



GESTIONE DEL RISCHIO

NUOVI LIMITI DI INVESTIMENTO E STRUMENTI ALTERNATIVI

CNPA Geometri, Lungotevere Arnaldo da Brescia, 4

Roma, 5 dicembre 2007

A cura di

 **SOCIETE GENERALE**
Corporate & Investment Banking

Prof. Alberto Brambilla

Revisione del DM 703/96

Nuova disciplina in materia di limiti agli investimenti e di conflitti di interesse

Giovanni Sabatini

Dirigente Generale Direzione IV

Dipartimento del Tesoro

Ministero dell'Economia e delle Finanze



Base giuridica

- Il d.lgs. 28/07, attuativo della direttiva 2003/41/CE, ha inserito nell'articolo 6 del d.lgs. 252/05 un nuovo comma 5-*bis*:
 - *Con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro del Lavoro e della Previdenza sociale, sentita la Covip, sono individuati:*
 - *le attività nelle quali i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità, avendo presente il perseguimento dell'interesse degli iscritti, eventualmente fissando limiti massimi di investimento qualora siano giustificati da un punto di vista prudenziale;*
 - *i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari;*
 - *le regole da osservare in materia di conflitti di interesse tenendo conto delle specificità dei fondi pensione e dei principi di cui alla direttiva 2004/39/CE, alla normativa comunitaria di esecuzione e a quella nazionale di recepimento*
-

Gestione del portafoglio

Impostazione della direttiva

- Principio della “persona prudente”
 - Le attività sono investite in modo da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;
 - Le attività sono adeguatamente diversificate per evitare che ci sia un'eccessiva dipendenza da una determinata categoria di attività, emittenti o gruppi di imprese e che nel portafoglio complessivamente considerato vi siano concentrazioni del rischio
 - No limiti quantitativi
 - Possibilità di introdurre vincoli aggiuntivi, se giustificati da un punto di vista prudenziale
-

Gestione del portafoglio

Impostazione attuale del DM 703

- Criteri di gestione (art. 2, c.1):
 - Diversificazione degli investimenti
 - Efficiente gestione del portafoglio
 - Diversificazione dei rischi, anche di controparte
 - Contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo
 - Massimizzazione dei rendimenti netti
 - Benchmark (2. c.2)
 - Finanziamento PMI (? 2 c.4)
 - Limiti quantitativi (art.4)
 - Limiti su investimenti e operazioni consentiti (artt.3, 5)
-

Investimenti e operazioni consentiti

DM 703

- Le disponibilità possono essere investite in titoli di debito, titoli di capitale, parti di OICVM, quote di fondi chiusi.
 - I fondi pensione possono inoltre:
 - effettuare operazioni di pronti contro termine ed il prestito titoli
 - detenere liquidità
 - effettuare operazioni in contratti derivati.
 - Divieto di effettuare vendite allo scoperto.
-

Investimenti e operazioni consentiti

- Le limitazioni sulla tipologia di strumenti finanziari detenibili sono di tipo formale
 - Esse sono soggette a rapida obsolescenza:
 - L'innovazione finanziaria può portare a veicolare nuove tipologie di rischio attraverso strumenti finanziari esistenti, senza modificarne la forma giuridica
 - L'innovazione finanziaria può rendere più facilmente gestibili alcuni rischi
-

Limiti quantitativi

- Concentrazione in singoli emittenti
 - Strumenti negoziati su mercati regolamentati
 - Strumenti non negoziati su mercati regolamentati
 - Esposizione valutaria
 - Liquidità
-

Investimenti e operazioni consentiti

Direttiva Epap

- La direttiva non contiene previsioni specifiche sulla tipologia di investimenti consentiti
 - La direttiva prevede tuttavia che gli Stati membri non possano impedire ai fondi pensione l'accesso al mercato del capitale di rischio
-

Uso di strumenti derivati

DM 703

- Le operazioni in contratti derivati possono essere effettuate se:
 - generano un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato
 - eliminano il rischio finanziario degli strumenti sottostanti il contratto derivato
 - assicurano il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni avverse dei loro prezzi
 - assicurano maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli risultanti da acquisti a pronti
-

