

Dicembre 2014

Fondi pensioni e investimenti alternativi: tra tentativi di riforma e nuova regolamentazione

Emanuele Grippo e Raffaele Sansone, Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners

Sommario: 1. Gli investimenti alternativi e l'evoluzione della regolamentazione dei mercati finanziari: un'introduzione; 2. L'iter che ha condotto all'approvazione del DM 166/2014 e i principi della nuova disciplina; 3. Gli investimenti alternativi: modifiche e opportunità introdotte dal DM 166/2014; 4. (Segue) i limiti degli investimenti dei fondi pensione in fondi alternativi; 5. (Segue) gli investimenti in strumenti derivati; 6. Alcune riflessioni sparse.

1. Gli investimenti alternativi e l'evoluzione della regolamentazione dei mercati finanziari: un'introduzione

In data 13 novembre 2014 è stato pubblicato in gazzetta ufficiale¹ il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze n. 166 del 2 settembre 2014 (“Regolamento recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi di pensione e sulle regole in materia di conflitto di interessi”, di seguito “DM 166/2014”) attuativo dell'articolo 6, comma 5-bis del decreto legislativo n. 252 del 5 dicembre 2005, che ridisegna la disciplina in materia di limiti agli investimenti e conflitti d'interesse dei fondi pensione² sulla base dei principi guida fissati dal medesimo decreto 253/2005.

¹ Il DM 166/2014, in vigore a decorrere dal 28 novembre 2014, riconosce ai i fondi pensione iscritti all'albo tenuto dalla COVIP ai sensi dell'articolo 19, comma 1, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, 18 mesi di tempo per adeguarsi alle nuove disposizioni. Nelle more dell'adeguamento continuano ad applicarsi le disposizioni di cui al DM 703/1996.

² Il DM 166/2014 trova applicazione nei confronti di tutti i fondi pensione, salvo le eccezioni che seguono. Le disposizioni di cui agli artt. 4 e 5 del DM 166/2014 (“investimenti e operazioni consentite e limiti agli investimenti”) non si applicano a: (i) forme pensionistiche complementari attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita di cui all'articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252 (PIP); (ii) fondi pensione preesistenti che gestiscono le attività mediante la stipula di contratti assicurativi di cui ai rami vita I, III e V previsti dal Codice delle assicurazioni private, limitatamente alle predette gestioni assicurative. Le disposizioni di cui agli articoli 3, 4, 5 e 8 del DM 166/2014 si applicano ai fondi pensione interni solo in quanto risultino costituiti come patrimonio

L'emanazione di tale decreto porta a compimento un lungo processo di riforma volto a superare l'articolato del Ministro del Tesoro n. 703 del 21 novembre 1996 (*"Regolamento recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi di pensione e sulle regole in materia di conflitto di interessi"*), di seguito "DM 703/1996", per quasi un ventennio, indiscusso punto di riferimento in materia di investimenti delle risorse dei fondi pensione.

Il nuovo DM 166/2014 innova il precedente quadro normativo introducendo nuove regole che mirano a garantire una maggiore flessibilità nella gestione delle risorse dei fondi pensione, pur nel rispetto di una prudente politica di gestione.

I limiti della regolamentazione del DM 703/1996, incentrata principalmente su restrizioni e vincoli quantitativi, sono emersi in maniera sempre più incisiva nel corso degli anni sulla spinta di diversi impulsi e fattori³.

Dapprima il processo di riforma della previdenza complementare e il recepimento nel nostro ordinamento della direttiva europea sui fondi pensione (direttiva 2003/41/CE, c.d. Direttiva EPAP) hanno imposto di guardare all'esperienza di altri Paesi⁴ europei (e non) e di avviare una prima riflessione sulle linee guida e i principi di fondo di una nuova regolamentazione.

L'evoluzione della regolamentazione dei mercati finanziari, in parte accelerata dal manifestarsi e dal perdurare della crisi economica, ha contribuito poi a creare un ambiente favorevole ad una revisione complessiva della disciplina vigente relativa agli investimenti dei fondi pensioni e per il passaggio ad un approccio di tipo qualitativo in grado di valorizzare (e non solo circoscrivere) il ricorso a nuove e diversificate tipologie di investimenti. E' sufficiente, al riguardo, solo accennare alle opportunità introdotte dalla direttiva 2011/61/UE (c.d. *"Direttiva AIFMD"*) in tema di investimenti

separato ai sensi dell'articolo 2117 del codice civile. Le disposizioni di cui all'articolo 5, commi 1, 2, 3 e 6 si applicano alle forme pensionistiche complementari di cui all'articolo 15-ter del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, limitatamente alla parte del patrimonio relativa alle adesioni raccolte in Italia.

³ Al riguardo è stato autorevolmente osservato nell'ambito del documento di consultazione del 2007 (cfr. paragrafo 2 del presente contributo) che ha avviato l'iter di riforma del DM 703/1996 come *"le limitazioni esistenti sulla tipologia di investimenti ammissibili possono ostacolare l'efficienza gestionale, senza necessariamente garantire, d'altro canto, una migliore protezione degli interessi degli aderenti."*

