



ASSOIMMOBILIARE
Associazione dell'Industria Immobiliare

CONSULTAZIONE MEF sullo schema di Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, sentita la COVIP, ex 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.

working paper – 5 dicembre 2014

Premessa

Pur apprezzando gli intendimenti delle Istituzioni di voler meglio regolamentare gli investimenti da parte dei enti di previdenza secondo standard qualificati, si segnala che vi sono perplessità relativamente ai limiti imposti all'investimento di tipo immobiliare, in forma diretta e/o indiretta; in particolare, si sottolinea come l'attuale formulazione dell'articolo 9 dello schema di Decreto in consultazione recante "Limiti agli investimenti", non sembra considerare le conseguenze sul mercato dell'intervento regolatorio per una tipologia di investimenti che, ancora oggi, caratterizza il patrimonio degli Enti previdenziali. Si proporrebbe sul punto di applicare deroghe e/o esenzioni specifiche in considerazione del contesto di mercato.

È, infatti, da valutare che gli Enti in questione sarebbero indotti a dismettere una parte consistente dei propri investimenti in immobili e/o parti di FIA immobiliari, immettendoli (certamente a sconto) in un mercato che, come è noto, sta attraversando una prolungata fase negativa ed andando ad impattare ancor di più con altrettanto gravi conseguenze per il sistema.

In generale, sembrerebbe configurarsi la figura della SGR come "emittente", non condivisibile e che contrasterebbe con il concetto stesso di Gestore di patrimoni separati e distinti l'uno d'altro.

Inoltre, da un punto di vista formale, nella attuale formulazione del testo vi sono vari elementi dubbi e/o non attinenti al settore immobiliare così come taluni descritti di seguito. Le attuali disposizioni, se non revisionate, potrebbero apportare nocimento al settore immobiliare nonostante i buoni propositi di trasparenza e regolamentazione perseguiti.

Considerazioni generali

Da una prima analisi dello schema di Regolamento ministeriale di attuazione dell'articolo 14, comma 3, del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario (scad. consultazione 5 dicembre 2014), non sembrerebbe che emergano particolari margini per migliorare le disposizione che limitano l'investimento diretto nonché indiretto in immobili da parte degli Enti.

Ciò in quanto il citato comma 3 dell'articolo 14 stabilisce che il Regolamento deve essere emanato tenendo conto della normativa e regolamentazione delle forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252. Sul punto, si osserva che le forme di previdenza complementare investono le proprie disponibilità finanziarie nei limiti previsti dal decreto ministeriale n. 166 del 2 settembre 2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 13 novembre 2014, *che rappresenta un punto di riferimento chiave nella redazione del presente decreto oggetto di consultazione che – naturalmente – non poteva rifarsi all'ormai obsoleto decreto ministeriale n. 703 del 1996, destinato ad essere sostituito da quello appena intervenuto* (cfr. Relazione di accompagnamento allo schema di decreto in consultazione).

Ciò posto, andrebbe tenuto in considerazione che il fatto che sussista un diverso provvedimento che disciplina una diversa fattispecie (i Fondi Pensione) non determinerebbe l'automatica applicazione delle medesime misure per gli enti di previdenza anzi la stessa previsione di un diverso schema normativo potrebbe dare spunto affinché le discipline possano essere diverse (anche solo se si considera l'attuale configurazione dei patrimoni delle due categorie di soggetti). L'unico riferimento che in qualche modo potrebbe condizionare la normazione di secondo grado è quella primaria emessa in materia (D.lgs. 252/2005), ove – ovviamente - non è previsto alcun limite puntuale rinviandosi per tali limiti alla normazione di grado inferiore.

In particolare, il Regolamento prevede che le risorse degli Enti previdenziali potranno essere investite in forma diretta ed indiretta, tramite convenzioni. In quest'ultimo caso la scelta del gestore dovrà essere effettuata sulla base di un processo di selezione che garantisca la trasparenza e la competitività del procedimento, improntato a criteri di proporzionalità, atteso che non trovano applicazioni le disposizioni contenute nel D.Lgs. n. 163/2006 (Codice dei contratti pubblici) per effetto dell'articolo 19, comma 1, lett. d) (servizi finanziari).

Rispetto all'investimento immobiliare diretto, gli Enti di previdenza potranno investire le risorse nel limite del 20 per cento del patrimonio, mentre l'investimento in OICR alternativi (FIA), compresi i fondi chiusi, è contenuto entro il limite del 20 per cento delle disponibilità complessive dell'Ente e del 25 per cento del valore dell'OICR alternativo. Tale ultimo limite (investimento FIA) deve essere rispettato anche dalle forme di previdenza complementare (cfr. articolo 5, comma 4, lett. f) del dm n. 166/2014).

