

Gennaio 2016

Fondi pensione: il quadro normativo e regolamentare sulla possibilità di investimento in alternativi immobiliari

Avv. Nicoletta Alfano, Senior Associate, DLA Piper

1. Premessa

Nell'ordinamento italiano, i fondi pensione - in considerazione della loro peculiare natura, che implica specifiche esigenze di tutela degli interessi degli iscritti - possono impiegare e gestire le risorse a loro disposizione solo nel rispetto di taluni principi prudenziali e limiti di investimento stabiliti dalla normativa.

In particolare, ai sensi del D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, art. 6, i fondi pensione possono condurre le loro politiche di investimento attraverso due modalità:

- **investimento indiretto**: adesione a convenzioni (mandati gestori) con soggetti autorizzati all'esercizio di gestione di portafogli, imprese assicurative, società di gestione del risparmio (lett. a), b) e c));
- **investimento diretto**: sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari, nonché di fondi comuni di investimento immobiliari o mobiliari, entro determinati limiti (lett. d) ed e)). Con riferimento a tale ultima modalità, il Decreto contiene una specificità; lo stesso fa infatti riferimento ai fondi immobiliari (e mobiliari) chiusi.

A prescindere dalla modalità prescelta, il Decreto Ministeriale 2 settembre 2014, n. 166, attuativo del richiamato D.lgs. 252/05, specifica le attività nelle quali i fondi pensione possono investire ed i criteri di investimento a cui gli stessi devono in ogni caso uniformarsi.

2. Gli investimenti immobiliari e in fondi di investimento da parte dei fondi pensione

Muovendo da tale quadro normativo e regolamentare, si intende approfondire la tematica degli investimenti dei fondi pensione, in fondi immobiliari, di diritto italiano ed estero (UE e non UE), le caratteristiche dei fondi immobiliari target ed i limiti applicabili a tali forme di investimento.

Più in particolare si intende indagare circa:

- la possibilità, per i fondi pensione, di investire in fondi immobiliari anche aperti (ovviamente, di diritto estero, tenuto conto del vincolo, presente nella normativa italiana, per cui i fondi immobiliari disciplinati dal diritto interno hanno natura necessariamente chiusa). Ciò tenuto conto del menzionato limite di cui al Decreto 252/2005, relativo all'investimento in fondi immobiliari chiusi;
- i limiti in cui siano possibili investimenti in fondi immobiliari extra-UE. Ciò tenuto conto di una peculiare previsione inserita nel D.M. 166/2014, per cui l'investimento in FIA non UE non commercializzati in Italia è consentito a condizione che siano previsti accordi di cooperazione tra le Autorità dello Stato d'appartenenza del fondo extra-UE e l'Italia.

Al riguardo, occorre premettere che qualsiasi investimento dei fondi pensione in organismi di investimento collettivo (OICR), inclusi i fondi immobiliari, deve essere effettuato in coerenza con la politica di investimento definita e adottata dal fondo pensione (cfr. art. 5-ter e 5-quater del D.Lgs. 252/2005; art. 3 comma 4 e 5, comma 1 e comma 4, lett. a) DM 166/2014). In altri termini, tale investimento deve essere adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle caratteristiche della politica di investimento che lo stesso intende adottare.

Il necessario presupposto affinché l'investimento in FIA sia consentito è, dunque, che esso sia previsto nelle linee di indirizzo della gestione del fondo pensione e, dunque, incluso nel documento sulla politica di investimento da adottarsi ad opera del fondo pensione stesso (cfr. art. 6, comma 5-quater del D.Lgs. 252/2005) o comunque coerente/compatibile, in generale, con gli obiettivi e criteri della politica di investimento ivi declinata.

In caso di investimento indiretto, tramite mandato gestorio, ferma la necessità che l'investimento in FIA sia coerente con la politica di investimento del fondo pensione e con il relativo documento descrittivo della stessa, occorre che esso sia compreso nel mandato di gestione affidato (in questo senso rileva la Comunicazione della Covip del giugno 2014).