⁴ Il ricorso a investimenti di tipo alternativo da parte di fondi pensione, incluso l'impiego di strumenti derivati, è generalmente consentito nell'ambito dei diversi ordinamenti europei e da parte delle rispettive Autorità di vigilanza, nella misura in cui tali tipologie di investimento rispondano ad un'esigenza di diversificazione della strategia di investimento, di copertura ovvero di aggiustamento del rischio, ma anche al fine di poter beneficiare dei maggiori rendimenti connessi con il carattere illiquido di tali tipologie di *class assets*. Ciononostante, le peculiari caratteristiche di tali tipologie di investimento – e in particolare il rischio di perdite che ne potrebbero derivare – ha giustificato l'inclusione di talune limitazioni legali all'esposizione in tali tipologie di investimenti oltre che l'adozione da parte delle rispettive Autorità di Vigilanza di *"good practice"* che prevedono il ricorso a procedure di gestione del rischio, maggior coinvolgimento in fase decisione da parte degli organi di gestione dei fondi pensione, maggiore ponderazione nell'implementazione delle politiche di investimento. Cfr. Documento di consultazione del 2007 a cui si fa riferimento al paragrafo 2 del presente contributo.

in fondi alternativi ovvero alle maggiori tutele derivanti del Regolamento EMIR con riguardo ad operazioni in strumenti derivati OTC.

Ad imprimere un significativo impulso nella direzione di un rinnovato quadro regolamentare, da ultimo, rilevano le recenti misure volte a favorire la crescita e la ripresa economica⁵. Nell'ambito di tali interventi legislativi è stato, infatti, chiarito come l'investimento da parte dei fondi pensione in c.d. *minibond* e in fondi di investimento che investono prevalentemente in tali strumenti di debito risulti compatibile con le disposizioni in materia di limiti di investimento⁶. Non parrebbe, dunque, una forzatura leggere un siffatto intervento come espressione di una maggiore apertura del legislatore all'ipotesi in cui i fondi pensioni (e i loro gestori) abbiano in maggior conto, nel definire la relativa politica di investimento così come nell'effettuare le singole operazioni di investimento, esigenze di investimento più concrete e legate a iniziative volta a favorire la necessità di credito per le imprese italiane.

In sintesi può dunque rilevarsi come il DM 166/2014 offra una diversa chiave di lettura per valutare il rapporto tra risorse dei fondi pensione e quelle tipologie di investimenti non "tradizionali" contraddistinti da una bassa correlazione con i principali *benchmark* dei mercati azionari o obbligazionari, oltre che da una più alta potenzialità di rendimento a fronte di un maggiore rischio. In altri termini, a quelle tipologie di investimenti che la prassi finanziaria ha ricondotto nell'ambito dell'ampia categoria degli investimenti c.d. alternativi⁷.

⁵ Il riferimento è al decreto legge n. 145 del 23 dicembre 2013, convertito con modificazioni dalla legge n. 9 del 21 febbraio 2014 (c.d. "*Destinazione Italia*") e in particolare all'art.12, la cui norma è volta a chiarire che "*l'investimento nei titoli e nelle quote di fondi di cui al presente comma [n.d.r. le obbligazioni, le cambiali finanziarie e i titoli similari ai sensi del decreto destinazione Italia (inclusi i c.d. minibond) e le quote di fondi di investimento che investono prevalentemente negli anzidetti strumenti finanziari] è altresì compatibile con le vigenti disposizioni in materia di limiti di investimento di fondi pensione*".

⁶ Il DM 703/1996 contiene la seguente previsione: "*Il fondo pensione nella gestione delle proprie disponibilità tiene conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese*". La scelta di mantenere o elidere questo inciso dal testo del nuovo 703 è stato oggetto di dibattito. Secondo alcuni dei partecipanti alla consultazione, infatti, il vincolo di tenere conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese non risultava in linea con la direttiva EPAP e con il decreto legislativo 252/2005. Inoltre c'era chi paventava il rischio di una eccessiva esposizione in strumenti finanziari emessi da PMI. La scelta di non riportare tale riferimento nel DM 166/2014 ci sembra corretta interpretarla come la volontà di non introdurre un vincolo espresso (non richiesto, tra l'altro, dalla normativa comunitaria), sebbene la possibilità di investire in strumenti emessi dalle PMI rimanga (*a fortiori* a seguito del decreto Destinazione Italia) un'opzione percorribile per i fondi pensione e compatibile (nel rispetto delle limitazioni di natura quantitativa) con le regole in materia di investimento delle risorse previdenziali.

⁷ Sotto il profilo normativo è nota l'assenza di una definizione unitaria di "investimento alternativo", sebbene il legislatore nel corso degli anni abbia – in differenti contesti e da più angolature – ricercato formulazioni volte a identificare e ricomprendere tali tipologie di investimenti. Nell'ambito del presente contributo si farà riferimento a tale definizione per ricomprendere una serie di investimenti che espongono a maggiori rischi di ritorno o liquidabilità del capitale quali ad esempio gli investimenti in titoli di debito o di capitale non negoziati, quote di fondi alternativi ovvero strumenti derivati. Come autorevolmente osservato nell'ambito di uno studio congiunto del dicembre 2011 a firma del

Con il presente contributo ci prefiggiamo di ripercorrere le diverse fasi del processo di riforma della disciplina in materia di limiti agli investimenti dei fondi pensione e di valutare i contenuti del nuovo DM 166/2014 prestando particolare attenzione a quei fattori che hanno indotto a “ripensare” le finalità di tutela della presente disciplina. Anche tenuto conto degli effetti di alcune fondamentali normative di matrice europea che stanno, come accennato, progressivamente cambiando il volto di determinate tipologie di investimenti, l’analisi sarà indirizzata a comprendere se ed in che misura le risorse raccolte da parte di un fondo pensione possano essere impiegate in investimenti cosiddetti alternativi, al fine di poter cogliere i benefici derivanti dall’evoluzione dei mercati finanziari.