Uso di strumenti derivati

Direttiva Epap

- Secondo la direttiva, l'investimento in strumenti derivati è possibile nella misura in cui contribuisce a ridurre il rischio di investimento o facilita una gestione efficace del portafoglio. Tali strumenti devono essere valutati in modo prudente tenendo conto dell'attività sottostante e inclusi nella valutazione degli attivi dell'ente. L'ente pensionistico evita anche un'eccessiva esposizione di rischio nei confronti di una sola controparte e di altre operazioni su derivati
 - I principi della direttiva consentirebbero anche un uso dei derivati per finalità di incremento dell'efficienza gestionale, non solo per la copertura di rischi (es. uso dei derivati per avere un'esposizione equivalente a quella dell'*asset allocation* obiettivo, con costi di transazione ridotti rispetto a quelli derivanti da un *turnover* del portafoglio)
-

Limiti dell'attuale impostazione

- La combinazione di limiti quantitativi e *benchmark*, costituisce un sistema di restrizioni relativamente semplice da osservare.
 - Questo approccio favorisce un atteggiamento imitativo tra fondi pensione e la tendenza a non discostarsi eccessivamente l'uno dall'altro nelle scelte (*herding*)
 - Non incentiva l'innovazione e la ricerca dell'efficienza della gestione finanziaria
 - I limiti quantitativi non sono uno strumento idoneo ad assicurare un contenimento efficace dell'esposizione del portafoglio ai rischi o una sua adeguata diversificazione.
 - Nel sistema attuale il vincolo più significativo per la rischiosità complessiva del portafoglio è rappresentato dall'obbligo implicito di contenere il c.d. *tracking error* rispetto al *benchmark*, e non dai limiti percentuali agli impieghi nelle diverse classi di attività.
-

Un possibile nuovo approccio

- I due principali obiettivi che la regolamentazione degli investimenti dei fondi pensione dovrebbe prefiggersi sono:
 - incentivare l'efficienza della gestione
 - garantire la protezione del risparmio previdenziale.
 - Essi potrebbero essere meglio perseguiti e contemperati rivedendo l'impianto attuale e adottando un modello che:
 - responsabilizzi maggiormente i fondi pensione affidando loro un ruolo più attivo nel controllo dei rischi;
 - consenta un maggior grado di libertà nelle scelte gestionali.
-

Conflitti d'interesse

- Nel DM si privilegia il principio della *disclosure*, accompagnato da fattispecie tipiche di conflitto estremamente ampie:
 - ogni altra situazione soggettiva o relazione d'affari, riguardante il fondo pensione, il gestore, la banca depositaria, i sottoscrittori delle fonti istitutive e i datori di lavoro tenuti alla contribuzione, che possa influenzare la corretta gestione del fondo
-

Conflitti d'interesse

- Approccio MiFID:
 - Gli intermediari adottano ogni misura ragionevole per **identificare i conflitti** di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio e attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi.
 - Gli intermediari **gestiscono i conflitti** di interesse anche adottando idonee misure organizzative e assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti.
 - Quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari **informano chiaramente i clienti**, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano.
-

Conflitti d'interesse

- Rispetto all'attuale impostazione del DM 703, l'approccio adottato dalla MiFID prevede due fasi aggiuntive e preliminari rispetto alla *disclosure*: l'identificazione dei conflitti e l'adozione di misure organizzative per la loro gestione
 - L'approccio MiFID è nettamente più responsabilizzante
 - La *disclosure* non è un'esimente
 - Le misure sono correlate al rischio effettivo (no *one size fits all*)
 - La valutazione sull'adeguatezza delle misure adottate è demandata in prima battuta all'intermediario
-

Criteri per l'identificazione dei conflitti d'interesse nella MiFID

- Ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse, gli intermediari considerano se a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:
 - possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente
 - siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo
 - abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato
 - svolgano la medesima attività del cliente
 - ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio
-