3. Il mutamento del quadro regolamentare a seguito della AIFMD

Tanto premesso, è opportuno anche evidenziare da subito che, in tema di investimenti dei fondi pensione in fondi immobiliari, l'adozione della citata Direttiva AIFMD e la sua implementazione italiana, nonché l'allineamento a tale disciplina che si è cercato di realizzare nell'ambito delle regole sugli investimenti dei fondi pensione attraverso il DM 166/2014, hanno in parte modificato e ridefinito il perimetro degli organismi di investimento collettivo *real estate* che possono formare oggetto di investimento per i fondi pensione.

Tale direttiva - volta a disciplinare le caratteristiche dei gestori dei c.d. fondi di investimento alternativo (FIA) e non avente ad oggetto, invece, le caratteristiche di questi ultimi (la cui disciplina è lasciata ai legislatori nazionali) – ha ricompreso nella definizione di FIA tutti gli organismi di investimento collettivo diversi da quelli armonizzati ai sensi della Direttiva UCITS, inclusi i fondi immobiliari, sia UE sia non UE, a prescindere dalla loro forma aperta o chiusa, prevedendo per i relativi gestori una regolamentazione, circa la loro costituzione ed il funzionamento, armonizzata.

Per i gestori di tali organismi, la Direttiva ha introdotto anche procedure analoghe, in tutti i Paesi dell'Unione Europea, con riferimento alla commercializzazione *cross-border* dei FIA dagli stessi istituiti e gestiti (attraverso il c.d. passaporto). In altri termini, l'adesione dei gestori ad un sistema di regole di set up ed organizzazione e gestione uniforme costituisce anche un'adeguata garanzia perché i loro prodotti possano essere offerti non solo nello Stato d'appartenenza ma in tutti gli Stati dove tali regole sono vigenti.

Come indicato, tale disciplina riguarda anche i FIA non UE; in particolare, anche per tali fondi la Direttiva introduce un regime di passaporto, in base al quale essi potranno essere offerti nei vari Stati Membri. Al riguardo, la Direttiva prevedeva la necessità di adozione, entro quest'anno, di un atto delegato della Commissione Europea, che avrebbe dovuto sancire i requisiti al ricorrere dei quali i FIA non UE possono avere accesso al passaporto. Nelle more dell'emanazione di tale atto – che non risulta ancora promulgato – la commercializzazione di FIA non UE è ancora soggetta alle norme nazionali pre-vigenti (in Italia, l'art. 42, comma 5 del TUF, che sostanzialmente subordina l'offerta di tali fondi ad un'autorizzazione della Banca d'Italia).

Dal complesso di tali norme si può ricostruire la rilevanza “pratica”, restrittiva, del menzionato limite inserito nel D.M. 166/2014, in base al quale l'investimento dei fondi pensione nei FIA non UE sembra essere possibile solo (i) ove si tratti di organismi commercializzati in Italia o (ii) in caso contrario, in presenza di accordi di cooperazione tra le competenti Autorità degli Stati d'origine del FIA e di destinazione dell'offerta.

Infatti, sotto il primo profilo, risultano essere molto poco numerosi, nel mercato, i FIA non UE che, nel regime *ante* AIFMD, hanno ricevuto la predetta autorizzazione della Banca d'Italia per la relativa offerta in Italia. Quanto agli accordi di cooperazione, analogamente, tali forme di coordinamento tra gli Stati risultano piuttosto rari o quasi del tutto inesistenti.

Si tratta di uno scenario sicuramente destinato a cambiare e ad essere sbloccato con la piena attuazione della AIFMD, che tuttavia, al momento, presenta ancora la situazione di blocco sopra evidenziata.

4. Gli investimenti in fondi immobiliari

Passando all'oggetto del nostro approfondimento, è da considerare sia l'ipotesi in cui si proceda attraverso investimenti in forma diretta, sia l'ipotesi in cui il fondo pensione conferisca a terzi un mandato gestorio.

a) Possibilità di investimento in FIA immobiliari aperti

Investimento diretto

Nel primo caso, con riferimento al tema dell'ammissibilità di investimenti in fondi immobiliari aperti, una limitazione formale è rappresentata dal dato testuale di cui al D.Lgs. 252/2005.