Non tratteremo, invece, la disciplina in materia di conflitti di interesse, pur innovata dal DM 166/2014. Al riguardo, ci limitiamo ad osservare come l’approccio perseguito dal nuovo decreto ministeriale miri a favorire l’identificazione e la gestione dei conflitti di interesse, ricalcando un modello di regolamentazione oramai consolidato con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento nel contesto del recepimento della Direttiva MiFID.

2. L’iter che ha condotto all’approvazione del DM 166/2014 e i principi della nuova disciplina

La riflessione circa l’opportunità di rivedere le regole di cui al DM 703/1996 nell’ottica di prediligere un approccio volto ad accrescere la responsabilità dei fondi pensione e la miglior capacità di gestione e controllo dei rischi da parte di questi ultimi, è stata avviata all’indomani dell’emanazione del decreto legislativo n. 28 del 6 febbraio 2007, attuativo della Direttiva EPAP⁸.

A dare avvio al processo di riforma del DM 703/1996, sul finire del 2007, un documento di consultazione dell’allora Ministero del Tesoro che individuava le possibili linee di revisione della disciplina, sottoponendo al mercato una serie di quesiti finalizzati all’elaborazione di un primo schema di “nuovo 703”, capace di tener conto delle istanze del mercato e degli operatori. A tale documento è poi seguito (nel maggio

Organisation for Economic Co-operation and Development (“OECD”) e del international organization of pension supervisors (“IOPS”) il concetto di investimenti alternativi risulta dinamico ed in continua evoluzione oltre che strettamente legato allo sviluppo dei mercati finanziari: “in materia finanziaria la regolamentazione è notoriamente soggetta a una rapida obsolescenza: da un lato, l’innovazione finanziaria può rapidamente rendere più facilmente gestibili alcuni rischi, dall’altro lato, nuove tipologie di rischio possono essere veicolate attraverso strumenti finanziari esistenti, senza modificarne la forma giuridica”.

⁸ Tale decreto ha modificato l’art. 6, comma 5-bis del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, recante i principi guida che il regolatore secondario deve seguire nella definizione dei limiti agli investimenti e dei conflitti d’interesse. E’ bene osservare come già la normativa primaria ponga l’accento sui principi di fondo della disciplina (*in primis*: il perseguimento dell’interesse degli iscritti) e sui criteri di investimento richiedendo di ricorrere a “eventuali” limiti espliciti di natura quantitativa soltanto laddove necessario e giustificato in un’ottica prudenziale.

del 2012) una seconda fase di consultazione su uno schema di decreto ministeriale che sotto diversi aspetti già ricalcava la struttura e il tenore del DM 166/2014⁹.

E' lo stesso regolatore che, già nel documento di consultazione del 2007, riconosceva senza remore¹⁰ come l'esperienza decennale maturata nell'applicazione del DM 703/1996 – decreto apostrofato in tale occasione come “obsoleto” a fronte dell'evoluzione dei mercati finanziari – avesse dimostrato l'inefficacia di talune previsioni poste a tutela degli iscritti a fronte dei rischi finanziari derivanti dalla gestione delle risorse dei fondi pensione¹¹.

Il documento di consultazione del 2007 individuava poi i principi e le linee guida del processo di riforma nonché i criteri generali di gestione e i presidi per i fondi pensione da implementare in un'ottica di revisione del DM 703/1996. Tali principi hanno mantenuto la loro centralità anche nel corso delle successive fasi di pubblica consultazioni, nei relativi schemi di decreto e nel disposto finale del DM 166/2014.

Il principio di prudenza (ovvero anche della “persona prudente”) rappresenta senza dubbio il cardine della nuova disciplina dei limiti agli investimenti dei fondi pensione¹². Tale principio, espresso dall'art.18 della Direttiva EPAP, si declina in primo luogo come criterio di responsabilizzazione dei fondi pensione che – proprio in virtù delle finalità della raccolta del risparmio previdenziale – sono chiamati a definire e

⁹ Le ragioni per cui tali schemi si siano tradotti in decreto soltanto dopo diversi anni sono molteplici. A rendere travagliato l'iter di riforma ha contribuito l'insieme di più fattori. Da un lato, il contesto macroeconomico e la crisi economia manifestatasi a partire dal 2008 che ha indotto a rinviare l'approvazione di una regolamentazione apparentemente a maglie più larghe e più permissiva di quella vigente. Dall'altro, le difficoltà riscontrate nel perseguire un non facile equilibrio tra esposizione dei fondi pensione nei confronti di *assets* non tradizionali e autonomia gestionale del fondo nel definire l'allocazione ottimale delle proprie risorse. Non da ultimo va segnalato come anche l'esistenza di normative in fase di implementazione, tra cui la stessa Direttiva AIFMD e il regolamento EMIR hanno avuto il loro peso nella decisione di rinviare tale riforma.

¹⁰ Nell'ambito del documento di consultazione del 2007 si legge: “la ormai più che decennale esperienza maturata nell'applicazione del DM 703/1996 ha permesso di evidenziare aspetti della normativa che potrebbero essere migliorati” e ancora “i limiti quantitativi non appaiono uno strumento idoneo ad assicurare un contenimento efficace dell'esposizione del portafoglio ai rischi o una sua adeguata diversificazione”.

