

Marzo 2018

Gestione diretta ed indiretta nei fondi pensione chiusi: valutazioni sulla Circolare Covip n. 431 del 14 gennaio 2018

Francesco Vallacqua, Docente di Economia e gestione delle assicurazioni vita e fondi pensione, Università L. Bocconi Milano

1. Premessa

La disciplina specifica -speciale- sugli investimenti della Previdenza complementare, rispetto a quella di altri strumenti finanziari, trova la sua *ratio* nel fine previdenziale che tali strumenti si prefiggono.

Le norme principali di tale disciplina si ritrovano:

- nel Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252 “*Disciplina delle forme pensionistiche complementari*” art. 6;
- nel d.m. 166/2014 del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 2 settembre 2014 n. 166 “*Regolamento di attuazione dell’articolo 6, comma 5-bis del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse*, entrato in vigore il 28.11.2014;
- nel documento sulle politiche di investimento di cui all’ deliberazione Covip del 16 marzo 2012 “*Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento*”.

A tali disposizioni si aggiungono poi gli importanti interventi dell’Autorità di vigilanza, la Covip (per esempio, in tema di selezione dei gestori e di schemi di convenzione) ed i rinvii alle normative di settore in particolare a quella del testo unico sulla finanza d.lgs. 58/1998.

2. Il modello di gestione finanziaria indiretta dei fondi chiusi ed i principali limiti di investimento

Il modello adottato dal legislatore italiano per i fondi pensione chiusi, previsto dall’art. 6 del d.lgs. 252/2005, è incentrato su una gestione prevalentemente di tipo indiretto, che fa affidamento su gestori professionali con possibilità di alcune deroghe in materia di gestione diretta. A ciò si aggiunge l’importante ruolo svolto dalla banca depositaria.

Fondo e gestore svolgono quindi due diverse funzioni:

- il fondo, conformemente agli interessi degli iscritti, individua attraverso il Consiglio di amministrazione le linee di indirizzo della gestione;
- il gestore provvede ad attuare le linee di indirizzo attraverso le operazioni d'investimento e disinvestimento. Tale scelta di separazione tra i ruoli del fondo e del gestore è essenzialmente riconducibile allo scopo di consentire una gestione finanziaria del patrimonio professionale e trasparente.

Passando all'analisi dei singoli limiti di investimento, passiamo in rassegna innanzitutto quelli contenuti nel d.lgs. 252/05:

- I fondi non possono assumere o concedere prestiti, prestare garanzie in favore di terzi.
- I fondi non possono investire le disponibilità di competenza:
 - a) in azioni o quote con diritto di voto, emesse da una stessa società, per un valore nominale superiore al 5% del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse dalla società medesima se quotata, ovvero al 10% se non quotata, né comunque, azioni o quote con diritto di voto per un ammontare tale da determinare in via diretta un'influenza dominante sulla società emittente;
 - b) in azioni o quote emesse da soggetti tenuti alla contribuzione o da questi controllati direttamente o indirettamente, per interposta persona o tramite società fiduciaria, o agli stessi legati da rapporti di controllo ai sensi dell'articolo 23 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, in misura complessiva superiore al 20% delle risorse del fondo e, se trattasi di fondo pensione di categoria, in misura complessiva superiore al 30%;
 - c) fermi restando i limiti generali indicati alla lettera b), i fondi pensione aventi come destinatari i lavoratori di una determinata impresa non possono investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari emessi dalla predetta impresa, o, allorché l'impresa appartenga a un gruppo, dalle imprese appartenenti al gruppo medesimo, in misura complessivamente superiore, rispettivamente, al 5% e al 10% del patrimonio complessivo del fondo. Per la nozione di gruppo si fa riferimento all'articolo 23 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385.

Il patrimonio del fondo pensione deve essere investito in misura predominante su mercati regolamentati. Gli investimenti in attività che non sono ammesse allo scambio in un mercato regolamentato devono in ogni caso essere mantenute a livelli prudenziali. (art. 6, c. 13, lett. *c-bis*, del D.lgs 252/2005 come modificato dall'art. 1, c. 2 del D.lgs 28/2007).

Le forme pensionistiche complementari sono tenute ad esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella

gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali.

3. La disciplina sui limiti di investimento del d.m. 166/2014

Il d.m 166/2014 è stato emanato in attuazione dell'art. 6, c. 5 bis 252/05¹ introdotto dall'art. 1, comma 1, del decreto legislativo n. 28/2007 attuativo della direttiva Epap (2003/41/ce) che ha disciplinato in Europa gli investimenti dei fondi pensione.