Nel caso in cui l'Ente utilizzi le risorse finanziarie per sottoscrivere quote di OICR dovranno essere rispettate talune condizioni che assicurino la coerenza di tale investimento con la politica dell'Ente previdenziale e il rispetto dei criteri di prudenza, efficienza ed efficacia applicando il cosiddetto criterio del *look through*. Pertanto, l'Ente deve essere in grado di saper vagliare caratteristiche e rischi connessi all'investimento in quote di OICR, al fine di garantire il rispetto dei principi e dei criteri stabiliti nello schema di Regolamento proposto in consultazione.

Principali punti di attenzione

1) Viene indicata la necessità di fare procedure competitive per coinvolgimento gestori esterni (nonostante si sia già espresso diversamente al riguardo il tribunale)

L'obbligo in capo agli enti di previdenza di ricorrere alle procedure ad evidenza pubblica per la selezione di operatori economici ai quali affidare la gestione delle disponibilità degli Enti medesimi deriva dalla qualifica di organismi di diritto pubblico (ex articolo 3, comma 27, del D.Lgs. n. 163/2006) attribuita dalla normativa comunitaria e nazionale, dalla giustizia amministrativa, nonché dalla prassi dell'AVCP (oggi ANAC).

In particolare:

a. la normativa comunitaria include espressamente nel novero degli organismi di diritto pubblico gli enti che gestiscono forme obbligatorie di previdenza e di assistenza (cfr. Allegato III, della direttiva 2004/18/CE, relativa al coordinamento delle procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici di lavori, di forniture e di servizi);

b. la normativa nazionale:

- include nell'elenco degli organismi e delle categorie di organismi di diritto pubblico di cui all'articolo 3, comma 27, del D.Lgs. n. 163/2006 (Codice dei contratti pubblici), gli enti che gestiscono forme obbligatorie di previdenza e di assistenza (cfr. Allegato III, del Codice dei contratti pubblici);

- a ciò si aggiunga che, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 32, comma 12, del decreto legge n. 98 del 2011, che ha modificato l'articolo 1, comma 10-ter del decreto legge del 23 ottobre 2008, n. 162, sono stati ricompresi negli elenchi degli organismi e delle categorie di organismi di diritto pubblico, ai fini della applicazione della disciplina di cui al citato decreto legislativo 12 aprile 2006, n.163, gli enti trasformati in associazioni o in fondazioni di cui all'articolo 1 del decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e di cui al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n.103, per cui la contribuzione obbligatoria sia prevista per legge a carico degli iscritti delle associazioni o fondazioni;

c. la giurisprudenza amministrativa prevalente annovera gli enti di previdenza e assistenza tra gli organismi di diritto pubblico soggetti, pertanto, alle procedure ad evidenza pubblica per l'affidamento di servizi, lavori e forniture. In particolare, la giurisprudenza sostiene che gli enti previdenziali, pur se privatizzati, sono soggetti in ogni caso ad articolati sistemi di controllo da parte dei ministeri competenti e della Corte dei Conti determinando quindi una forte influenza statale. Inoltre, sempre secondo la giustizia amministrativa, gli enti privatizzati hanno mantenuto le finalità pubblicistiche consistenti nello svolgimento di attività previdenziali e assistenziali, nonché nell'obbligatoria iscrizione e contribuzione degli appartenenti alle categorie a favore dei quali detti enti risultano istituiti. L'obbligo contributivo costituisce un corollario, appunto, della rilevanza pubblicistica dell'inalterato fine previdenziale (cfr., ex multis Consiglio di Stato sentenza n. 182 del 2006; TAR Lazio, Roma, sez. III, 3 giugno 2005, n. 4364; TAR Lazio, Roma, sez. III bis, 4 agosto 2010, n. 30034);

d. il parere dell'AVCP del 3 febbraio 2011 attribuisce agli enti previdenziali la qualifica di organismi di diritto pubblico. Per quanto sopra, gli enti di previdenza, per quanto obbligati all'applicazione del Codice dei contratti pubblici per l'affidamento di lavori, servizi e fornitura, non sono tenuti ad applicare le stringenti regole contenute nel Codice medesimo qualora decidano di individuare sul mercato un operatore economico (SGR, impresa di assicurazione) alla quale affidare la gestione finanziaria del proprio patrimonio. Ciò in quanto il servizio prestato dal gestore esterno rientrerebbe tra i servizi finanziari (cfr. articolo 19, comma 1, lett. d), del Codice) esclusi dall'applicazione del Codice dei contratti pubblici. Ai sensi dell'articolo 27 del Codice, l'affidamento dei contratti pubblici aventi ad oggetto lavori, servizi forniture, esclusi, dal Codice medesimo, avviene nel rispetto dei principi di economicità, efficacia, imparzialità, parità di trattamento, trasparenza, proporzionalità ed è preceduto da invito ad almeno cinque concorrenti, se compatibile con l'oggetto del contratto.