Processo di emanazione del nuovo DM

- Pubblicazione di un documento di consultazione
 - Raccolta e valutazione delle osservazioni e dei contributi
 - Confronto con Ministero del lavoro e Covip
 - Iter di emanazione: concerto con il Ministero del lavoro, acquisizione del parere della Covip, acquisizione del parere del Consiglio di Stato
 - Entrata in vigore entro la fine del primo semestre del 2008.
-



Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Prof. Luigi Scimìa

Presidente Covip

Gestione del rischio

Nuovi limiti di investimento e strumenti alternativi

Gli orientamenti della COVIP

1. Gli strumenti di investimento alternativi nei fondi pensione: vincoli e opportunità

- Il dibattito sull'utilizzo degli strumenti alternativi di investimento nei fondi pensione in Italia muove generalmente dal presupposto che la ragione della scarsa diffusione di tali strumenti sia da ricondurre ad una disciplina degli investimenti troppo rigida. Ciò, tuttavia, è vero solo in parte: le attuali disposizioni normative presentano degli spazi, talvolta anche ampi (ad esempio, l'investimento in fondi chiusi), entro i quali già oggi potrebbero trovare collocazione alcune tipologie di strumenti cc.dd. alternativi (i fondi immobiliari, il *private equity* e probabilmente anche alcune tipologie di *hedge funds*).
 - Mi sembra invece che le motivazioni che stanno alla base della scelta di non ricorrere, o di ricorrere poco agli investimenti alternativi siano da ricercare in un insieme di cause, alcune legate alla "giovane età" della previdenza complementare nel nostro Paese, e altre invece più strettamente attinenti alla struttura stessa degli strumenti, o ancora alla maggiore o minore attitudine di questi ultimi a soddisfare le esigenze proprie dei fondi pensione.
 - Occorre in primo luogo considerare come l'approccio iniziale alla tematica degli investimenti si sia, per i fondi pensione, sviluppato nell'ambito di un atteggiamento conservativo, non solo con riferimento alle classi di attività prevalenti, tipicamente tradizionali, ma anche con riguardo allo stile di gestione adottato. Lo stesso impianto normativo ha, nei fatti, finito per privilegiare l'adozione, da parte dei fondi, di strategie prevalentemente orientate al conseguimento di rendimenti strettamente
-

1. Gli strumenti di investimento alternativi nei fondi pensione: vincoli e opportunità

- correlati ai principali indici di mercato. Ciò ha avuto come naturale conseguenza quella di indurre i gestori degli *asset* previdenziali a trascurare tutte quelle alternative che li avrebbero allontanati dagli indici di mercato costituenti i rispettivi *benchmark*.
 - Gli investimenti alternativi sono strumenti che, all'opposto, non sono in generale idonei ad essere valutati attraverso un confronto con un paniere di titoli rappresentativo dell'andamento di uno o più mercati, quale è appunto il *benchmark*.
 - Inoltre, la **bassa liquidità** di alcune tipologie di investimenti alternativi (ad esempio, di quelli che prevedono clausole di *lock up* o, in generale, del *private equity*) può essere un altro dei motivi che hanno orientato i fondi pensione a preferire investimenti a più rapido smobilizzo, essendo stata, questa prima fase di vita, caratterizzata da poca esperienza sulle scelte che gli aderenti avrebbero fatto nel corso della loro partecipazione alla previdenza complementare (*switch* tra comparti, trasferimenti, anticipazioni, riscatti ecc.). Va poi anche considerato che i fondi pensione negoziali sono stati interessati da un passaggio graduale dall'assetto monocomparto a quello multicomparto, passaggio che giustificava scelte di investimenti più facilmente liquidabili.
 - Un altro fattore che ha senz'altro sin qui ostacolato l'utilizzo da parte dei fondi pensione di tali strumenti è legato alla particolare complessità degli stessi, che richiede **conoscenze adeguate e specialistiche**. Come è noto le principali forme di investimento alternativo rappresentano un universo di strategie e stili di gestione sofisticato e variegato e non sempre agevole da comprendere. D'altro canto i fondi pensione e, in particolare,
-