Il Decreto, rispetto alla precedente normativa del d.m. 703/96, semplifica la griglia delle restrizioni quantitative e favorisce lo spostamento dell'attenzione sul modello organizzativo di gestione e controllo del rischio, che deve essere proporzionato alle caratteristiche della gestione dell'universo investibile risulta allineato al d.lgs. n. 58/98.fondo pensione.

L'impianto centrale del Decreto, si fonda sul principio della persona prudente, cioè sulla possibilità di effettuare un investimento a patto che il fondo sia in grado di gestire o controllare l'andamento della gestione. Come evidenziato la riduzione dei limiti quantitativi e l'allargamento delle opzioni di investimento sono accompagnate da una maggiore focalizzazione sui processi decisionali del fondo pensione, sulle capacità professionali e sull'adeguatezza delle strutture organizzative (cfr. Covip Relazione annuale per il 2014 pag 40). Il tutto sotto il controllo della Covip, che, per i fondi pensione, ha a disposizione, quale primaria fonte di informazione, cui eventualmente aggiungere le risultanze delle visite ispettive, il Documento sulla politica di investimento.

La capacità organizzativa e professionale del fondo in termini di risk management dovrà precedere qualunque tipo di investimento e dovrà essere presente sin dalla definizione della strategia di investimento che deve individuare gli obiettivi di rischio/rendimento e il limite massimo di rischio tollerabile (budget di rischio, perdita massima potenziale, etc.) con riferimento ai singoli investimenti e al portafoglio nel suo complesso.

In particolare, la strategia di investimento dovrà essere motivata e coerente con gli interessi degli iscritti (come tra l'altro può già evincersi dal documento sulle politiche di investimento e dal comma 5 ter d.lgs. 252/05)

¹ Tale articolo dispone : "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:

a) 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; b) i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari; c) 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 (MIFID), alla normativa comunitaria di esecuzione e a quella nazionale di recepimento.

Rispetto al Dm 703/96, che limitava l'universo investibile ad un numero chiuso di attività, lo schema di regolamento è molto più ampio, anche se rimangono alcune restrizioni quantitative per le quali si rinvia alla tabella seguente.

Tabella 1. Sintesi dei principali limiti di Investimento del d.m. 166/2014

Emittente Tipo di attività Mercati	Limite Max. in % del patrimonio del fondo	Limite per emittente Altri
Non Negoziati nei mercati regolamentati	30 da mantenere comunque a livello prudenziale adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche e a quelle della politica di investimento che intende adottare	5 in impresa; 10 in gruppo (non applicazione per: 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'art. 44, comma 5 e seguenti, del TUF, in strumenti finanziari 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)
Negoziati nei mercati regolamentati	Limite minimo 70 (OICVM e i depositi bancari si considerano strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati)	
Fondi alternativi (FIA)	20	25 del fondo target
Merci	5	
Divisa Euro	100	
Divisa non Euro	30	
Totale azioni quotate dell'emittente		5 (azioni con diritto di voto)
Totale azioni non quotate dell'emittente		10 (azioni con diritto di voto)
Azioni o quote di soggetti tenuti al versamento della contribuzione	20 (30 se FP di categoria)	

Per i soli fondi aziendali, strumenti finanziari emessi da soggetti tenuti al versamento della contribuzione	5 in impresa; 10 in gruppo	
Strumenti derivati	Riduzione del rischio o più efficiente gestione	Non sono ammesse vendite allo scoperto, ne' operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto

Fonte: nostra elaborazione

I derivati, sono ammessi se utilizzati per finalità di copertura o gestione più efficiente. L'utilizzo deve inoltre 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. Inoltre oltre al rispetto delle condizioni previste dal regolamento EMIR (European Market Infrastructure Regulation-Regolamento UE 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni), il fondo deve monitorare costantemente l'esposizione al rischio generata da tutti i derivati connessi con l'operatività in derivati e monitorare costantemente l'esposizione generata da tali operazioni. I derivati non possono generare una esposizione al rischio finanziario superiore a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato.

Restano precluse le vendite allo scoperto e le operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto (che configurano per il fondo un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato).