Per quanto detto, si proporrebbe l'abrogazione delle norme in consultazione con riferimento al processo di selezione del soggetto deputato a gestire le risorse degli Enti e/o di meglio definire le disposizioni oltre che in caso di selezione di un gestore diretto del patrimonio, nel caso di un gestore indiretto (in caso di acquisto di quote di un FIA immobiliare), per cui alcune disposizioni (es. art. 4.1.c) non risulterebbero applicabili.

2) È introdotto un iter di investimento strutturato, in cui assume estrema rilevanza l'approvazione del piano triennale degli investimenti (da pubblicare sul sito internet dell'ente) che può essere utile per avere una overview preventiva sulla size di investimenti

Giova ricordare che il piano triennale di investimento è stato introdotto dal decreto ministeriale 10 novembre 2010 contenente la disciplina delle operazioni di acquisto e vendita di immobili, nonché delle operazioni di utilizzo delle somme rivenienti dall'alienazione degli immobili o delle quote di fondi immobiliari da parte degli enti previdenziali pubblici e privati. In particolare, il citato decreto, attuativo dell'articolo 8, comma 15, del decreto legge n. 78/2010, sancisce nell'articolo 2 l'obbligo in capo agli enti di comunicare al Ministero dell'economia e delle finanze e al Ministero del lavoro e delle politiche sociali entro il 30 novembre di ogni anno un piano triennale di investimento che evidenzia, per ciascun anno, l'ammontare delle operazioni di acquisto e di vendita degli immobili, di cessione delle quote di fondi immobiliari, nonché delle operazioni di utilizzo delle disponibilità liquide provenienti dalla vendita di immobili o da cessione di quote di fondi immobiliari. Gli enti comunicano, inoltre, entro il 30 giugno di ciascun anno, eventuali aggiornamenti del piano. Il citato obbligo deriva dal fatto che gli enti di previdenza sono inserite nell'elenco delle amministrazioni pubbliche inserite nel conto economico consolidato, di cui all'articolo 1 della legge 196/2009 (legge di contabilità e di finanza pubblica), pertanto sono obbligati a concorrere alla formazione dei saldi di finanza pubblica.

3) L'investimento in fondi immobiliari sembrerebbe cappato al 30% delle disponibilità complessive annue

Per i punti 3, 4 e 5 valgono le considerazioni a seguire.

Il limite è identico a quello previsto dall'articolo 5, comma 1, del decreto ministeriale n. 166/2014, recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse. Ciò deriva dall'articolo 14, comma 3, del decreto legge n. 78/2010, che rinvia alla normativa e alla regolamentazione in essere per le forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per la redazione dello schema di regolamento di che trattasi.

Si potrebbe ipotizzare di eliminare/esentare il limite del 30% delle disponibilità in quanto crea troppe rigidità in abbinamento con il limite di cui al punto 5 sotto. Alternativamente, si concorda con la previsione di un "effetto memoria" negli anni successivi per la quota parte di disponibilità non utilizzata. La presenza di un limite al 30% e del 25% nei commi 1 e 7.e per la medesima fattispecie andrebbe meglio chiarito o meglio circostanziato.

4) Sembrerebbero cappati al 20% del patrimonio dell'Ente gli investimenti diretti in immobili

Per i punti 3, 4 e 5 valgono le considerazioni a seguire.

Il limite è identico a quello previsto dall'articolo 5, comma 1, del decreto ministeriale n. 166/2014, recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse. Ciò deriva dall'articolo 14, comma 3, del decreto legge n. 78/2010, che rinvia alla normativa e alla regolamentazione in essere per le forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per la redazione dello schema di regolamento di che trattasi.

Si concorda con il limite all'investimento diretto. Si proporrebbe, però, di specificare come possibilità di rientro nei limiti la strutturazione di fondi immobiliari dedicati (si veda punto successivo). Questo perché altrimenti si potrebbe disperdere valore dovendo rientrare nei limiti in un contesto di mercato riflessivo.

5) Gli investimenti in OICR immobiliari sembrerebbero cappati al 20% delle disponibilità complessive dell'Ente ed al 25% del valore dell'OICR.