1. Gli strumenti di investimento alternativi nei fondi pensione: vincoli e opportunità

- quelli nati dopo la riforma del 1993, sono attori relativamente giovani nel panorama degli investitori istituzionali del nostro Paese.
 - Dal punto di vista metodologico peraltro appare già di per sé difficile comprendere se detti strumenti debbano essere considerati come una *asset class* a sé stante, ovvero se debbano essere considerati più propriamente come delle strategie di investimento, che si caratterizzano appunto per delle peculiarità, di diverso genere, rispetto alle strategie tradizionali.
 - In ogni caso ritengo che la scelta di effettuare investimenti alternativi debba entrare nel processo decisionale nel momento in cui viene definito il “grado di attivismo” da conferire alla gestione.
 - L’intera tematica sugli investimenti alternativi va, pertanto, inserita nell’ambito del complesso di valutazioni e decisioni operate dai fondi pensione in materia di politica di investimento. E’ da qui che dovrà emergere, con particolare riguardo allo stile di gestione con cui si intende implementare il portafoglio ottimale del fondo (o di ogni singolo comparto, per i fondi multicomparto), la preferenza per un approccio passivo, per uno attivo ovvero per una combinazione delle due filosofie di gestione.
 - Soltanto una volta compiuta questa scelta, che dovrà, ovviamente, essere comunicata agli aderenti effettivi e potenziali, attraverso gli appositi strumenti informativi, sarà opportuno domandarsi quanto spazio lasciare agli strumenti alternativi nell’ambito della quota di portafoglio ottimale che si è deciso, eventualmente, di gestire in maniera attiva.
-

1. Gli strumenti di investimento alternativi nei fondi pensione: vincoli e opportunità

- Coerentemente con tali decisioni andranno poi individuati gli strumenti più idonei per il monitoraggio del rischio.
 - E' poi bene ricordare che chi gestisce le risorse dei fondi pensione deve essere in grado di valutare, sia in via preventiva, sia nel corso dell'investimento, gli elementi di rischio specifici degli strumenti nei quali intende investire.
 - Sotto questo profilo, la scarsa **trasparenza** che connota alcune tipologie di investimenti alternativi e la nota ritrosia a diffondere informazioni complete e dettagliate circa le strategie sottostanti, sebbene possano derivare da scelte legate a motivazioni di tipo concorrenziale, sono elementi che ne ostacolano un consapevole utilizzo da parte dei fondi pensione. La scarsa trasparenza sulle strategie seguite e/o la possibilità di adottare strategie soggette a mutamenti repentini, come nel caso di alcuni *hedge funds*, pongono, difatti, rilevanti problemi di asimmetria informativa tra il fondo pensione e lo stesso *hedge fund*. Analoghe asimmetrie si generano con riferimento ai titoli per i quali il patrimonio informativo ad essi relativo non è consistente o facilmente accessibile, come può avvenire nel caso di titoli non quotati, quali quelli inerenti al *private equity*, ovvero con riferimento ancora agli *hedge fund* (ad esempio, per le informazioni relative alla struttura legale, al modello organizzativo, ai metodi di gestione del rischio adottati, ecc.).
 - Il fondo pensione, non possedendo informazioni complete sull'attività sottostante, si trova quindi in una situazione di "debolezza", sia nella fase iniziale di scelta dell'investimento, sia nella fase successiva di monitoraggio dello stesso.
-