È previsto un limite minimo agli investimenti in strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati pari al 70%, equiparando (art. 5, c.1 seconda parte) comunque gli oicvm (Oicr armonizzati in quanto rientranti nella direttiva 2009/65/CE) e i depositi bancari (che non sono strumenti finanziari) agli strumenti negoziati in mercati regolamentati. Ciò in coerenza con il principio sancito dalla direttiva EPAP.

Ne deriva un limite del 30% in strumenti negoziati in mercati non regolamentati. La nozione di mercati regolamentati, rinviando alla disciplina finanziaria, richiama i mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea, consentendo al fondo pensione di indicarne altri che possano essere equiparati ai primi.

Più precisamente, i mercati regolamentati sono quelli di cui all'articolo 47 della direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, o altri mercati regolamentati, specificati nella nota informativa del fondo pensione e nel documento sulla politica di investimento regolarmente funzionanti e vigilati, per i quali siano stabiliti criteri di accesso e di funzionamento non discriminatorio, obblighi di informativa iniziale e continuativi nonché regole in tema di abusi di mercato

Si prevede, tenendo conto anche della esposizione tramite derivati, un limite di concentrazione del 5% in strumenti finanziari emessi da un unico emittente (del 10% per gli investimenti emessi da soggetti appartenenti allo stesso gruppo).

Tale limite (art. 5, c. 3) però non opera:

- per gli investimenti in quote o azioni di OICVM,
- per gli investimenti in FIA (fondi di investimento alternativi) italiani diversi da quelli riservati,
- per gli investimenti in FIA UE e non UE autorizzati alla commercializzazione in Italia ai sensi dell'art. 44, comma 5 e seguenti del TUF
- per gli investimenti in per strumenti finanziari (i titoli di Stato) emessi o garantiti da paesi UE, OCSE o organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più paesi UE.

Circa l'esposizione valutaria, si consente (al netto di coperture attraverso derivati) un investimento non denominato in euro fino al 30% del totale, con questo restringendo il limite attuale che è pari a 2/3 del portafoglio.

Si consente l'investimento in strumenti finanziari connessi a merci per non più del 5% delle disponibilità complessive, purché emessi da controparti di primaria affidabilità, solidità e reputazione. Non sono ammessi derivati connessi a merci per i quali esiste l'obbligo di consegna del sottostante a scadenza.

Il ricorso agli Oicr è ammesso a patto che:

- a) sia adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche dimensionali e a quelle della politica di investimento che intende adottare e risponda a criteri di efficienza ed efficacia;
- b) la politica di investimento degli OICR sia compatibile con quella del fondo pensione;
- c) l'investimento in OICR non generi una concentrazione del rischio incompatibile con i parametri definiti dal fondo pensione
- d) il fondo pensione sia in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun OICR al fine di garantire il rispetto dei principi e criteri stabiliti nel decreto per il portafoglio nel suo complesso.
- e) non comporti oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti.

Sussistono rispetto agli Oicr alcune restrizioni quantitative:

- l'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA) e' mantenuto a livelli prudenziali, e' complessivamente contenuto entro il limite del 30 per cento delle disponibilita' complessive del fondo pensione ed e' adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche e a quelle della politica di investimento che intende adottare. Gli OICVM e i depositi bancari si considerano strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati;
- in aggiunta al limite complessivo del 30% inerente gli strumenti negoziati in mercati non regolamentati, tra gli Oicr, l'investimento in FIA² va contenuto entro il 20% del patrimonio del fondo pensione e il 25% del patrimonio del FIA oggetto di investimento;
- in ogni caso, l'investimento in FIA non UE non commercializzati in Italia sono ammessi, a patto che esistano accordi di cooperazione con le autorità di vigilanza del Paese di origine.

Rimangono ferme le possibilità di gestione diretta ex art. 6 c.1 del d.lgs. 252/2005:

- sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari nelle quali il fondo pensione può detenere partecipazioni anche superiori ai limiti di cui al comma 13, lettera a), nonché di quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi nei limiti di cui alla lettera e);
- sottoscrizione e acquisizione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi ma comunque non superiori al 20 per cento del proprio patrimonio e al 25 per cento del capitale del fondo chiuso.

È previsto che la Covip possa ampliare i limiti posti all'investimento per comprovate esigenze del fondo. Al contrario, la Covip, in relazione alla situazione economico-patrimoniale del fondo e all'adeguatezza della sua struttura organizzativa, può fissare limiti più stringenti alla operatività.

