi problemi particolari», aggiunge Pellegrini.

Quali le novità? «Nel nuovo testo, pur mantenendo principi e criteri di gestione analoghi a quelli attuali, l'obbligo di esporre un parametro oggettivo di riferimento viene riferito non più necessariamente al benchmark, quando questo tipo di indicatore non è coerente con gli obiettivi e la politica di investimento posta in essere dal fondo pensione. Questa previsione normativa, apre di fatto a gestioni alternative a quelle a benchmark, prevalentemente adottate oggi dai fondi pensione», spiega Pellegrini. L'idea di fondo del decreto è quella opposta al vecchio 703 perché non si danno ex ante molti limiti quantitativi agli investimenti, ma si pone l'accento sul controllo dei rischi dando maggiore libertà al gestore. «Il nuovo decreto rende l'investimento più libero, ma si tratta tuttavia di una libertà che implica una maggiore responsabilità. Al di là delle residue restrizioni quantitative, è tendenzialmente ammesso qualsiasi tipo di investimento a patto che il fondo sia in grado di gestire, in caso di gestione diretta, o controllare, per la gestione convenzionata, l'andamento della gestione», sottolinea Pellegrini. Il tutto sotto il controllo della Covip

che nel frattempo ha emanato le nuove regole sul documento sulla politica degli investimenti. In sostanza rispetto al decreto 703/96, che limitava l'universo investibile a un numero chiuso di attività, le nuove norme appaiono ben più

ampie «riferendosi a categorie giuridiche note e potenzialmente suscettibili di coprire l'intero universo investibile: strumenti finanziari, oicr, depositi bancari, derivati. Restano non ammesse, invece, le vendite allo scoperto e le operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto», avverte Pellegrini. Restano soltanto alcuni limiti quantitativi, come si diceva. «In particolare si prevede un limite minimo agli investimenti in strumenti quotati pari al 70%, equiparando comunque gli oicr (fondi e sicav, ndr) armonizzati aperti agli strumenti quotati. Si prevede, poi, un limite di concentrazione del 5% in titoli emessi da un unico emittente, portato al 10% per gli investimenti nel gruppo, che però non opera per i titoli di Stato», prosegue Pellegrini. Mentre gli investimenti non in euro sono possibili fino al 30% del totale, un livello inferiore all'attuale pari a due terzi del portafoglio. «I derivati, come oggi, sono ammessi se utilizzati per finalità di copertura o gestione più efficiente. Si prescrive, però, che i contratti siano stipulati con una controparte centrale», spiega ancora Pellegrini. Merita attenzione anche la disciplina degli investimenti in fondi. «In linea generale il ricorso agli oicr è ammesso a patto che il fondo motivi le ragioni che lo hanno indotto a tale forma di investimento, ad esempio per le dimensioni



ridotte del portafoglio», dice Pellegrini. Ci

sono anche limitazioni. Ad esempio l'investimento in fondi chiusi e alternativi va contenuto entro il 20% del patrimonio del fondo pensione e il 25% del patrimonio del fondo chiuso o alternativo oggetto di investimento. Restano ferme le deroghe previste per i preesistenti. «Qualche ulteriore ritardo nell'approvazione, non più di qualche settimana, potrebbe arrivare per la necessità di tenere conto del recepimento della direttiva Aifmd in materia di fondi alternativi, appena introdotta con il decreto 44 del 4 marzo 2014. Nel frattempo, il 27 marzo è stata approvata la proposta di revisione della Direttiva sugli enti pensionistici aziendali e professionali (Iorp II). Rispetto alle nuove proposte la normativa italiana risulta già molto avanzata, sotto più punti di vista. Alcuni aspetti, tuttavia, se saranno confermati nel testo finale, ci richiederanno l'adozione di qualche accorgimento, ad esempio sulla governance per la quale si prevede l'obbligo di pubblicità delle politiche di remunerazione degli organi direttivi. Qualche ritocco», conclude Pellegrini, «riguarderà anche la parte relativa alla gestione finanziaria, per la quale è stata annunciata la prossima adozione di una comunicazione relativa all'incoraggiamento di investimenti di lungo periodo».

**Proprio sul ruolo** che il risparmio previdenziale può svolgere per la crescita dell'economia reale italiana si concentrerà tra l'altro la relazione 2013 della Covip che sarà presentata a Roma il prossimo 28 maggio dal neopresidente Rino Tarelli. Il tema del