1. Gli strumenti di investimento alternativi nei fondi pensione: vincoli e opportunità

- La mancanza di trasparenza rende peraltro l'esposizione al rischio degli investimenti difficile da interpretare e monitorare. La difficoltà di **misurazione del rischio** in caso di utilizzo di forme di investimento alternative è un altro fattore che può aver ostacolato, e potrebbe ostacolare per il futuro, la diffusione di tali tipologie di investimento in un settore, quale quello dei fondi pensione, che è per definizione volto al contenimento dell'esposizione al rischio dei risparmi delle collettività di riferimento, proprio per le finalità previdenziali di tali risparmi.
 - Viceversa, la diffusione delle informazioni circa l'affidabilità di un gestore e il rischio associato all'investimento aiuta l'adozione di decisioni consapevoli. E' quindi da apprezzare lo sforzo del settore degli *hedge funds* e del *private equity* di dotarsi di codici di autodisciplina e di *best practices* per aumentare gli aspetti legati alla trasparenza: iniziative in tal senso, quali l'"Hedge Fund Working Group", istituito di recente nel Regno Unito ad opera dei principali operatori dell'industria, possono aiutare a migliorare la percezione di tali tipologie di investimento anche da parte dei nostri investitori istituzionali.
 - Va inoltre considerato che l'approccio agli investimenti alternativi, per via delle sue specificità e peculiarità, richiede una dotazione di risorse umane e materiali, nell'ambito della complessiva struttura del fondo, di livello professionale molto elevato, e la cui implementazione ha un impatto sia in termini di costi che di tempo. A questi vanno aggiunti i **costi**, talvolta particolarmente significativi, associati alle suddette strategie di gestione finanziaria. Anche tali costi, che rappresentano un elemento al quale i fondi pensione devono prestare grande attenzione, possono costituire un fattore
-

