

Bologna, 5 dicembre 2014

Oggetto: Commenti al Documento di 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 5 luglio 2011 n.111, recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interesse e di depositario

Con la presente siamo ad illustrarvi i contenuti delle osservazioni allo schema di regolamento ministeriale in oggetto, elaborate da Prometeia Advisor Sim. Rimaniamo a Vostra disposizione per i chiarimenti e gli approfondimenti del caso, ai riferimenti riportati nel seguito.

CONSIDERAZIONI DI CARATTERE GENERALE

Come largamente atteso, lo schema di regolamento ministeriale si pone come obiettivo la definizione di un set minimo di regole da applicarsi agli Enti di previdenza relativamente alla gestione dei propri patrimoni, in un quadro di convergenza della Vigilanza prudenziale (specificamente richiamata con il riferimento al DM 166/2014) e ferme restando le specificità di tali Enti rispetto ai fondi pensione, anche in virtù dell'assenza di normativa primaria in materia di modelli di investimento (diversamente da quanto previsto per i fondi pensione attraverso il D.Lgs. n. 252/05) e di una governance differente, con evidenti impatti anche in materia di policy di gestione dei conflitti di interesse.

Pur in assenza di detta disciplina specifica, gli Enti negli ultimi anni si sono adoperati nella ristrutturazione dei propri processi di governance e nella predisposizione di appositi presidi organizzativi interni, piuttosto che tramite strutture specialistiche esterne, anticipando di fatto alcune tematiche oggetto di intervento nello schema di regolamento.

Rimane tuttavia una marcata eterogeneità nell'articolazione dei patrimoni, anche per ragioni storiche: tale situazione di partenza, unita all'impatto quantomeno congiunturale sull'equilibrio previdenziale, potrebbero rendere i percorsi e i tempi di adeguamento non così coerenti con la preservazione del patrimonio per gli iscritti.

Riteniamo vada in tal senso meglio esplicitato come considerare, pur con l'obiettivo della convergenza ai limiti quantitativi specifici, le iniziative già in essere o in avanzata fase di implementazione.

Le aree di maggiore criticità, a questo proposito, sono non sorprendentemente riconducibili agli investimenti immobiliari, per i quali lo schema di regolamento evidenzia trattamenti sensibilmente differenti a seconda della forma gestionale adottata. In particolare, nell'ambito del bilanciamento della gestione tra diretta ed indiretta, non può essere ignorato il fatto che diversi Enti hanno in questi anni agito per efficientare la gestione del proprio real estate apportando cassa ed immobili detenuti direttamente in OICR chiusi di diritto italiano, selezionati con le procedure previste dalla Legge. Il Decreto in consultazione pone un limite molto stringente su questi strumenti, ed ancora più inspiegabilmente in specie su quelli riservati a investitori qualificati o professionali, lasciando invece un ampio spazio alla gestione diretta, notoriamente meno efficiente, e ponendo vincoli decisamente più laschi per la detenzione di società immobiliari e di analoghi FIA di diritto non italiano.

Riteniamo inoltre molto opportuna la previsione di fornire una valorizzazione delle attività e delle passività dell'Ente a valori correnti (art. 6), evidentemente con il fine di valutarne la sostenibilità ai valori attuali (*funding ratio*). Pur non sfuggendoci la chiara ispirazione alla normativa comunitaria (IORP), riteniamo però fondamentale che vengano forniti, dal Legislatore in accordo con i Vigilanti, più dettagliate indicazioni rispetto ai criteri di valorizzazione dell'attivo (in particolare per quegli attivi per i quali non è disponibile un prezzo di mercato) e alle modalità di calcolo del valore attuale netto delle prestazioni (segnaliamo ad esempio la rilevanza della scelta della curva di attualizzazione da utilizzare per lo sconto). Tali indicazioni costituirebbero, quindi, il "modello di vigilanza" per il calcolo del *funding ratio* (in completa coerenza con le previsioni di Solvency II¹ per il settore delle assicurazioni), fatta comunque salva la possibilità per ciascun Ente di elaborare un proprio modello interno, da sottoporre a valutazione ed approvazione da parte del Vigilante. Essendo il *funding ratio* un indicatore caratteristico degli schemi previdenziali a capitalizzazione, nella valutazione di schemi tipicamente a ripartizione, riteniamo possa essere utile fornirne una valorizzazione attuale ed una prospettica (anche in questo caso indicando criteri ed orizzonti), al fine di valutare l'esistenza di meccanismi di sostenibilità endogeni allo schema stesso.