In caso di gestione multi-comparto, si prevede l'applicazione dei limiti di investimento in capo ai singoli comparti salvo i limiti di cui all'articolo 6, comma 13, lett. a), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252 e al comma 4, lett. f), ultima parte,

² Si ricordano le seguenti definizioni

- OICR alternativi italiani riservati (FIA italiani riservati)»: gli OICR di cui all'art. 1, comma 1, lettera m-quater) del TUF;
- OICR alternativi UE (FIA UE)»: gli OICR di cui all'art. 1, comma 1, lettera m-quinquies) del TUF;
- OICR alternativi non UE (FIA non UE)»: gli OICR di cui all'art. 1, comma 1, lettera m-sexies) del TUF;
- OICR alternativi (FIA)»: gli OICR di cui all'art. 1, comma 1, lettera m-ter), m-quinquies) e m-sexies) del TUF.

dell'articolo 5 del d.m. n. 166/2014, che sono riferiti alle disponibilità dell'intero fondo pensione³

Il decreto mantiene alcune deroghe per i fondi pensione preesistenti (quali quelle relative alla gestione assicurativa, alla gestione immobiliare diretta, da ricondurre comunque entro il 20% del patrimonio, nonché alla possibilità di mantenere il modello della gestione diretta, eventualmente senza banca depositaria, obbligatoria quest'ultima solo in caso di gestione finanziaria convenzionata)

Per i fondi pensione che coprono rischi biometrici o garantiscono un rendimento degli investimenti o un determinato livello delle prestazioni (di cui all'articolo 7-bis del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252), per i quali valgono comunque i principi generali sopra menzionati, si richiama, inoltre, l'attenzione sulla necessità che la politica d'investimento preveda un approccio integrato tra l'attivo e il passivo, in modo da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività.

4. La gestione diretta

Le deroghe al divieto di gestione diretta si rinvengono dalla combinazione dell'art. 6, comma 1, lettere *d* ed *e*) del d.lgs. 252/2005 con quelle contenute nel d.m. 166/114.

In particolare è consentito di effettuare investimenti diretti attraverso:

- sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari nelle quali il fondo pensione può detenere partecipazioni anche superiori ai limiti normalmente consentiti che sono indicati al comma 13 dell'articolo 6. È vietato quindi acquistare direttamente immobili per evitare investimenti con scarsi margini di liquidità.
- sottoscrizione o acquisizione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare e immobiliare chiusi nei limiti del 20 per cento del proprio patrimonio e del 25 per cento del capitale del fondo chiuso. Nello specifico l'investimento in FIA va contenuto entro il 20% del patrimonio del fondo pensione e il 25% del patrimonio del FIA oggetto di investimento;

³ Le norme citate si riferiscono rispettivamente:

- alla possibilità di investire in azioni o quote con diritto di voto, emesse da una stessa società, per un valore nominale superiore al cinque per cento del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse dalla società medesima se quotata, ovvero al dieci per cento se non quotata, né comunque, azioni o quote con diritto di voto per un ammontare tale da determinare in via diretta un'influenza dominante sulla società emittente;
- al fatto che fermo restando il rispetto del principio di adeguata diversificazione degli investimenti, l'investimento in FIA è contenuto entro il limite del 20 per cento delle disponibilità complessive del fondo pensione e del 25 per cento del valore del FIA.

- detenere liquidità in coerenza con quanto previsto dalla politica di investimento adottata⁴.

Altra eccezione riguarda i fondi pensione costituiti nell'ambito delle Autorità di vigilanza sui soggetti gestori, a favore dei dipendenti delle stesse. In tal caso tali Autorità possono gestire direttamente le proprie risorse.

Ulteriore eccezione riguarda i vecchi fondi cioè quelli già esistenti alla data di entrata in vigore del d.lgs. 124/93, per i quali il d.m. 62 del 10 maggio 2007 - *Regolamento per l'adeguamento alle disposizioni del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, in materia di forme pensionistiche complementari preesistenti alla data di entrata in vigore della legge 23 ottobre 1992, n. 421*- ha consentito di continuare a gestire le attività mediante stipula di contratti assicurativi di cui ai rami vita I, III e V previsti dal d.lgs. n. 209 del 2005, ed è ammessa anche la gestione delle attività in forma diretta, oltre che tramite convenzioni con i soggetti di cui all'art. 6, comma 1, del d.lgs. n. 252/2005.