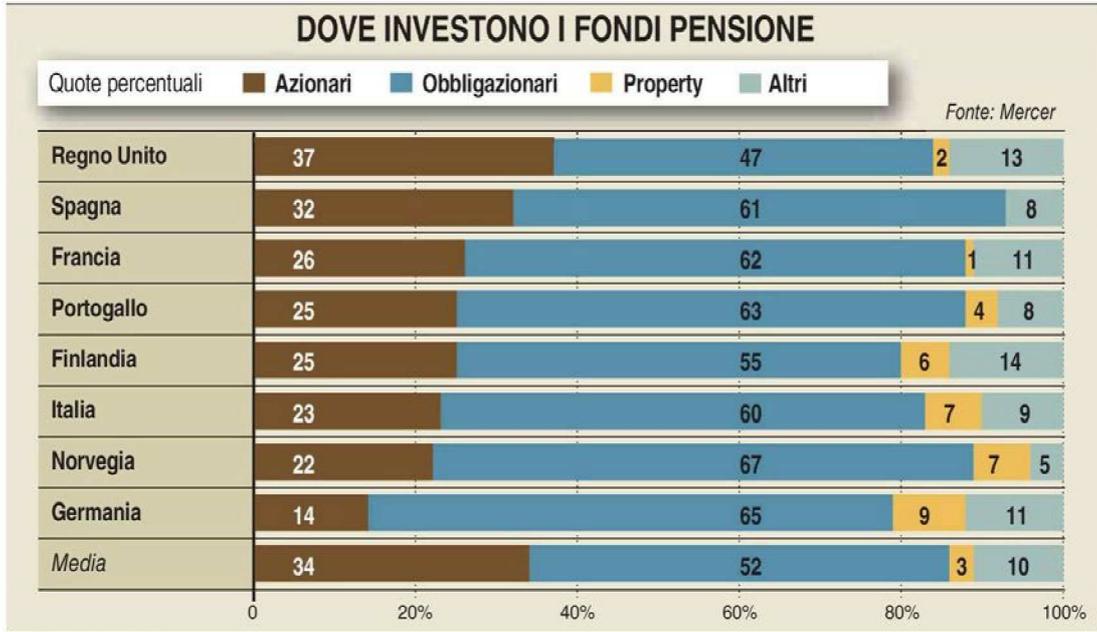
contributo che possono dare i fondi pensione all'economia reale è anche al centro di un'analisi curata da Silvio Bencini, partner di European investment consulting, per l'Istituto Bruno Leoni. «La discussione intorno al contributo che i fondi pensione potrebbero dare al rilancio dell'economia ruota intorno a un tema più specifico», sottolinea Bencini, «e cioè all'investimento in fondi chiusi». Bencini spiega che con questo termine si intendono veicoli che, avendo come obiettivo l'acquisto di attività illiquide come immobili o azioni di società non quotate, hanno un ciclo di vita predeterminato, con una fase di investimento e una di graduale distribuzione del capitale e degli utili agli investitori. «Questo tipo di investimenti ha una serie di caratteristiche che li rendono molto adatti al portafoglio dei fondi pensione, tanto che rappresentano il 27% del patrimonio dei fondi americani e il 16,5% dei fondi europei», aggiunge l'esperto. Bencini ricorda che, anche se la normativa consente dal 1996 l'investimento in fondi chiusi fino al 20% del patrimonio, i fondi pensione italiani hanno fino ad oggi investito in questi veicoli in misura marginale (pressoché nulla nel caso dei fondi negoziali), e inferiore al peso che anche il più prudente consulente assegnerebbe a questi investimenti. «Si

apre dunque uno spazio sicuramente interessante, che concilia il bisogno dei fondi pensione di rendimenti più elevati con bassa volatilità con la domanda di finanziamenti dell'economia italiana. Il tutto ricordando che l'obiettivo deve essere l'efficienza del portafoglio», dice Bencini. La presenza di fondi pensione italiani in questa nuova arena che si sta aprendo, ma man mano che si riduce il ruolo delle banche nel

finanziamento dell'economia a favore di forme di raccolta più diretta da parte delle imprese, con bond o mini bond, sarà importante per tutelare tutti gli attori. «Il mercato del credito e delle infrastrutture non può svilupparsi se non attraendo i flussi di capitale che dall'estero sono pronti a cogliere le opportunità offerte dal credit crunch nel Sud Europa», spiega Bencini, «dalle migliaia di Pmi italiane in cerca di capitale per crescere e dal deficit infrastrutturale accumulato, in questi anni, in diversi Paesi europei. In questo ambito i fondi pensione possono dare un contributo importante, sia spingendo affinché le operazioni siano, come si dice, di mercato, cioè che presentino un'opportunità di guadagno indipendentemente da considerazioni politiche, sia agendo come primi investitori rispetto agli investitori esteri». Secondo Bencini, a queste condizioni un poco di home bias (tendenza a investire nei titoli domestici) da parte dei fondi pensione italiani potrebbe costituire un'opportunità per l'economia italiana. Anche perché in tutto il mondo si registra una preferenza degli investimenti domestici da parte dei gestori istituzionali molto più pronunciata che in Italia. (riproduzione riservata)

**In tutto il mondo i fondi pensione hanno un debole per i titoli domestici. Gli italiani sono esterofili, anche se più Italia in portafoglio farebbe bene all'economia**





GRAFICA MF-MII ANO FINANZA



Peso: 28-60%,29-32%

Il presente documento è ad uso esclusivo del committente.