¹¹ Il suddetto documento risulta altrettanto esauriente anche nell'individuare quelli che si sono dimostrati essere le conseguenze e gli effetti dell'impostazione perseguita dal DM 703/1996 sul mercato dei fondi pensione. Oltre a precludere – ovvero fortemente circoscrivere – determinate tipologie di investimenti (si pensi, ad esempio, agli investimenti in paesi emergenti o *commodities*) in virtù delle limitazioni espresse, il DM 703/1996 avrebbe determinato secondo le valutazioni del Ministero anche un basso ricorso a investimenti pur consentiti dalla normativa, quali ad esempio quelli di tipo immobiliare, o in altre classi di attività poco correlate con i mercati finanziari, come ad esempio il *private equity*. Allo stesso tempo, le analisi condotte nell'ambito del documento di consultazione davano conto anche di un atteggiamento imitativo tra gli stessi fondi pensione registrando una tendenza degli operatori a non discostarsi eccessivamente l'uno dall'altro nelle scelte di gestione.

¹² Il medesimo principio è riscontrabile in ambito assicurativo nella gestione degli investimenti e nell'individuazione degli attivi a copertura delle riserve tecniche. Si veda in particolare l'art. 28 del Regolamento IVASS N. 36 del 31 gennaio 2011.

implementare scelte di investimento coerenti da un punto di vista della prudente gestione oltre che a rendere conto agli iscritti di tali scelte.

Emerge dunque come il perseguimento di finalità di protezione degli interessi degli aderenti e dei beneficiari delle prestazioni non possa prescindere da un processo volto a intervenire sulle strutture organizzative e professionali di ciascun fondo pensione e, in particolare, sui processi decisionali relativi agli investimenti, da sviluppare in coerenza con la politica di investimento adottata dalla forma pensionistica.

L'adozione di un simile modello, tendente all'allargamento delle opzioni di investimento e all'attribuzione ai fondi pensione di un maggior grado di libertà nel determinare le scelte gestionali, verrebbe compensato, dunque, nelle intenzioni del regolatore, da un miglioramento dei processi di comprensione, controllo e gestione continua da parte di ciascun fondo di tutti i rischi cui sarebbe esposto nell'amministrazione delle risorse oltre che da una più puntuale individuazione delle relative responsabilità.

Tali linee guida del processo di riforma avviato nel 2007 sono stati fatti propri e recepiti dall'articolo 3 del nuovo DM 166/2014 (che ricalca nei contenuti l'articolo 3 dello schema di regolamento posto in consultazione nel 2012).

In particolare tale disposizione – dopo aver ribadito che i fondi pensioni sono chiamati a perseguire, nel rispetto del principio della sana e prudente gestione¹³, l'interesse degli aderenti e dei beneficiari delle prestazioni pensionistiche – individua i principali criteri da osservare nella gestione delle relative disponibilità (tra cui ottimizzazione della combinazione redditività-rischio, diversificazione del portafoglio, ottimizzazione dei risultati a fronte del contenimento dei costi di transazione, di gestione e di funzionamento) e sottolinea la necessità di adottare strategie di investimento coerenti con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute¹⁴.

Allo stesso tempo, il menzionato articolo 3 del DM interviene sul piano dell'assetto organizzativo, richiedendo espressamente l'adozione di procedure e di strutture

¹³ Il concetto di sana e prudente gestione che pervade l'intero settore finanziario nasce principalmente in ambito bancario. In tale contesto, la sana gestione è intesa come quella gestione profittevole, che avviene nel rispetto della concorrenza, e allo stesso tempo autonoma rispetto a interessi diversi da quelli bancari, mentre la prudenza è rappresentata principalmente dall'avversione al rischio conseguente all'utilizzo di denaro ricevuto con obbligo di rimborso. Come evidenziato, in dottrina, tale principio viene poi ampiamente utilizzato, e abusato, per giustificare una serie di disposizioni e interventi di varia natura (si vedano i riferimenti contenuti in S. AMBROSINO, *Commento all'articolo 14*, in F. CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, 119-128).

¹⁴ In particolare il DM 166/2014 richiede che venga assicurata *“la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività, avendo come obiettivo l'equilibrio finanziario nonché la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investimenti, privilegiando gli strumenti finanziari con basso grado di rischio, anche facendo ricorso a titoli di debito emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri dell'Unione Europea”*.

organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio, alla politica di investimento, ai rischi assunti nella gestione, alla modalità di gestione diretta e/o indiretta ed alla percentuale di investimenti effettuati in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati, adottando processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere congruenti politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio.

Va notato, per inciso, come la formulazione di tale disposizione sembrerebbe ispirata da un principio di proporzionalità già noto al nostro ordinamento finanziario¹⁵ e consentirebbe di parametrare le misure da implementare in relazione (non tanto alla struttura o tipologia di fondo pensione) quanto alla dimensione e complessità dei portafogli effettivamente gestiti, avendo particolare riguardo ai presidi da implementare qualora si intendano impiegare risorse in investimenti alternativi.

3. Gli investimenti alternativi: modifiche e opportunità introdotte dal DM 166/2014

Gli attuali limiti agli investimenti previsti dal DM 703/1996 si fondano – oltre che su differenziazioni per tipologie di emittenti (in particolare se residenti in paesi OCSE o meno) e di strumenti finanziari – sull’assunto che i soli mercati regolamentati dell’Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone siano effettivamente idonei a garantire un livello sufficiente di affidabilità e liquidità e, quindi, a contenere il rischio di investimento delle risorse riferibili al risparmio previdenziale. Diversamente i titoli non negoziati ovvero i titoli negoziati in altri mercati diversi da quelli menzionati non presenterebbero le medesime tutele e, pertanto, dovrebbero essere fortemente limitati ovvero del tutto preclusi se l’emittente non è residente in Paesi OCSE¹⁶. Su tali basi il DM 703/1996 individua per ciascuna *asset class* le note percentuali massime detenibili da parte dei fondi pensione.