Al riguardo, siamo dell'idea che il recepimento della AIFMD – che come anticipato definisce FIA tutti gli organismi di investimento collettivo non armonizzati ai sensi della Direttiva UCITS, indipendentemente dalla loro natura aperta o chiusa – unitamente al fatto che nel DM 166/2014 non si fa riferimento alla natura aperta o chiusa dei fondi immobiliari, ma si richiama unicamente la generica definizione di OICR di cui al Testo Unico della Finanza e quella di FIA, sembrano aver permesso di ampliare la formulazione del D.lgs. 252/05 (art. 6, lett. d) ed e)), estendendo la possibilità di investimento per i fondi pensione anche ai fondi immobiliari aperti.

Questi ultimi, ovviamente, solo ove si tratti di FIA non italiani, considerando che la normativa italiana, anche all'indomani dell'avvicendamento del nuovo decreto ministeriale in materia di fondi comuni di investimento, n. 30/2015, che ha sostituito il previgente decreto ministeriale n. 228/1999, è rimasto inalterato il punto che qualifica i fondi immobiliari italiani come fondi necessariamente chiusi).

Vi sarebbe quindi tra il D.Lgs. 252/2005 ed il D.M. 166/2014 un difetto di coordinamento testuale.

A ragionare diversamente, resterebbero esclusi dal perimetro degli asset oggetto di possibile investimento dei fondi pensione gli OICR immobiliari europei di tipo aperto (ad esempio, SICAV aperte riservate ad investitori professionali, liberamente commercializzabili in Italia in regime di passaporto, in quanto armonizzate e ricondotte ad analoga categoria da parte dell'AIFMD con i fondi immobiliari italiani); esclusione, questa che non appare supportata da valutazioni di rischio o da altre ragioni sostanziali, quanto piuttosto riconducibile al quadro normativo nazionale ante-recepimento della citata AIFMD. Esclusione che appare ancora di più difficile comprensione ove si consideri che – come si dirà a breve – analoga limitazione relativa ai fondi immobiliari chiusi non è prevista per l'ipotesi di investimento dei fondi pensione, con modalità indiretta, attraverso il mandato gestorio.

Inoltre, a voler mantenere fede al dato formale, rischierebbero di restare esclusi anche quei fondi, esistenti nel mercato di riferimento e anche formalmente costituiti come "chiusi", che prevedendo "finestre" di uscita nel corso della vita dell'OICR sono invece

potenzialmente soggetti a riqualificazione come "aperti" ai sensi della disciplina introdotta dalla AIFMD.

In particolare, sulla base di quanto previsto dalla AIFMD, nel TUF (cfr. art. 1, co. 1, lett. k-bis) e k-ter)), sono state introdotte nuove definizioni di "OICR aperto" e "OICR chiuso", in base alle quali (i) per "OICR aperto" deve intendersi "l'OICR i cui partecipanti hanno diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'OICR" e (ii) per "OICR chiuso" deve intendersi "l'OICR diverso da quello aperto".

Tutto quanto sopra ovviamente presuppone le forme di investimento in argomento siano previsti nella politica di investimento del fondo pensione e si pongano in linea con gli obiettivi ed i criteri della stessa, nonché che esse siano consentite dal documento sulla politica di investimento dei fondi pensione.

Tale ricostruzione, peraltro, sembra in linea con l'evoluzione che normative in materia di investimenti analoghe, applicabili a soggetti rispetto ai quali esistono esigenze di tutela degli iscritti simili a quelle relative ai fondi pensione – specificamente, le imprese di assicurazione – hanno registrato, all'indomani dell'AIFMD (si fa riferimento al Regolamento IVASS 36, sugli investimenti degli attivi a copertura delle riserve tecniche).

Investimento indiretto

Alla stessa conclusione, peraltro senza le incertezze interpretative sopra rappresentate per l'ipotesi di investimento diretto, sembra potersi giungere anche con riferimento all'investimento dei fondi pensione, tramite mandato gestorio.

Le disposizioni di cui al DM 166/2014, circa i requisiti per l'investimento dei fondi pensione in OICR (là dove si fa riferimento ai FIA), infatti, non distinguono a seconda della modalità diretta o indiretta di investimento.

Ovviamente, la possibilità di investimento in FIA immobiliari aperti deve essere prevista nel mandato di gestione rilevante (oltre che nelle linee di indirizzo della gestione adottate dal fondo pensione e nel documento sulla politica di investimento di questo) (cfr. Comunicazione Covip di giugno 2014).