Segnaliamo poi qualche passaggio meritevole di approfondimenti, con particolare riferimento alla nozione di gestione diretta, genericamente prevista come modello gestionale e all'inserimento di vincoli nella sottoscrizione di fondi alternativi (in particolare chiusi) in linea con la normativa primaria e secondaria prevista per i fondi pensione.

Relativamente agli strumenti finanziari in cui gli Enti possono investire, è evidente l'attenzione verso gli OICR aperti. Riteniamo che tale possibilità sia particolarmente utile sia per gli Enti di piccole dimensioni, il cui patrimonio potrà essere impiegato in modo efficiente e diversificato attraverso tali strumenti, sia per le Casse di medio-grandi dimensioni, al fine di investire in modo efficiente e diversificato su mercati di nicchia o di accedere a gestioni di tipo passivo a costi molto contenuti.

¹ "Supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)" dell'ottobre 2014, con particolare riferimento al CHAPTER II - VALUATION OF ASSETS AND LIABILITIES (Article 7- 10, 12 , 15, 16), SECTION 3 -METHODOLOGIES TO CALCULATE TECHNICAL PROVISIONS, SUBSECTION 1 - ASSUMPTIONS UNDERLYING THE CALCULATION OF TECHNICAL PROVISIONS (Article 22, 23, 26 -34), SECTION 4 - RELEVANT RISK-FREE INTEREST RATE TERM STRUCTURE SUBSECTION 1 GENERAL PROVISIONS (Article 43- 47), Artt. 263-265.

Nello schema di regolamento viene inoltre indicata una modalità di selezione dei gestori e della banca depositaria che, pur prevedendo giustamente una specifica procedura, trasparente e competitiva, non dovrà comunque essere attuata attraverso le procedure previste dal Codice dei Contratti Pubblici (DLgs. 163/2006). Alla luce della normativa europea (MiFID), in particolare relativamente alla totale equiparazione del servizio di consulenza in materia di investimenti a quello di gestione patrimoniale, dato l'estensivo utilizzo che gli Enti fanno di consulenti finanziari, si ritiene che tale interpretazione vada estesa ai processi di selezione degli *independent financial advisors* MiFID *compliant*, autorizzati allo svolgimento di tale servizio di investimento e debitamente vigilati. Entrambi gli esoneri dalle procedure previste dal Codice dei Contratti Pubblici andrebbero poi riportate nell'articolato del Decreto.

Contatti per chiarimenti e approfondimenti

Davide Squarzoni – Direttore Generale (davide.squarzoni@prometeiaadvisor.com)

Giuseppe Patriossi – Responsabile Casse Previdenziali (giuseppe.patriossi@prometeiaadvisor.com)

Tel.: 051/6480911

COMMENTO ALL'ARTICOLATO DELLO SCHEMA DI DECRETO MINISTERIALE

Articolo 1 (Definizioni)

Manca la definizione della grandezza equivalente all'attivo netto destinato alle prestazioni dei fondi pensione. Nell'articolato ricorrono differenti termini ad indicare l'equivalente di tale grandezza, quali "risorse" (art.3 comma 1), "disponibilità complessive", più volte utilizzato nel testo del Decreto (art. 5 comma 1, art. 8 comma 1, art. 9 comma 1), e "patrimonio" (art. 9 comma 4). Qualora lo spirito sia fare riferimento alla stessa grandezza, necessaria una "reductio ad unum"; in caso contrario, ancora più necessaria una accurata definizione delle grandezze indicate, proprio in vista del loro assumere cruciale rilevanza nell'ambito dei limiti agli investimenti (art. 9).

Articolo 3 (Modalità di gestione delle risorse)

Comma 1

Riteniamo opportuno specificare meglio cosa si intende con gestione "in forma diretta", ed in particolare che va inteso come tale anche l'investimento diretto in strumenti gestiti (OICR), oltre che in immobili, società immobiliari e diritti reali immobiliari reali.

La gestione diretta è l'ambito nel quale viene richiesto dagli Enti il supporto di consulenti in materia di investimento. Potrebbe essere quindi inserito in questo articolo quanto già anticipato nelle considerazioni di carattere generale, ovvero l'esonero dalle procedure previste dal Codice dei Contratti Pubblici nella selezione, pur pienamente trasparenti ed efficienti, di financial advisors autorizzati e vigilati.

Articolo 4 (Criteri gestione indiretta)

Comma 1

Andrebbe qui inserito quanto descritto nella relazione illustrativa (pag. 5), ovvero la non applicabilità del Codice dei Contratti Pubblici alla selezione di gestori patrimoniali in possesso dei requisiti previsti dalla normativa comunitaria.