Con il DM 166/2014 è evidente il cambio di prospettiva. Perseguendo l’obiettivo dichiarato di garantire una maggiore flessibilità e semplificazione seppur nel rispetto dei limiti della prudente gestione del fondo pensione, il nuovo decreto ministeriale fa venir meno molte delle precedenti restrizioni¹⁷ ora sostituite da vincoli di natura qualitativa (ad esempio è previsto che il fondo pensione debba investire in misura prevalente in

¹⁵ Si pensi, a mero titolo esemplificativo, alla disciplina in materia di prevenzione e contrasto del terrorismo internazionale di cui al decreto legislativo n. 231 del 21 novembre 2007 e alle relative disposizioni attuative.

¹⁶ La recente storia ha tuttavia dimostrato i limiti di una simile impostazione. E’ sufficiente far menzione della rischiosità di taluni investimenti in titoli sovrani di paesi OCSE quali, ad esempio, la Grecia a fronte della recente crisi economica che complo l’area-euro.

¹⁷ Un esempio può forse essere utile per cogliere il nuovo quadro normativo: il DM 703/96 consentirebbe l’investimento in titoli di debito di *large company* USA non quotate in un mercato entro il limite complessivo del 20% del patrimonio del fondo pensione mentre impedirebbe di investire in equivalenti compagnie cinesi, non essendo gli emittenti soggetti OCSE. Diversamente il DM 166/2014 consentirebbe l’investimento in titoli di debito *corporate*, siano essi di emittenti USA o cinesi, entro il limite massimo del 30% e comunque entro livelli prudenziali.

strumenti finanziari e che presentino un basso grado di rischio, prediligendo gli emittenti di Paesi a minor rischio)¹⁸.

Quanto alle limitazioni quantitative previste dal DM 166/2014, viene introdotto un nuovo limite del 30% delle disponibilità complessive del fondo pensione per gli investimenti in titoli non negoziati e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) alternativi (FIA)¹⁹; con specifico riferimento agli investimenti in FIA²⁰, è previsto l'ulteriore limite del 20% delle disponibilità complessive del fondo pensione e del 25% del valore del FIA.

Il DM 166/2014 rivede anche i limiti di concentrazione riferibili a ciascun emittente prevedendo un limite del 5%²¹, salvo alcune deroghe espresse nel caso di determinati tipologie di fondi alternativi (indicate al successivo paragrafo) e di titoli sovrani di paesi OCSE come indicato in dettaglio all'art. 5, comma 3, del DM 166/2014.

Seguendo tale impostazione il DM 166/2014 circoscrive il margine operativo dei fondi pensione in investimenti alternativi. Pur non ricomprendendo in una definizione unitaria (cui far seguire un regime uniforme di restrizioni e limiti) tali categorie di investimenti, il decreto ministeriale traccia una linea immaginaria di demarcazione tra strumenti negoziati (minimo 70% del disponibilità complessive del fondo pensione) e strumenti non negoziati in mercati regolamentati (massimo 30% del disponibilità complessive del fondo pensione); per poi far rientrare nella categoria degli strumenti negoziati (prescindendo però dall'effettiva quotazione) anche gli OICR armonizzati ai sensi della direttiva 85/611/CEE ("OICVM") e i depositi bancari, mentre nella categoria degli

¹⁸ Secondo quanto previsto dagli artt. 3 e 4 del DM 166/2014 ciascun fondo pensione dovrà comunque investire le risorse *"in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati"* privilegiando nel definire la propria strategia di investimento *"gli strumenti finanziari con basso grado di rischio, anche facendo ricorso a titoli di debito emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri dell'Unione Europea"*.

¹⁹ Rientrerebbero nella definizione di "OICR alternativi (FIA)", secondo la definizione del DM 166/2014, le seguenti tipologie: OICR alternativo italiano (FIA italiano), OICR alternativi UE (FIA UE), OICR alternativi non UE (FIA non UE).

²⁰ Il DM 166/2014 per identificare i limiti specifici (rispetto al limite generale del 30% che ricomprenderebbe congiuntamente investimenti in strumenti non quotati e investimenti in "OICR alternativi (FIA)") del 20% e del 25% per gli investimenti in fondi alternativi, utilizza le seguenti espressioni *"investimento in FIA"* e *"25 per cento del valore del FIA"* e non - come invece ci sembrerebbe più coerente (mancando all'art. 1 del DM 166/2014 la definizione soltanto di "FIA") - *"investimento in OICR alternativi (FIA)"* e *"25 per cento del valore del OICR alternativi (FIA)"*.

²¹ In particolare i fondi pensione, tenuto conto anche dell'esposizione derivante da investimenti in strumenti derivati, non dovranno investire più del 5% delle loro disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10% in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo. Inoltre con particolare riferimento agli strumenti finanziari connessi a merci, il DM 166/2014 chiarisce che i fondi pensione potranno investire in tali strumenti entro il limite del 5% delle loro disponibilità complessive purché emessi da controparti di primaria affidabilità, solidità e reputazione, mentre non saranno espressamente ammessi derivati connessi a merci per i quali esiste l'obbligo di consegna del sottostante a scadenza.

strumenti non quotati verrebbero ricondotti, come anticipato, gli OICR alternativi (FIA)²².

