

---

# Revisione del DM 703/96

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

---

---

# 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*

---

# La successione degli atti normativi in materia

- DM 703/96
- Direttiva 2003/41/CE
- D.Lgs. 252/2005
- D.Lgs. 28/2007, di attuazione della direttiva
- Nuovo DM, 2008?

---

# Processo di emanazione del nuovo DM

- Dibattito pubblico, fine novembre – inizio dicembre 2007
- Pubblicazione di un documento di consultazione in dicembre, termine per l'invio di osservazioni 31 gennaio 2008.
- 18 risposte pervenute, 17 pubblicate sul sito del Dipartimento del Tesoro. Per la risposta restante chiesta riservatezza (si tratta di una società di consulenza).
- Valutazione delle osservazioni e dei contributi
- Proposta di tavolo tecnico a Ministero del lavoro e Covip
- Stesura di una bozza di decreto.
- Nuova consultazione sulla bozza di decreto
- Iter di emanazione: concerto con il Ministero del lavoro, acquisizione del parere della Covip, acquisizione del parere del Consiglio di Stato

---

# Le risposte pervenute - sintesi

- La maggioranza dei soggetti rispondenti ha condiviso l'approccio "evolutivo" proposto dal Ministero evidenziando i limiti dell'attuale assetto. Apprezzamento per gli obiettivi di superare le rigidità formali della vigente disciplina e di introdurre una più efficace disciplina dei conflitti di interesse.
- Richiesta un'implementazione graduale della nuova disciplina con idonei tempi per l'adeguamento da parte degli operatori.
- Sottolineato l'accresciuto ruolo che questo approccio attribuisce all'autorità di vigilanza.
- Evidenziato il collegamento tra monitoraggio del rischio e struttura organizzativa dei fondi pensione
- Il benchmark dovrebbe essere mantenuto se compatibile con il tipo di gestione adottato
- Investimento in fondi chiusi e speculativi connesso alle capacità gestionali del fondo

---

# Investimenti e operazioni consentiti

- Le limitazioni sulla tipologia di strumenti finanziari detenibili previste dall'attuale DM 703 sono di tipo formale.
- Le limitazioni sono inefficaci: tutti i titoli interessati dai maggiori scandali finanziari (Cirio, Parmalat, Argentina, Sub-prime) sono ammissibili
- 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
- Le limitazioni possono diminuire l'efficienza della gestione: i c.d. investimenti alternativi possono validamente contribuire a ridurre il rischio del portafoglio e a incrementarne il rendimento

---

# Obbligo di indicazione del parametro

- Il parametro richiesto dal DM 703 è identificato con il benchmark.
- Se inteso in questo senso, l'obbligo di indicare il parametro implica un divieto implicito di:
  - Strategie gestionali non coerenti con il benchmark (es. total return... però sul mercato abbiamo esempi di obiettivi di rendimento indicati invece del benchmark, cfr. Comparto Monetario Plus di Cometa, il cui BMK è 100%Euribor 6 mesi + 0,75%)
  - Impiego di strumenti finanziari che possono migliorare considerevolmente l'efficienza della gestione (Es. Private equity)

---

# Limiti quantitativi

- Il DM 703 presenta diversi limiti quantitativi:
  - Concentrazione in singoli emittenti
  - Strumenti negoziati su mercati regolamentati
  - Strumenti non negoziati su mercati regolamentati
  - Esposizione valutaria
  - Liquidità

---

# 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

---

# Limiti dell'attuale impostazione

- 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:
  - garantire la protezione del risparmio previdenziale
  - incentivare l'efficienza della gestione
- Essi potrebbero essere meglio perseguiti e temperati 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, proporzionale alla capacità di gestire i rischi del fondo
  - attribuisca un ruolo più dinamico e pro-attivo all'autorità di vigilanza

---

# Un possibile nuovo approccio

- Privilegia un approccio flessibile (no *one size fits all*) che tiene conto del quadro diversificato dei fondi pensione italiani e rispetti il principio di proporzionalità
- Amplia le possibilità gestionali solo per chi ha la capacità (competenze/organizzazione) di sfruttarle e di gestire i conseguenti rischi
- Non impedisce di scegliere modelli di investimento “più tradizionali”

---

# Un possibile nuovo approccio

- La flessibilità richiede un ruolo attivo dell'autorità di vigilanza
- Ex ante, dettando istruzioni sui modelli gestionali
- Ex post, verificando la conformità sostanziale delle strutture organizzative, delle politiche di investimento, delle procedure di gestione del rischio con i principi generali posti a tutela degli aderenti

---

# Un possibile nuovo approccio

- Il parametro oggettivo rimane un essenziale elemento di trasparenza e di verifica delle capacità gestionali
- Anche per il parametro oggettivo si dovrebbe applicare maggiore flessibilità, interpretandolo non necessariamente come benchmark (es. obiettivo di rendimento + VaR costituisce una valida combinazione di parametri)

---

# Un possibile nuovo approccio

- I limiti quantitativi potrebbero essere limitati e ripresi dalla direttiva:
  - Limite di concentrazione: 5-10%
  - Limite minimo agli investimenti in strumenti finanziari quotati
  - Limite all'esposizione valutaria
  - Derivati ammessi per copertura o gestione più efficiente
- OICR ammessi se il fondo è in grado di controllare l'esposizione a rischio

---

# 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** (imposto dalla legge)
  - ❑ Identificazione dei conflitti
  - ❑ Adozione di modelli organizzativi volti a prevenire che i conflitti arrechino danni agli aderenti
  - ❑ Informazione agli organi del fondo e a Covip
  - ❑ Eventuale comunicazione agli aderenti
  
- **Conflitti dei soggetti dotati di potere decisionale**
  - ❑ Modello analogo all'art. 2391 cod. civ.

---

# 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
  - La valutazione sull'adeguatezza delle misure adottate è demandata in prima battuta all'intermediario

# Vecchia e Nuova disciplina a confronto

## 703/96

- Molte tipologie di attività non sono ammesse
- Limitazioni solo formali
  - Tutti i titoli in sé sarebbero ammissibili
- Parametri oggettivi
  - Solo il BMK: divieto implicito di
    - Strategie gestionali non coerenti con il BMK
    - Impiego di strumenti finanziari che dovrebbero essere ammessi (es. Private equity)

## Nuova disciplina

- Tendenzialmente sono ammessi tutti i tipi di impiego...
- ... però si applicano diverse limitazioni sostanziali
  - Non è ammesso ciò che il fondo non è in grado di gestire/monitorare (con il controllo dell'Autorità di vigilanza)
- Parametri oggettivi
  - Il BMK o altri indicatori (se il BMK non è coerente con la tipologia di gestione adottata)