1. Gli strumenti di investimento alternativi nei fondi pensione: vincoli e opportunità

- che impedisce la diffusione di questi strumenti: in questa prima stagione di operatività il corrispettivo pattuito con i gestori delegati dai fondi pensione negoziali si aggira, in media, intorno a 15 *basis points* (l'1,5 per mille). Si tratta, questo è vero, della remunerazione per gestioni tradizionali, caratterizzate nella maggior parte dei casi da uno stile passivo. Alcune gestioni alternative richiedono, tuttavia, commissioni molto elevate, anche dieci volte superiori: deve quindi essere evidente il valore aggiunto che dette strategie sono in grado di apportare.
 - In altre parole, i fondi pensione, ed in particolare i gestori, devono essere in grado di giudicarne la convenienza confrontando i costi con quelli che possono essere i maggiori rendimenti attesi. Emerge allora un altro fattore che può rivelarsi problematico, e che è proprio quello della **misurazione dei rendimenti**: ad esempio, le *performances* degli *hedge funds* sono disponibili in termini di serie storiche solo con riferimento agli ultimi 10 anni, periodo che può risultare troppo breve per valutazioni finalizzate a investimenti, quali quelli con finalità previdenziali, che, come è noto, per loro natura sono riferiti ad orizzonti temporali particolarmente lunghi. Le stesse serie aggregate a disposizione, peraltro, non sono sempre di facile lettura, dal momento che fanno riferimento ad una vasta gamma di strategie e a livelli di rischio diversi: andamenti positivi di un ristretto gruppo di fondi, che però ricorrano ad un elevato livello della leva finanziaria (e, quindi, anche di rischio), possono infatti “mascherare” i rendimenti scarsi degli altri fondi che rientrano nell'aggregato. Altro problema, noto in letteratura, è quello relativo al c.d. *survivorship bias*, ovvero al fatto che le serie aggregate generalmente non tengono correttamente conto dei fallimenti dei fondi che si sono verificate nel periodo di misurazione. Ovviamente, anche considerando corrette le *performances* passate, rimane da interrogarsi se esse siano ripetibili per il futuro, dal momento che l'incremento di flussi di denaro verso il settore riduce le inefficienze dei mercati e rende più difficile scovare opportunità di *extra* rendimenti.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- La tematica della regolamentazione degli investimenti alternativi per i fondi pensione è stata affrontata nell'ambito dei principali paesi industrializzati secondo due diversi approcci: uno quantitativo, basato su precisi limiti all'investimento (Spagna, Grecia, Portogallo, Repubblica Ceca) o addirittura divieti (Repubblica Slovacca), e uno qualitativo, seguito invece nella maggior parte dei casi, basato sul principio della “persona prudente”, già vigente nel nostro ordinamento e da ultimo indicato dalla Direttiva europea EPAP quale principio ispiratore di tutta la regolamentazione in tema di fondi pensione.
 - Ciò che viene richiesto ai fondi, sulla base di tale principio, è di investire le proprie risorse in aderenza ai principi, appunto, di diversificazione, sicurezza, qualità, redditività e liquidità, nonché di comprendere correttamente gli investimenti e di dotarsi di efficaci sistemi di *risk management* per monitorarli (ciò porta ovviamente ad escludere quegli strumenti che non sono trasparenti).
 - Tale approccio muove dalla convinzione che, più che fornire rigidi limiti quantitativi o circoscrivere le singole tipologie di attività nelle quali poter investire, sia opportuno incentivare l'efficienza della gestione e la capacità di garantire la protezione del risparmio previdenziale. In ossequio a tale assunto, in alcuni paesi (Svizzera, Lussemburgo, Australia, Olanda, Stati Uniti) l'approccio qualitativo è stato accompagnato dalla predisposizione di dettagliate linee guida tendenti ad evidenziare la necessità per gli amministratori di comprendere in anticipo il rischio dell'investimento, e di saperlo poi sapientemente gestire e monitorare, nonché dalla somministrazione di questionari per verificarne le effettive capacità.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- La legislazione vigente in Italia in tema di investimenti dei fondi pensione, rappresentata da alcune previsioni del Decreto lgs 252/2005 e, principalmente, dal DM Tesoro 703/1996, si muove in effetti già lungo due direttrici principali: una di tipo qualitativo e una di tipo quantitativo.
 - Le indicazioni di tipo qualitativo fanno perno su principi generali che devono essere rispettati nell'attività di investimento delle risorse (sana e prudente gestione, con particolare riguardo alla diversificazione dei rischi e degli investimenti, alla massimizzazione dei rendimenti netti, al contenimento dei costi). I limiti quantitativi sono poi volti ad evitare una eccessiva esposizione degli investimenti in strumenti trattati in mercati non regolamentati, in strumenti emessi da Paesi non appartenenti all'OCSE o da soggetti ivi residenti, ovvero l'eccessiva concentrazione in un singolo emittente, tanto per citare i più importanti. Dalla normativa emergono altresì divieti veri e propri, quali, ad esempio, quello relativo all'investimento diretto in immobili (derogato esclusivamente per i fondi pensione preesistenti, e comunque con un limite quantitativo), all'indebitamento o alla concessione di prestiti da parte del fondo pensione, l'impossibilità di utilizzare i derivati per aumentare la leva finanziaria oltre l'unità, o il divieto di effettuare investimenti in titoli non quotati emessi da paesi non OCSE, o soggetti ivi residenti.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- A questo fine il DM Tesoro 703/1996 individua una lista, chiusa, di strumenti finanziari ammissibili (liquidità, titoli di debito e di capitale, OICR armonizzati, fondi chiusi mobiliari e immobiliari, derivati).
 - Nel complesso si tratta di una regolamentazione che, sebbene datata, e per la quale si rende ormai necessario provvedere ad una revisione e ad un ammodernamento, ha dimostrato una buona capacità di tenuta nel tempo, tanto da risultare in buona parte già compatibile con le previsioni della Direttiva EPAP recentemente recepita nel nostro ordinamento attraverso il Decreto lgs. 28/2007.
 - Non si può tuttavia sottacere come tale impianto normativo, specie con riferimento alla tematica oggetto del dibattito odierno, possa presentare delle difficoltà di interpretazione a causa della presenza dell'elencazione tassativa degli strumenti finanziari ammissibili e della contestuale mancanza di richiami espliciti agli investimenti alternativi. Va d'altronde ricordato che, all'epoca dell'emanazione del DM Tesoro, gli investimenti alternativi erano scarsamente conosciuti e diffusi. L'eventuale utilizzo da parte dei fondi pensione determina comunque oggi la necessità di ricondurre tali investimenti a quelli previsti nell'elenco citato.
 - D'altra parte, vi è una difficoltà oggettiva a codificare nell'ordinamento tipologie di strumenti di un settore, quale quello finanziario, in continua evoluzione, senza correre il rischio di vedere diventare rapidamente obsoleta la disciplina stessa.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- Il passaggio ad un approccio normativo, quale quello prefigurato in sede di revisione del citato decreto ministeriale, che consenta, da un lato, un maggior grado di libertà ai fondi pensione nelle scelte gestionali, ampliando lo spettro formale di investimenti ammessi, e che dall'altro responsabilizzi maggiormente gli stessi fondi, affidando loro un ruolo più attivo nel controllo dei rischi, permette evidentemente di superare tale limite.
 - Ciò nondimeno, ritengo particolarmente importante valutare oggi con attenzione le implicazioni che tale passaggio potrebbe comportare, al fine di prevenire il determinarsi di situazioni che, diversamente, potrebbero rivelarsi in futuro di difficile gestione.
 - Il dibattito odierno, che si focalizza proprio su investimenti e strategie di gestione particolarmente sofisticate, mi da l'opportunità di soffermarmi su questo punto, anche alla luce delle principali raccomandazioni che si stanno iniziando a diffondere in campo internazionale.
 - Intendo allora richiamare innanzitutto l'attenzione sul fatto che i fondi pensione devono in primo luogo dimostrare di avere la capacità di conoscere il ventaglio di rischi insiti nei diversi strumenti con i quali si confrontano, di saperli valutare e gestire correttamente. In particolare, il ricorso ad investimenti alternativi, o, più in generale, l'utilizzo di una strumentazione finanziaria "complessa", richiede di dotarsi di livelli di professionalità adeguata e di tecnologie avanzate, in maniera proporzionale alla complessità degli strumenti finanziari ai quali si intende ricorrere.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- Ricordo poi che, come ho già precedentemente accennato, gli investimenti alternativi vanno inquadrati nell'ambito della strategia complessiva del fondo pensione, e devono pertanto essere compatibili con il profilo di rischio del fondo stesso.
 - Ciò significa anche predisporre i flussi informativi che consentano, da un lato, di integrare correttamente gli investimenti, effettuati direttamente dal gestore od anche indirettamente, per il tramite di organismi collettivi, nella politica di gestione complessiva del fondo e, dall'altro, di monitorare consapevolmente il rischio gravante sull'intero portafoglio.
 - La stima del rischio degli investimenti alternativi deve peraltro tenere in considerazione le caratteristiche peculiari di questi ultimi, adottando le metodologie più opportune: ad esempio, laddove i rendimenti sono strettamente legati alle abilità individuali del gestore, i modelli tradizionali di valutazione rischio/rendimento si rivelano, di fatto, inadeguati. Bisogna allora ricorrere ad appropriate procedure di *stress testing* che superino i limiti legati agli approcci di tipo media/varianza o alle ipotesi di "normalità" dei rendimenti.