Per i punti 3, 4 e 5 valgono le considerazioni a seguire.

Il limite è identico a quello previsto dall'articolo 5, comma 1, del decreto ministeriale n. 166/2014, recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse. Ciò deriva dall'articolo 14, comma 3, del decreto legge n. 78/2010, che rinvia alla

normativa e alla regolamentazione in essere per le forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per la redazione dello schema di regolamento di che trattasi.

Non si comprende come si coordinino i diversi limiti:

i. art. 9, co 1 30% del totale delle disponibilità complessive dell'Ente in OICR alternativi (FIA), compresi i fondi chiusi;

ii. art. 9, co 7, lett. a 20% delle disponibilità complessive dell'Ente in OICR alternativi (FIA), compresi i fondi chiusi;

In sintesi sembrano due limiti diversi per la medesima fattispecie.

Posto che a mente dell'art. 1, co 2, lett. c del TUF gli OICR sono certamente strumenti finanziari, al limite del 30% (o del 20%) se ne aggiungerebbe un altro quello del 5% delle disponibilità complessive (art. 9, co 2) per gli strumenti emessi da uno stesso soggetto che però non si comprende come possa coordinarsi con la possibilità per gli enti di detenere fino al 25% del valore di un OICR alternativo (art. 9, co 7, lett. e)

Il limite di investimento in OICR (20% del patrimonio dell'ente e 25% dell'OICR) è in linea con quanto già ad oggi previsto per i fondi pensione. Diversamente da questi ultimi, le casse di previdenza hanno sempre investito massivamente in immobili e, solitamente, preferiscono strutturarsi dei fondi dedicati sulle specifiche esigenze di investimento. Pertanto, sarebbe opportuno eliminare il limite del 25% dell'OICR (con possibilità di investire fino al 100% in fondi dedicati) e prevedere possibilità di deroga sul limite del 20% (come è stato già previsto per i fondi pensione pre-esistenti). Non sarebbe corretto che per gli OICR si prevedano limiti non previsti per gli investimenti in società immobiliari.

Nel dettaglio (come sotto descritto nella nuova formulazione dell'articolo 9 dello schema di decreto), le modifiche proposte, sono volte ad allineare le disposizioni a quanto già stabilito dal decreto ministeriale del 2 settembre 2014, n. 166 con riferimento ai fondi pensione.

Si proporrebbe, quindi, di (i) eliminare l'ultimo periodo, al fine di ricondurre gli OICR negoziati nei mercati regolamentati, anche se diversi dagli OICVM, nel novero degli strumenti in cui gli Enti investono le proprie disponibilità in misura prevalente; (ii) in ogni caso esentare dal calcolo dei limiti e dall'obbligo di dismissione i fondi immobiliari in cui gli Enti attualmente investono oltre i limiti o quelli istituiti per ridurre l'investimento diretto in immobili.

Si proporrebbe, inoltre, di eliminare il concetto di supervisione (cd."look through") sui fondi immobiliari, perché in contrasto con l'autonomia della SGR e con i contenuti della reportistica prevista dalla normativa per i fondi immobiliari.

6) Ulteriori considerazioni sullo schema di decreto

• Considerata la definizione di "investimenti immobiliari", inclusiva di "quote di fondi immobiliari" e "azioni o quote di società immobiliari", e il richiamo ai FIA ai punti k), l), m), n), o) – a loro volta inclusivi di "fondi immobiliari" – è possibile chiarire se i limiti di concentrazione richiamati al successivo Art. 9 punto 2) dello schema di decreto, sono derogati al punto 3) solo per alcuni "investimenti immobiliari" ivi richiamati, o se la deroga possa essere valida anche per i fondi immobiliari di diritto italiano di tipo chiuso ("FIA italiani riservati"), considerata anche la deroga riportata al punto 5) relativamente ai limiti di detenzione in caso di sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari. I.e.: è possibile avere una definizione più puntuale o "compatta" di investimento immobiliare o "rappresentativo di rischio immobiliare".

• I limiti evidenziati "non si applicano nel caso di sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari": va chiarito se:

- L'applicazione si riferisce anche al caso in cui l'ente di previdenza sia quotista unico, o prevalente, di Fondi Immobiliari gestiti da SGR indipendenti?
- La disposizione potrebbe risultare di impedimento nel caso in cui si volesse costituire come unico azionista – anche per le finalità espresse all'Art. 4 punto 3 – veicoli societari proprietari, anche con strutture multi comparto a delega di gestione esterna?

• Limite del 20% in OICR alternativi compresi fondi chiusi.