Risultano altresì consentiti gli investimenti immobiliari in forma diretta entro il limite totale del venti per cento del patrimonio del fondo, ferma restando, in ogni caso, l'esigenza di tener conto dei criteri generali di gestione tra cui il principio della diversificazione degli investimenti e dei rischi. Per i fondi che alla data di entrata in vigore del decreto ministeriale (fine maggio 2007) detenevano investimenti superiori al predetto limite è posto un termine di 5 anni dalla data in vigore per ricondurre gli investimenti medesimi nell'ambito del limite ricordato (termine del maggio 2012).

Risultano consentiti anche gli investimenti immobiliari attraverso partecipazioni (anche di controllo) in società immobiliari, sia tramite quote di fondi immobiliari anche in deroga a quanto previsto dall'articolo dall' art. 5, c 2 e c. 4 lett. f, del d.m. 166/2014.

⁴ Per liquidità si devono intendere gli strumenti del mercato monetario di cui all'articolo 1, comma 1-ter del TUF, con vita residua non superiore a sei mesi, aventi requisiti di trasferibilità ed esatta valutabilità, ivi compresi i depositi bancari a breve. Per l'impiego delle liquidità del fondo nelle more della stipula delle convenzioni di gestione, è importante ricordare la comunicazione Covip del 1° settembre 1999 «Orientamenti in tema di impiego della liquidità del fondo nelle more della stipula delle convenzioni di gestione». Nel periodo di tempo che intercorre tra l'autorizzazione all'attività e la scelta del gestore può intercorrere un periodo più o meno lungo. I contributi raccolti confluiscono in un conto corrente presso la banca depositaria, e possono costituire un'ingente massa monetaria. Al riguardo la Covip ritiene che: «... possano essere stipulate operazioni di pronti contro termine, purchè esse siano effettuate su titoli del debito pubblico di paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea e con controparti bancarie di primaria qualità, diverse dalla banca depositaria, al fine di preservarne il ruolo di controllore indipendente della legittimità dell'operazione, fermo restando, ovviamente, il ruolo di custode di tutte le risorse del fondo assegnato alla stessa banca depositaria. Vista la peculiarità della situazione prospettata, si rileva comunque la necessità che l'organo di amministrazione del fondo assuma ogni deliberazione al riguardo acquisendo il preventivo parere del collegio sindacale.

5. Le specifiche Covip in tema di gestione diretta

La Covip è intervenuta recentemente per facilitare le modalità di attuazione della gestione diretta mediante una specifica che impatta sullo schema di Statuto dei fondi pensione negoziali adottato con Deliberazione Covip del 31 ottobre 2006. Tale Schema di Statuto, all' art. 27, stabilisce che l'attuazione di forme di gestione diretta, tramite sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari nonché quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi ovvero di quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, sia subordinata all'introduzione del comma 2⁵, che lo Schema prevede come "eventuale".

Ciò in assenza dell'intervento Covip in discussione comportava l'esigenza, qualora si fosse ritenuto di ricorrere a tale modalità di gestione e tale eventualità non fosse già stata prevista nel testo Statutario, di modificare lo Statuto secondo le procedure previste per le modi fiche ordinarie.

Per agevolare il ricorso alla suddetta modalità di gestione, si è ritenuto opportuno, nelle more di una più generale revisione del citato Schema di Statuto di modificare l'art. 27 della Schema riformulando i commi 1 e 2 e specificando che le modi fiche statutarie conseguenti alle predette variazioni formano oggetto di mera comunicazione alla Covip ai sensi dell' art. 8 del Regolamento del 15 luglio 2010, così come modificato e integrato con Deliberazione del 7 maggio 2014, e possono essere assunte

dall' organo di amministrazione senza la necessità di sottoporle all' assemblea straordinaria.

6. I profili di responsabilità degli organi di governante connessi alla gestione diretta

A fronte della facilitazione normativa di cui si è discusso precedentemente è connesso però il richiamo ai profili di responsabilità degli organi di governante.

L'organo di amministrazione, qualora valuti l'opportunità di ricorrere alla gestione diretta dovrà verificare che la struttura organizzativa interna sia dotata dei requisiti professionali adeguati ai rischi e alle caratteristiche degli strumenti finanziari nei quali si intende investire (art. 3, comma 3, del DM Economia n. 166/2014), secondo il principio di proporzionalità richiamato nell' art. 1, comma 2 delle *"Disposizioni sui processi di attuazione della politica di investimento"* (Deliberazione Covip del 16 marzo 2012).