In altri termini il DM 166/2014 individuerebbe due macro-classi di investimenti: (i) una prima composta da attivi prontamente liquidabili e la cui affidabilità deriverebbe dallo *status* di emittente quotato e (ii) una seconda composta da *asset* di non pronto smobilizzo e da quote di fondi alternativi nei limiti consentiti dallo stesso DM 166/2014. A tale ultima macro categoria occorrerà dunque riferirsi nel valutare la possibilità di porre in essere singoli investimenti c.d. alternativi.

4. (Segue) i limiti degli investimenti dei fondi pensione in fondi alternativi

Alcune riflessioni più di dettaglio necessitano di essere svolte con riguardo alla possibilità di investimento da parte di fondi pensione in organismi di investimento collettivo del risparmio.

Il rischio che tali investimenti possano rappresentare uno schermo per superare le limitazioni e i vincoli all'impiego delle risorse dei fondi pensione, ha indotto il regolatore e le Autorità di vigilanza, nel corso degli anni, a porre in essere e implementare specifiche forme di tutela e presidi.

L'approccio del DM 703/1996 è stato quello di consentire l'investimento in fondi d'investimento "affidabili" e con strutture chiare e lineari: nello specifico in OICVM disciplinati dal diritto italiano o autorizzati all'offerta in Italia nonché in fondi chiusi entro determinati limiti²³. La COVIP con comunicazione del 2009 richiedeva poi ai fondi pensione di assicurarsi che la politica di investimento del fondo *target* prescelto fosse coerente con la politica e i limiti di investimento applicabili in caso di investimento diretto da parte del medesimo fondo pensione (in applicazione di un generale principio di "look through")²⁴.

²² Potrebbe residuare il dubbio circa la necessità di dover includere le quote di fondi immobiliari quotati nel limite posto al 30% relativo agli investimenti in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati ed in OICR alternativi (FIA). In considerazione della natura comunque di OICR alternativi delle quote di fondi immobiliari, ci sembra corretto – in mancanza di un'esenzione espressa – ricomprendere tali strumenti entro il suddetto limite.

²³ Il DM 703/1996 consente ai fondi pensione di investire sia in quote di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 85/611/CEE ("OICVM") sia in quote di fondi di investimento di tipo chiuso mobiliari e immobiliari. In relazione agli investimenti in quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento del valore del fondo chiuso. Il DM 703/1996 non contiene espliciti riferimenti ai fondi speculativi. La COVIP con comunicazione nell'aprile 2011 ha inoltre chiarito che per fondi comuni di investimento chiusi si devono intendere quelli di diritto italiano disciplinati dal D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché quelli autorizzati all'offerta in Italia secondo le disposizioni del Testo Unico della Finanza.

²⁴ In particolare veniva richiesto ai fondi pensione di effettuare anche un esame specifico degli attivi in cui investono i singoli OICR, tenendo conto del grado di rischio assunto e della capacità di acquisire con facilità le informazioni necessarie per monitorare le scelte di investimento poste in essere da tali organismi di investimento.

Con l'emanazione del DM 166/2014 le disposizioni circa gli investimenti dei fondi pensione in OICR hanno assunto connotati più puntuali e sono stati rivisti anche alla luce della Direttiva AIFMD. Allo stesso tempo anche il principio del *look through* sembrerebbe aver trovato espressa definizione regolamentare.

In particolare il comma 4 dell'art. 5 del DM 166/2014 completa le disposizioni sulle tipologie di organismi di investimento ammissibili e detta le condizioni cui è subordinato l'investimento in OICR.

Si è già avuto modo di accennare al precedente paragrafo, come vi sia stata una sostanziale apertura alla possibilità per i fondi pensione di investire non soltanto in OICVM bensì anche (nei limiti sopra indicati) in fondi alternativi rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD²⁵. A dir il vero il DM 166/2014 sembrerebbe ricomprendere sia FIA EU che FIA non UE, salvo poi precisare che l'investimento in FIA non EU non commercializzati in Italia è consentito solo in presenza di accordi di cooperazione tra l'Autorità competente del Paese d'origine del FIA e le Autorità italiane²⁶.

Sempre con riferimento agli investimenti in OICR, è opportuno sottolineare, infine, come il DM 166/2014 abbia previsto una deroga espresse ai limiti di concentrazione proprio. In tal senso, il DM 166/2014 all'articolo 5, comma 3 stabilisce che i limiti di concentrazione per singolo emittente e per gruppo non trovano applicazione nel caso di investimenti in quote o azioni di OICVM, FIA italiani diversi da quelli riservati, FIA UE e non UE autorizzati alla commercializzazione in Italia ai sensi dell'articolo 44, comma 5, del Testo Unico della Finanza.

A completamento delle previsioni in materia di investimenti dei fondi pensione in OICR rilevano ulteriori previsioni volte ad assicurare una più ampia consapevolezza in capo al fondo pensione circa l'opportunità di investire in OICR. In particolare il fondo pensione sarà tenuto ai sensi del DM 166/2014 a motivare una la scelta di investire in OICR avendo riguardo sia alle caratteristiche dimensionali del fondo che alla politica di investimento adottata, evidenziando come tale investimento debba corrispondere a criteri di efficienza ed efficacia.