Dalla lettura emergerebbe la possibilità di detenere un rischio immobiliare complessivo sul patrimonio, distinto tra diretto e indiretto (fondi) pari al 40% - purché detenuto in parte diretta ed in parte indiretta (considerando un minimo di 50% in attivi quotati su mercati regolamentati, per deduzione).

Appare non chiara questa classificazione, stante il medesimo rischio sottostante, poiché – anche tenuto conto dei limiti temporali di adeguamento e le norme transitorie di cui all'Art. 13 – essa potrebbe avere un impatto lesivo nel medio lungo termine, pur a fronte di processi di razionalizzazione e di ottimizzazione del patrimonio si volessero effettuare da parte degli enti di previdenza. Se detto limite fosse considerato in maniera unitaria per il rischio (e quindi un unico limite al 40% per gli investimenti immobiliari, indipendentemente dalla forma, stante la facoltà di scegliere un modello di gestione prevalente di cui dotarsi, come previsto all'Art. 3), separando detta categoria di rischio dagli altri investimenti non quotati su mercati regolamentati, e dagli altri Investimenti alternativi, non si forzerebbero i processi di smobilizzo e/o altre attività che potrebbero essere lesive degli interessi degli Enti di previdenza, né senza pregiudicare il principio di adeguata diversificazione degli investimenti e il perseguimento di una maggiore liquidità/liquidabilità delle poste.

Mentre per i mandati di tipo mobiliare saranno previsti dei limiti di concentrazione coerenti con quanto disposto dall'Art. 9 punto 2), per i mandati di tipo immobiliare vi potrebbero essere casi in cui l'ente di previdenza nomini come gestori di parte del proprio portafoglio entità che risultano essere gestori solo, od in prevalenza, di attivi di proprietà dell'ente di previdenza – stante la facoltà dell'ente di previdenza di recedere da qualsiasi contratto di gestione e quindi di sostituire il gestore specifico secondo tempistiche predefinite.

Secondo la suddetta metodologia, e pur indicando alcuni obiettivi di investimento minimi, si ritiene difficoltoso indicare nel documento sulla Politica degli Investimenti un numero minimo e massimo di gestori su cui distribuire le attività, stante la Procedura di Selezione che regola il popolamento del patrimonio, il rispetto dei limiti di concentrazione sugli investimenti, il principio dell'adeguata diversificazione degli investimenti, e la richiesta di chiarimento sui limiti agli investimenti immobiliari.

Conclusioni

Si conferma che, a valle della disamina dello schema di Regolamento ministeriale, non sembrano emergere margini apprezzabili per modificare e/o migliorare le disposizioni che regolano l'investimento diretto, nonché indiretto in immobili da parte degli enti di previdenza.

Tuttavia, si potrebbe pensare di modificare lo schema di regolamento al fine di consentire agli enti di incrementare l'investimento in OICR immobiliare anche oltre i limiti stabiliti dallo schema di regolamento, qualora l'ente medesimo non utilizzi le proprie disponibilità in investimenti immobiliari.

Infine, si ricorda che, alla stregua dell'articolo 13 dello schema di regolamento, è previsto un periodo transitorio di 18 mesi entro cui gli enti si dovranno adeguare, ove necessario, al regolamento in oggetto. Una particolare disciplina transitoria è prevista per gli investimenti immobiliari che, in taluni casi, rappresentano una quota rilevante del portafoglio degli enti. Sul punto, gli enti previdenziali che detengono investimenti immobiliari superiori al limite previsto dal regolamento disporranno di un termine di 5 anni dall'entrata in vigore del regolamento stesso per ricondurre l'investimento nel rispetto dei limiti normativi ivi indicati, fatto salvo il principio generale che sono possibili ulteriori deroghe temporanee concesse dai Ministeri vigilanti, previa istanza dell'ente interessato e sentita, al riguardo, la Covip.

Sarebbe, poi, utile comprendere entro quali limiti gli enti possano investire le proprie risorse in azioni o quote di società immobiliari atteso che non appare chiaro la formulazione adottata nell'articolo 9, comma 5, ultimo periodo.

Da ultimo, taluni aspetti potrebbero essere chiariti con una puntuale formulazione delle "definizioni" presenti nello schema di decreto; in particolare, andrebbe inserito nelle definizioni che gli strumenti finanziari immobiliari appartengono alla categoria mobiliare e che per quanto riguarda gli investimenti immobiliari si intendono solo gli investimenti diretti nell'immobiliare. Altro aspetto da valutare concerne l'utilizzo di una terminologia più confacente all'immobiliare (per es. si parla di "convenzioni" e non di "mandati di gestione").