Inoltre il cda dovrà inoltre individuare i soggetti incaricati della gestione secondo quanto previsto dall'art. 5, comma 2, lett. a), n. 2), delle citate Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento. Le procedure interne dovranno quindi definire le modalità di individuazione delle forme di impiego diretto delle risorse e i soggetti

⁵ "Ai sensi dell'art. 6 comma 1 lettere d) ed e) del Decreto, il Fondo può sottoscrivere o acquisire azioni o quote di società immobiliari nonché quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi ovvero quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, nei limiti"

coinvolti, nonchè un sistema di controllo adeguato alla mutata realtà gestionale del fondo. Le procedure che regolano le descritte attività andranno riportate chiaramente nell'ambito del Manuale operativo.

L'organi di amministrazione, dovrà inoltre preventivamente adeguare il Documento sulla politica di investimento, dando evidenza di tale circostanza (art. 4, comma 1, lettera c), delle *“Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”*.

Anche la Nota Informativa andrà aggiornata per dare evidenza della suddetta scelta. In particolare, dovrà essere modificato il Par. C *“L'investimento e i rischi connessi”*, alla Sezione II *“Caratteristiche della forma pensionistica complementare”*, esplicitando la possibilità di effettuare investimenti diretti. Le informazioni relative agli investimenti diretti effettuati andranno poi evidenziate nel Par. A *“Le politiche di investimento e la gestione dei rischi”*, Sezione III *“Informazioni sull'andamento della gestione”*.

La documentazione aggiornata andrà inviata a Covip nei tempi e con le modalità indicate nelle rispettive disposizioni di riferimento, evidenziando nella nota di trasmissione la scelta effettuata.

7. Conclusioni

La Covip con il suo recente intervento ha facilitato il ricorso a modalità di gestione diretta sul piano degli adempimenti amministrativi ma lasciando inalterato il quadro delle modalità di gestione diretta e dei profili di responsabilità degli organi di *governance* così come si desume dal coordinamento tra il d.lgs. 252/05 il d.m. 166/2014 ed il documento in materia di politica di investimento. Gli investimenti in questione:

- dovranno essere coerenti con le caratteristiche professionali della struttura organizzativa interna;
- richiederanno l'adozione di procedure interne in grado di definire le modalità di individuazione delle forme di impiego diretto delle risorse e i soggetti coinvolti;
- richiederanno un sistema di controllo adeguato alla mutata realtà gestionale del fondo.

Il d.m 166/2014 in combinazione con el disposizioni in materia di documento sulle politiche di investimento, se da un lato semplifica la griglia delle restrizioni quantitative introduce nuove opportunità di investimento dall'altro richiede una maggiore focalizzazione sui processi decisionali, inerenti l'assetto organizzativo professionale e tecnico, la gestione e controllo del rischio, che deve essere proporzionato alle caratteristiche della gestione. L'impianto centrale del Decreto, si fonda sul principio della persona prudente, cioè sulla possibilità di effettuare un investimento a patto che il fondo sia in grado di gestire o controllare l'andamento della gestione. La capacità organizzativa e professionale del fondo in termini di risk management dovrà precedere qualunque tipo di investimento e dovrà essere presente sin dalla definizione della strategia di investimento che deve individuare gli obiettivi di rischio/rendimento e il limite massimo

di rischio tollerabile (budget di rischio, perdita massima potenziale, etc.) con riferimento ai singoli investimenti e al portafoglio nel suo complesso. L'adeguatezza delle strutture organizzative professionali e tecniche sarà quindi un parametro attraverso cui la Covip vigilerà. Questa ha a disposizione, quale primaria fonte di informazione, cui eventualmente aggiungere le risultanze delle visite ispettive, il Documento sulla politica di investimento.

In sintesi anche rispetto alla gestione diretta le aree da attenzionare sono:

- descrizione della struttura organizzativa, professionale e tecnica (da effettuarsi nel documento sulle politiche di investimento ed in coerenza con i relativi manuali);
- illustrazione della compatibilità della struttura rispetto alla politica di investimento adottata ed ai relativi rischi;
- proporzionalità: le strutture devono essere adeguate alla qualità e complessità del portafoglio. Rispetto alla proporzionalità le seguenti direttrici indicate nel documento sulle politiche di investimento sono:
 - o dimensione della forma;
 - o modello gestionale adottato;
 - o grado di complessità della gestione.

Tali valutazioni troveranno specifica anche nei verbali del cda e degli eventuali comitati finanziari ed in quelli della funzione finanza.