Con riferimento al principio di *look through*, il DM 166/2014 richiede ai fondi pensione di assicurarsi che la politica di investimento degli OICR sia compatibile con quella del

²⁵ Sembrerebbe quindi plausibile che, decisa l'allocazione di una parte del patrimonio in fondi alternativi, il fondo pensione effettui uno *screening* del profilo rischio/rendimento di tutti i prodotti disponibili sul mercato e, una volta effettuata la *due diligence* (e fatte salve le dovute analisi di natura fiscale), possa decidere di investire anche in un fondo non autorizzato all'offerta in Italia. Resteremmo in ogni caso fermi i limiti di concentrazione per singoli fondi.

²⁶ La possibilità di ricorrere a tali convenzione appare estremamente rara. Ne deriverebbe di fatto l'esclusione dal novero dell'investimento in fondi alternativi di i larga parte dell'universo degli attuali fondi *hedge*. Tuttavia con l'implementazione dell'AIFMD ci si attende un notevole ampliamento dell'offerta di fondi rispetto al panorama attuale.

fondo pensione e nello specifico di essere in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun OICR al fine di garantire il rispetto dei principi e dei criteri stabiliti nel DM 166/2014 per il portafoglio nel suo complesso; è infine richiesto di accertare che l'investimento in OICR non sia potenzialmente in grado di generare una concentrazione del rischio incompatibile con i parametri di riferimento scelti dal fondo pensione. Quale condizione di natura genarle è inoltre richiesto che l'investimento in OICR non dia luogo a oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti.

Quanto precede appare sufficiente per notare come le previsioni relative agli investimenti in OICR rappresentino uno degli elementi di maggiore novità della nuova disciplina.

Pur non potendo non rilevare la frammentarietà di tali previsioni nel corpo del DM 166/2014 oltre che la poca chiarezza di talune espressioni utilizzate²⁷, va valutato positivamente sforzo di tale nuova regolamentazione nel cercare di cogliere i benefici derivanti dall'implementazione della Direttiva AIFM, che mira a migliorare le regole di condotta, trasparenza e in generale di vigilanza applicabili ai gestori che offrono e strutturano organismi di investimento alternativi.

Alla Direttiva AIFM va riconosciuto, tra le altre cose, il merito di favorire una più ampia offerta di prodotti tendenti ad una maggiore personalizzazione (ad es. in tema di *governance* e/o di diritti degli investitori) che, pertanto, potrebbero risultare idonei per rispondere alle esigenze degli investitori più sofisticati e attenti, tra i quali potrebbero rientrare anche i fondi pensione.

Alcune perplessità circa l'effettiva possibilità di poter beneficiare appieno dell'investimento in OICR per veicolare l'eventuale componente di investimenti alternativi permarrebbero tuttavia in relazione alla formulazione dei limiti di concentrazione anche tenuto conto della necessità di applicare gli stessi a livello di singolo comparto del fondo pensione. L'articolo 5, comma 9 del DM 166/2014 richiede, infatti, che laddove il fondo pensione sia strutturato in una pluralità di comparti, i limiti e i criteri di investimento (incluso dunque il limite 20% delle disponibilità complessive del fondo pensione e del 25% del valore del FIA) trovino applicazione in relazione alle disponibilità del singolo comparto. In tal senso, alcune ulteriori limitazioni potrebbero di fatto sorgere nel caso di investimenti in fondi alternativi da parte di fondi pensione o comparti con patrimoni esigui. Allo stesso tempo i limiti di concentrazione potrebbero essere d'ostacolo nell'investimento in fondi alternativi che non beneficerebbero dell'esenzione di cui all'articolo 5, comma 3, del DM 166/2014.

²⁷ Si veda ad esempio quanto osservato alla precedente nota 20.

5. (Segue) gli investimenti in strumenti derivati

Con riferimento all'operatività in derivati ci si limiterà in questa sede ad osservare come la nuova regolamentazione prevista dal DM 166/2014, consenta ai fondi pensione di investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari derivati “*per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione*”²⁸. Tale espressione lascerebbe dunque margini operativi più ampi rispetto alla precedente formulazione del DM 703/1996 che, di fatto, circoscriveva l'operatività in derivati alle sole operazioni indicate dal medesimo decreto aventi finalità di copertura²⁹.

L'utilizzo di derivati alla luce del nuovo DM 166/2014 dovrà, ad ogni modo, essere adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche dimensionali, alla politica di investimento adottata e alle esigenze degli aderenti e dei beneficiari delle prestazioni pensionistiche.

Con particolare riferimento all'utilizzo di derivati OTC, il DM 166/2014 prevede che il fondo pensione valuti in ogni momento tutti i rischi connessi con l'operatività in derivati e monitori costantemente l'esposizione generata da tali operazioni, stabilendo che i derivati non possono generare un'esposizione al rischio finanziario superiore a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato³⁰. Permane, invece, il divieto di vendite allo scoperto e di operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto.

²⁸ Sul punto vale la pena di ricordare quanto emerso nell'ambito della fase di pubblica consultazione del 2007 (cfr. paragrafo 2 del presente contributo) in cui è stato osservato come: “*La norma prevede che i fondi pensione possano investire in derivati “esclusivamente per finalità di riduzione del rischio e di efficiente gestione”. Tale dicitura richiama la lettera d) del primo comma dell'art. 18 della direttiva 2003/41/UE. Tuttavia, il testo della direttiva citata utilizza la congiunzione “o”, consentendo in questo caso un utilizzo dei derivati per almeno una delle due finalità. Potrebbe essere pertanto opportuna una riformulazione della norma che richiami in modo più stringente la previsione della direttiva. Inoltre, la direttiva utilizza il termine “gestione efficace”, mentre lo schema di regolamento fa riferimento a una “efficiente gestione”. Da un punto di vista terminologico, efficacia ed efficienza hanno significati non del tutto coincidenti; e quindi è opportuno che venga meglio specificato il significato di tale espressione. Anche in altri ambiti, ad esempio quello assicurativo (cfr. Regolamento Isvap n. 36 del 2011, art. 33, comma 1, lettera a), l'utilizzo dei derivati deve essere finalizzato alla riduzione del rischio o a un'efficace gestione”.*

²⁹ Il DM 703/1996 enumera una serie di operazioni in derivati espressamente consentite. In particolare rilevano le operazioni che: (i) generano un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato; (ii) eliminano il rischio finanziario degli strumenti sottostanti il contratto derivato; (iii) assicurano il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni avverse dei loro prezzi; (iv) assicurano maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli risultanti da acquisti a pronti.