Per i mandati preesistenti alle novità introdotte dall'AIFMD e dal DM 166/2014, occorrerà una revisione del mandato esistente (e prima ancora, se necessario, una revisione delle linee di indirizzo della gestione del fondo pensione e un aggiornamento del documento sulla politica di investimento).

b) Possibilità di investimenti in FIA non UE

Investimento diretto

Mantenendo sempre, per esigenza di chiarezza, la suddivisione tra investimenti diretti e indiretti dei fondi pensione, nel primo caso, riguardo alla possibilità, per questi ultimi, di effettuare investimenti in FIA non EU, viene in rilievo la limitazione posta dal DM 166/2014, che richiede che i FIA non UE *target* siano commercializzati o, in caso contrario, che sussistano accordi di cooperazione tra gli Stati di riferimento.

Si è detto delle conseguenze molto restrittive che tale limitazione comporta, soprattutto nella situazione attuale, in cui il nuovo regime di commercializzazione previsto dall'AIFMD per tali organismi non è ancora stato varato.

Pertanto, l'investimento dei fondi pensione in FIA non UE, essendo soggetto alla predetta limitazione, deve ritenersi, sul piano pratico, di difficile attuazione.

Possono invece formularsi considerazioni più favorevoli con riferimento alla possibilità di investimento dei fondi pensione in FIA che siano strutturati come fondi di fondi, i quali investano in altri organismi di investimento collettivo, tra cui, anche (ma non solo) FIA non UE, pur in assenza di autorizzazione, di questi ultimi, alla commercializzazione in Italia o di accordi di cooperazione tra le Autorità dello Stato d'origine del FIA non UE e l'Italia.

Anche in questo caso, l'esigenza primaria che i fondi pensione devono rispettare è quella di assicurare la coerenza di simili investimenti con gli obiettivi ed i criteri della politica di investimento adottata, nonché con le proprie caratteristiche dimensionali e con criteri di efficienza ed efficacia, in modo da poter adeguatamente motivare tale tipologia di investimenti.

Oltre a questo, i fondi pensione devono tenere in considerazione il principio di *look-through* che, ai sensi della loro disciplina di riferimento, deve essere rispettato nel caso di investimenti in OICR. Infatti, in tali casi, la politica di investimento dell'OICR deve essere compatibile con quella del fondo pensione (cfr. art. 5, comma 4, lett. b). Tale principio normativo è stato, peraltro, specificato dalla Covip, a livello interpretativo. In questo senso, è stato chiarito che il sottostante investibile da parte degli OICR alternativi oggetto di investimento sia "sostanzialmente" compatibile con gli asset class indicati nel mandato di gestione (cfr. Comunicazione Covip di giugno 2014).

E' dunque chiaro che il fondo pensione non possa investire in FIA strutturati in forma di fondi di fondi, che abbiano una politica di investimento totalmente o prevalentemente orientata all'investimento in FIA non UE non autorizzati all'offerta in Italia e/o che detengano di fatto unicamente o principalmente tali forme di investimento. In caso contrario, si avrebbe un aggiramento della limitazione disposta dal DM 166/2014.

Non sembra invece da escludere che al ricorrere di alcune condizioni, tali forme di investimento possano essere considerate ammissibili. In particolare, dovrà essere prevista, per il fondo di fondi, una chiara e adeguatamente frazionata politica di

diversificazione del rischio, per cui il relativo investimento in FIA non UE, pur presente, non sia l'oggetto principale o predominante della loro politica di investimento.

Inoltre, dovranno essere adottati adeguati presidi per cui la presenza di tali sottostanti non altera in modo sostanziale il complessivo profilo di rischio/rendimento degli OICR stessi ed il costo di tali investimenti, che dunque resta conforme a quello individuato nella politica di investimento del fondo pensione.

In tali casi, infatti, sembra comunque possibile ritenere il sottostante investibile dall'OICR "sostanzialmente" compatibile con gli asset che possono formare oggetto di investimento dei fondi pensione.

Soccorre, in questa valutazione, anche il diverso principio indicato nel DM 166/2014, per cui l'investimento in OICR non deve generare una concentrazione del rischio incompatibile con i parametri definiti dal fondo pensione (cfr. art. 5, comma 4, lett. c), indicati nel relativo documento sulla politica di investimento e utilizzati, dal fondo pensione stesso, per verificare che i risultati della gestione siano coerenti con gli obiettivi ed i criteri della politica di investimento.