Non è chiaro il riferimento al "singolo prodotto", nell'ultimo periodo del comma 1. Trattandosi di gestione patrimoniale, ci si deve più propriamente riferire al concetto di "servizio di investimento", che come tale configura gestione indiretta, mentre l'acquisto/vendita di un prodotto di investimento rientra in senso stretto nella gestione diretta. Proponiamo di sostituire l'intero periodo con "Le offerte contrattuali rivolte agli Enti sono formulate in maniera dettagliata, in modo da consentire il raffronto dell'insieme delle condizioni con riferimento a ciascuna tipologia di servizio offerto".

Articolo 5 (Criteri di investimento)

Il Comma 3 è erroneamente indicato con 1..

Articolo 6 (Prospetto informativo a valori correnti)

Comma 1

Si vedano le considerazioni di carattere generale in merito al punto specifico, in particolare rispetto ai criteri di valorizzazione delle attività e le modalità prudenziali di calcolo del valore attuale netto delle passività.

Onde evitare che ciascun Ente adotti propri criteri di valorizzazione delle attività e delle passività, rendendo ardua ogni comparazione e vana ogni velleità di Vigilanza, è necessario far seguire al Decreto oggetto di consultazione un documento tecnico avente ad oggetto l'illustrazione nel dettaglio dei "criteri base" di valorizzazione. In tal modo, tutti gli Enti fornirebbero ai Vigilanti prospetti informativi omogenei e tra loro coerenti. L'eventuale adozione di criteri di valorizzazione specifici da parte del singolo Ente dovranno nel caso essere preventivamente validati dall'Autorità di Vigilanza e comunque impiegati nella redazione di un prospetto informativo ulteriore rispetto a quello base. Ciò in coerenza con quanto già previsto in materia di redazione del bilancio tecnico.

A titolo di esempio segnaliamo alcuni interrogativi da porsi nella prospettiva della redazione di tale documento tecnico:

- ✓ per i titoli quotati, su mercati regolamentati o meno: prezzo puntuale ad un determinato giorno oppure media di un periodo (nel caso da indicare e uguale per tutti)?
- ✓ per OICR e FIA quotati: NAV o valore di mercato?
- ✓ per strumenti non quotati non gestiti (tipicamente immobilizzati nei bilanci civilistici): mark to model? Bid indicativo dell'emittente o di un market maker? Valore di libro nel caso di azioni?
- ✓ per strumenti non quotati gestiti (tipicamente FIA): riferimento all'ultimo NAV disponibile o bid di secondario/prezzo dell'ultima negoziazione eventualmente avvenuta?
- ✓ curva di sconto delle passività: risk free? Equivalente IAS/Solvency II?

Comma 2

Parrebbe prudentiale pubblicare il prospetto informativo a valori correnti sul sito internet di ciascun Ente solo a seguito di specifica autorizzazione da parte dei Ministeri Vigilanti o, meglio, trascorso un periodo predefinito di silenzio assenso (ad esempio 30 giorni).

Articolo 7 (Documento sulla politica di investimento)

Comma 1 e 3

Laddove esista una governance duale (tutti gli Enti ex D.Lgs n. 103/96), ovvero per gli Enti ex D.Lgs n.509/94 per i quali è previsto dallo Statuto un ruolo dell'Assemblea dei Delegati nell'indicazione preventiva dei criteri generali di investimento/ripartizione dei rischi, andrebbe chiarito come la redazione del Documento sulla Politica di Investimento (DPI), indicata come competenza del CdA dell'Ente, si integra all'interno delle previsioni statutarie e dei processi decisionali della Cassa.

Comma 5

Parrebbe prudentiale pubblicare il Documento sulla Politica di Investimento sul sito internet di ciascun Ente solo a seguito di specifica autorizzazione da parte dei Ministeri Vigilanti o, meglio, trascorso un periodo predefinito di silenzio assenso (ad esempio 30 giorni).

Comma 10

Andrebbe meglio specificato che la responsabilità dell'Ente rispetto alle attività esternalizzate non deve intendersi come un'obbligazione di risultato bensì in riferimento al rispetto di quanto previsto dal processo di investimento.

Articolo 8 (investimenti e operazioni consentiti)

Comma 5

Valutiamo con favore il riferimento esplicito in merito alla leva finanziaria, che possa scaturire dalle posizioni in derivati. Relativamente ad altre fonti di potenziale generazione di leva finanziaria, partendo dal presupposto che nel prospetto informativo a valori correnti i fondi chiusi vengano valorizzati al NAV, riteniamo opportuno che venga precisato che gli impegni residui in tali fondi non debbano essere intesi quale leva finanziaria gravante sull'Ente, a patto che la gestione della tesoreria ne tenga adeguatamente e prudenzialmente conto e che venga dettagliata nel Documento sulla Politica di Investimento (DPI) un'apposita policy in merito.

Comma 6

Condividiamo appieno il divieto di vendite allo scoperto, ma riteniamo opportuno specificare quali siano i criteri da applicare per identificare un'operazione in derivati equivalente alla vendita allo scoperto, ed in particolare se considerare tutti gli strumenti sottostanti al derivato per determinare lo scoperto o invece basarsi sul livello di correlazione tra derivato/i e sottostante/i oggetto di copertura. Nello specifico, ad esempio, si potrebbe verificare il caso dell'utilizzo di una vendita di un future su un indice azionario (ad esempio: FTSE MIB) a copertura del portafoglio azionario investito nei titoli del mercato azionario italiano. Utilizzare il criterio di correlazione pare più opportuno e preferibile, in quanto consente di effettuare coperture del rischio di mercato anche nel caso di gestori

attivi. Se infatti il criterio fosse quello dei sottostanti, ci si potrebbe trovare nella situazione paradossale per cui se il gestore ha scelto di non avere in portafoglio anche un solo titolo presente nell'indice, se vuole effettuare la copertura dovrebbe utilizzare derivati sui singoli titoli, con evidenti impatti, oltre che sulla fattibilità, sui costi di transazione. Il principio di correlazione consente di evitare tali situazioni e, definendo una soglia minima di correlazione, di effettuare operazioni di copertura in maniera tempestiva ed efficiente.

Va inoltre tenuto presente, laddove sia prevista la copertura sistematica, come la possibilità del verificarsi di vendite allo scoperto sia più legata a fattori tecnici che non a scelte di investimento. A titolo di esempio, possiamo citare la copertura sistematica del rischio di cambio (fattispecie frequente nell'ambito delle gestioni in convenzione), solitamente attuata attraverso contratti forward su valute, il cui ribilanciamento avviene tipicamente su base mensile. Può verificarsi, soprattutto nelle fasi di forte volatilità sul mercato degli asset coperti – connessa sia al tasso di cambio, sia ai fattori di rischio specifici dei singoli strumenti – che, senza alterare l'ammontare di valuta venduto a termine al fine di copertura, possa nel corso del mese ridursi l'esposizione valutaria del portafoglio a causa del maggior deprezzamento – rispetto alla copertura stessa – delle posizioni, determinando tecnicamente una vendita allo scoperto (*overhedging*). Riteniamo opportuno circoscrivere tali casistiche, sia in termini di dimensioni che imponendo tempistiche di rientro molto strette (il mese seguente), senza che esse rappresentino una violazione "strictu sensu" del divieto di vendite allo scoperto.

Articolo 9 (limiti agli investimenti)

Pur correndo il rischio della ridondanza, ribadiremmo anche in questo articolo il riferimento ai criteri di valorizzazione alla base del calcolo dei limiti indicati, sia come numeratore che come denominatore, intendendo inequivocabilmente il riferimento ai valori correnti e non a quelli di bilancio.

Comma 3, 4 e 5

Come indicato nelle considerazioni di carattere generale, appare opportuno uniformare il trattamento degli investimenti immobiliari, che sono trattati diversamente a seconda della forma tecnica. In particolare, il combinato disposto dei commi richiamati definisce un quadro in cui l'acquisizione di azioni o quote di società immobiliari non è vincolata, diversamente dall'acquisto diretto di immobili/diritti reali immobiliari (limitato al 20%) e dalla sottoscrizione di FIA italiani riservati (5% per singola iniziativa, fatto salvo il limite del 20% per i fondi chiusi e del 30% per gli strumenti non quotati su mercati regolamentati e OICR alternativi).

In particolare, relativamente al vincolo sui FIA italiani riservati non ci risulta chiara la ratio, come già quella dell'analoga previsione contenuta nel DM 166/2014. Se, infatti, l'intendimento è di limitare il rischio gestore, in analogia a quanto previsto per gli emittenti di strumenti finanziari al comma 2 del medesimo articolo, tale limitazione andrebbe applicata a tutti i FIA, riservati e non, italiani e non.

Se invece si intende disincentivare la prassi dell'apporto del patrimonio immobiliare detenuto direttamente a FIA di diritto italiano, non tanto "riservati", ma "dedicati" ad un singolo Ente, tale limite "di concentrazione" è ridondante rispetto a quanto indicato al comma 7 relativamente al vincolo massimo del 25% del valore dell'OICR alternativo (FIA) che ciascun Ente può detenere.