³⁰ Anche la riforma del mercato dei derivati OTC, che si connota per lo sforzo di rendere tali scambi più trasparenti e stabili attraverso l'imposizione di sistemi di compensazione oltre che di obblighi di natura informativa, consentirebbero a investitori “più prudenti” una diversa ponderazione dell'effettivo grado di rischio connesso a tali impieghi.

6. Alcune riflessioni sparse

L'aver ripercorso le diverse disposizioni del DM 166/2014 in tema di investimenti alternativi consente di apprezzare lo sforzo del regolatore nel cercare di creare una base regolamentare comune entro cui i fondi pensione possano sviluppare politiche di investimento contraddistinte da una maggiore flessibilità e strategie di portafoglio ottimali in termini di rischio/rendimento.

Si è avuto anche modo di osservare come l'adozione di un approccio meno rigido e restrittivo abbia quale necessaria contropartita quella di richiedere l'implementazione e il rafforzamento dei presidi organizzativi e di controllo³¹. Disporre di professionalità e risorse così come di mezzi, strumenti e procedure atte a garantire l'effettiva conoscenza e gestione dei rischi inerenti gli investimenti rappresenterebbe, come già accennato, condizione imprescindibile della nuova regolamentazione per il passaggio ad un approccio "qualitativo" comunque capace di assicurare una sana e prudente gestione di ciascun fondo pensione nell'interesse degli aderenti e dei beneficiari delle prestazioni previdenziali.

Ciò posto, una prima valutazione circa l'efficacia delle soluzioni adottate dal DM 166/2014 rispetto agli obiettivi prefissati potrà essere effettuata solo al termine dell'anno previsto dalla disciplina transitoria³² e alla luce degli sforzi che i fondi pensione sapranno compiere per ripensare la propria organizzazione e *governance*, i processi decisionali nonché i rapporti con eventuali gestori esterni.

Per far ciò sarà quindi necessario rivedere procedure, regolamenti del fondo, convenzioni di gestione e qualsiasi documento utile alla luce di quanto richiesto dalla nuova regolamentazione. Quanto maggiore sarà il coinvolgimento dei fondi pensione nella gestione delle risorse, tanto più gli strumenti di *self regulation* che il fondo pensione intenderà implementare dovranno risultare idonei a definire e individuare internamente compiti e responsabilità in linea con le attese del DM 166/2014.

Al riguardo, va osservato come il DM 166/2014 in più passaggi richieda che le scelte legate agli investimenti siano adeguatamente motivate da parte del fondo pensione, sebbene non precisi in concreto le relative modalità. Sembrerebbe esservi dunque discrezionalità circa le forme più idonee da adottare in relazione alla struttura organizzativa del fondo e alle specifiche modalità tecniche di gestione delle risorse finanziarie implementate.

³¹ In particolare il documento di consultazione del 2007 (cfr. paragrafo 2 del presente contributo) individuava quali elementi necessari per consentire un passaggio ordinato a tale nuovo sistema, un adeguamento delle caratteristiche organizzative dei fondi pensione (risorse umane, tecnologia, sistema informativo,...) e in particolar modo sottolineava la necessità di adeguatezza della struttura amministrativa professionale e tecnica per la gestione e il monitoraggio dell'investimento e del rischio.

³² Si veda quanto indicato in nota 1.

Allo stesso tempo, ampio margine discrezionale è lasciato al fondo pensione che intende ricorrere ad un gestore esterno nel definire le modifiche e le integrazioni alle relative convenzioni necessarie in un'ottica di adeguamento al nuovo regolamento.

Da ultimo, occorre ricordare come previsioni analoghe a quelle previste dal DM 166/2014 per la gestione delle risorse dei fondi pensione siano state proposte anche in relazione agli investimenti delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali privatizzati e di quelli privati³³. Anche in tal caso, acquisirà importanza centrale la capacità di tali soggetti di dare rilievo e implementare la capacità gestionali, di controllo e ai relativi processi decisionali in particolar modo nell'ipotesi di investimenti di tipo alternativo.

³³ E' attualmente in fase di pubblica consultazione uno schema di regolamento che prevede nuovi obblighi e limitazioni che inizieranno a decorrere dal 1° gennaio / 1° luglio successivi all'entrata in vigore dello schema di decreto ai sensi dell'articolo 29 del decreto legge numero 69 del 21 giugno 2013. Si prevede inoltre un periodo transitorio di 18 mesi entro cui gli Enti saranno tenuti ad adeguarsi alle previsioni schema di decreto. Ciò nonostante, una particolare disciplina è prevista per gli investimenti immobiliari (che, in svariati casi, rappresentano una quota rilevante del portafoglio degli Enti), con riferimento ai quali il periodo per adeguarsi alla nuova regolamentazione sarà di 5 anni.