 - Particolare attenzione deve poi essere dedicata alla valutazione delle capacità dei gestori dell'*hedge fund* nel quale chi gestisce le risorse del fondo pensione investe o ha intenzione di investire. Fondamentale diviene inoltre poter valutare l'articolazione della struttura organizzativa del fondo *hedge* nel quale viene deciso l'investimento, degli strumenti e delle funzioni di controllo del rischio, del *reporting*, delle modalità di funzionamento del processo di investimento ecc.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- Altrettanto importante è la tempestività dei controlli che il fondo pensione può effettuare sugli investimenti alternativi, e quindi anche il tipo di informazioni alle quali può, anche contrattualmente, accedere. Ad esempio, in caso di un cambio di strategia, è opportuno che il fondo pensione ne venga messo repentinamente a conoscenza, per valutarne la compatibilità con i propri obiettivi e/o per effettuare interventi correttivi, in uno stadio ancora iniziale che sia in grado di prevenire perdite serie.
 - Il percorso introdotto con la revisione della disciplina sugli investimenti ha peraltro implicazioni rilevanti per la stessa Autorità di vigilanza, chiamata appunto a svolgere un ruolo più attivo, con impegni sempre maggiori. Particolare attenzione andrà pertanto rivolta alla struttura organizzativa e ai processi decisionali dei fondi pensione. Fondamentale sarà inoltre la verifica dei presidi di controllo del rischio implementati dai fondi, che dovranno dar prova di essere adeguati rispetto alla strumentazione finanziaria alla quale il fondo intende ricorrere.
 - Ciò implica anche l'attuazione di un approccio di vigilanza di tipo c.d. *risk based*, approccio verso il quale l'Autorità di vigilanza intende comunque muovere, anche su un piano più generale. In base a questo approccio i controlli presuppongono una metodologia di misurazione dei rischi specifici del settore e di valutazione del loro impatto sugli iscritti e sulla tenuta del sistema nel complesso, al fine di focalizzare l'attenzione sui casi di maggiore pericolosità.
 - Ovviamente nel fare questo l'azione di vigilanza dovrà tener conto, da un lato, delle specificità del fondo pensione, sottoponendo i soggetti vigilati ad iniziative di vigilanza differenziati in relazione alla tipologia e al grado dei rischi in cui essi incorrono, e dall'altro della necessità che gli investimenti comunque avvengano nell'ambito di un sentiero coerente con l'obiettivo, fissato dalla legge, di assicurare una copertura previdenziale aggiuntiva per garantire il soddisfacimento dei bisogni nell'età matura (funzioni alquanto diverse da quelle svolte dal risparmio finanziario non previdenziale).
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- Vorrei infine soffermarmi su un ultimo aspetto che ritengo particolarmente importante: reputo infatti pericoloso che, dall'esigenza corretta di innovare la disciplina si finisca con il cadere nella tentazione di abbandonare una strumentazione che, ancorché ormai obsoleta per alcuni aspetti, ha comunque dato evidenza, in generale, di buona funzionalità.
 - Ad esempio, se è vero che il *benchmark* può risultare inadeguato per valutare alcuni tipi particolari di gestioni, è altrettanto vero che in altre situazioni, che poi rappresentano la casistica più frequente, ha dimostrato di essere uno strumento di semplice utilizzo ed implementazione. Il controllo effettuato sugli scostamenti dei rendimenti effettivamente realizzati, sebbene vada considerato solo il primo stadio di un'analisi di *performance attribution* più articolata, consente già di per sé di avere una percezione immediata di quelle situazioni che possono poi rivelarsi come anomale. Ritengo quindi che lo stesso vada superato soltanto nei casi in cui ciò risulta strettamente necessario.
 - Per contro, mutuare *tout court* soluzioni adottate in contesti diversi può rivelarsi pericoloso sotto due profili. Il primo è strettamente connesso alle caratteristiche proprie del risparmio previdenziale rispetto a quelle del risparmio gestito, posto che è certamente improprio considerare i due strumenti in un rapporto di fungibilità: ad esempio, l'introduzione di una strumentazione che abbia una certa valenza nel breve periodo può essere, all'opposto, fuorviante per investimenti che si pongono strutturalmente un obiettivo di medio/lungo termine. Il secondo profilo discende invece dalla necessità di non confondere quelle che possono essere le esigenze di rappresentazione dei profili di rischio, ad esempio per gli aderenti, con la strumentazione vera e propria di controllo della gestione e del rischio assunto che il fondo è chiamato ad adottare. Si finirebbe altrimenti per considerare aprioristicamente adeguati strumenti che di fatto sono insoddisfacenti rispetto alle specificità delle singole gestioni.
-

2. L'evoluzione normativa: implicazioni per i fondi pensione e per l'Autorità di vigilanza.

- Ritengo, in definitiva, che nell'attuare il passaggio alla nuova filosofia che la stessa direttiva europea suggerisce, e che reputo essenziale perseguire, vada tuttavia ricercata quella gradualità necessaria al sistema per recepire correttamente i cambiamenti introdotti, mantenendo le cautele proprie che la finalità previdenziale impone.





ITINERARI PREVIDENZIALI

a cura di

 **SOCIETE GENERALE**
Corporate & Investment Banking

Prof. Alberto Brambilla

Vi ricordano il prossimo incontro



e Vi augurano di tutto cuore...

Buone Feste !