Soffermandoci ancora un attimo sulla terminologia, va ricordato che il concetto di fondo riservato fa riferimento ad una limitazione della platea dei possibili sottoscrittori, ove la riserva è tipicamente riferita ad investitori qualificati/professionali. In ambito MiFID, gli Enti, a meno di specifica richiesta di up-grade che l'intermediario controparte deve nel caso soddisfare, sono considerati investitori al dettaglio, in quanto equiparati ad Enti pubblici. Qualora l'intendimento (pur discutibile) del Legislatore fosse quello di limitare l'investimento delle Casse in strumenti riservati ad investitori più evoluti, sarebbe sufficiente richiedere agli Enti di motivare la specifica procedura di up-grade della classificazione e di sottoporla al vaglio del Collegio Sindacale e del CdA prima di procedere all'invio della richiesta di up grade all'intermediario finanziario che promuove il fondo.

La specifica limitazione circoscritta ai FIA italiani riservati potrebbe altresì incentivare la delocalizzazione anche dell'industria italiana dell'alternative investment, dopo quanto già avvenuto in passato per l'asset management tradizionale, e, in aggiunta, disincentivare anche approcci consortili o di sistema agli investimenti nel "sistema Paese".

Andrebbe in ogni caso specificato, ove la sottoscrizione di FIA italiani riservati fosse già in fase avanzata nel processo decisionale dell'Ente, se l'esistenza di una delibera del CdA sia sufficiente a concedere preventiva deroga al dispositivo normativo.

Comma 9

La limitazione dell'esposizione valutaria netta al 30% del patrimonio appare più che abbondante rispetto alle caratteristiche di schemi previdenziali di primo pilastro che, per natura, richiedono la prevalenza di investimenti denominati nella stessa valuta nella quale devono essere erogate le prestazioni. Non lo è invece, a nostro parere, per i fondi pensione a contribuzione definita, soprattutto in schemi previdenziali multi-comparto, dove l'aderente può trovare strumenti per la massima diversificazione del suo investimento nel lungo periodo, in virtù della quale gli strumenti finanziari denominati in valute diverse dall'euro non saranno certamente il 30% di quelli disponibili sui mercati globali.

Articolo 10 (depositario)

Comma 1

Andrebbe precisato come intendere “compatibilmente con la tipologia di investimento”, ovvero se il riferimento è all’esenzione per gli OICR, in virtù del fatto che già prevedono una propria specifica banca depositaria. Ciò anche al fine di evitare ridondanze nei presidi e nei costi connessi.

Qualora l’Ente si avvalga esclusivamente della gestione diretta in OICR, si ritiene non necessario l’istituto di una banca depositaria propriamente detta, per le ragioni di cui al paragrafo precedente. Riteniamo invece opportuna la centralizzazione degli attivi presso un’unica banca custode, al fine di facilitare l’attività di monitoraggio degli investimenti e la relativa vigilanza.

Articolo 12 (incompatibilità)

Comma 1

Riteniamo opportuno integrare il presente comma inserendo anche l’incompatibilità tra lo svolgimento del servizio di gestione patrimoniale e quello di consulenza in materia di investimenti, in virtù del fatto che questi sono, ovviamente, in totale conflitto di interesse, per cui a nessun gestore patrimoniale potrà essere affidato un mandato di consulenza in materia di investimenti, anche qualora la società di gestione dovesse detenere anche l’autorizzazione a questa attività.

Articolo 13 (entrata in vigore e norme transitorie)

Comma 1 e 2

Come indicato nelle considerazioni di carattere generale, andrebbero meglio precisate le modalità di convergenza rispetto agli investimenti già in portafoglio, tenendo conto ad esempio del differente trattamento tra i fondi chiusi immobiliari (per i quali è previsto un adeguamento di 5 anni) e i fondi chiusi mobiliari (per i quali il termine è di 18 mesi), anche in considerazione delle caratteristiche di tali strumenti (orizzonte temporale lungo e forma tecnica del fondo chiuso, che rende l’uscita non semplice e potenzialmente foriera di impatti negativi sulla patrimonializzazione dell’Ente).

Più in generale, riteniamo più opportuno fare riferimento alle caratteristiche degli strumenti in portafoglio alla data di entrata in vigore del Decreto. Ad esempio, per tutti i fondi chiusi andrebbe concesso di attendere la data di chiusura e successiva liquidazione e per gli strumenti obbligazionari non quotati la data di scadenza e di successivo accredito della liquidità. Andrebbe inoltre specificato che, anche qualora l’Ente non rispettasse i limiti previsti dal Decreto in virtù di investimenti fatti precedentemente all’entrata in vigore dello stesso, è comunque esclusa ogni deroga per nuovi investimenti non compatibili col dettato normativo.