Inoltre, saranno essenziali anche adeguati meccanismi che consentano al fondo pensione-investitore di monitorare in maniera efficace la gestione, per controllare il rispetto di quanto sopra. Tale risultato, normalmente, si ottiene, attraverso previsioni di governance relative agli OICR target idonee ad assicurare al fondo pensione-investitore la partecipazione ad organismi consultivi dei fondi di fondi, ove previsti o quantomeno una vigilanza informativa. Ciò, in aderenza a quanto richiesto sempre dal DM 166/2014 (cfr. art. 5, comma 4, lett. d), per cui il fondo pensione deve essere in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun OICR, al fine di garantire il rispetto dei criteri e dei principi normativi applicabili al fondo pensione stesso.

Quanto detto sin qui trova riscontro nell'orientamento che sembra potersi evincere da alcune comunicazioni della Covip (cfr. Comunicazioni dell'aprile 2011 e del novembre 2009), risalenti, ma, a nostro avviso, tuttora valide. In tali casi la Commissione si occupava di definire la portata applicativa di alcuni divieti e limiti di investimento previsti dall'allora vigente disciplina degli investimenti dei fondi pensione, relativamente a titoli non negoziati in mercati regolamentati dell'UE, degli Stati Uniti, Canada e Giappone.

Al riguardo, l'Autorità ha chiarito che, il fondo pensione deve assicurarsi, in ossequio al principio di sana e prudente gestione, la conoscenza di tutti gli investimenti effettuati sia direttamente sia indirettamente (e cioè tramite gli OICR detenuti).

In tale ultimo caso, l'Autorità ha espressamente precisato che i divieti e limiti di investimento disposti dalla normativa sui fondi pensione per questi ultimi, "pur non applicabili agli investimenti effettuati tramite fondi chiusi", svolgono un ruolo di controllo del rischio assumibile dal fondo pensione.

Nella scelta dell'OICR andranno quindi tenuti in considerazione: (i) gli obiettivi di diversificazione dell'investimento dell'OICR; (ii) la possibilità di monitorare in maniera efficace la gestione; (iii) la rischiosità degli strumenti finanziari nei quali l'OICR intende investire e (iv) il contenimento dei costi.

Investimento indiretto

Tutto quanto sopra vale anche per l'ipotesi in cui il fondo pensione investa tramite mandato gestorio.

Il gestore, infatti, si "sostituisce" agli organi decidenti del fondo pensione nella determinazione degli investimenti da eseguire, ferma la politica di investimento del fondo pensione e le linee guida stabilite nella convenzione in essere con il fondo pensione stesso.

Anche il gestore individuale, quindi, incontra la medesima limitazione posta dal DM 166/2014, con riferimento all'investimento "diretto" in FIA non UE (che pertanto possono inclusi nel portafoglio gestito solo in presenza dei richiamati requisiti di autorizzazione alla commercializzazione in Italia o accordi di cooperazione tra Autorità).

Nel rispetto delle condizioni suindicate, il gestore può investire in FIA strutturati in forma di fondi di fondi, il cui sottostante possa anche essere rappresentato, in parte, da FIA non UE (per i quali non sono richiesti i medesimi requisiti di autorizzazione all'offerta/di accordi di cooperazione tra le Autorità).

In tal caso, occorre, in aggiunta a tutto quanto sopra, che l'investimento del mandato in tali fondi non generi una concentrazione del rischio incompatibile con i parametri indicati, tra l'altro, nella convenzione in essere con il fondo pensione.

5. Conclusioni

In ogni caso, sia in caso di investimento diretto, sia in caso di investimento tramite mandato gestorio, l'investimento in FIA strutturati in fondi di fondi (che investano anche in FIA non UE) dovrà consentire al fondo pensione di rispettare il principio di adeguata diversificazione degli investimenti e di sana e prudente gestione.

Saranno inoltre applicabili (i) il limite per cui l'investimento nel FIA è contenuto entro il 20% delle disponibilità complessive del fondo pensione e del 25% del valore del FIA (cfr. art. 5, comma 4, lett. f DM 166/2014), nonché (ii) il limite per cui il fondo pensione non investe più del 5% delle sue disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto.