



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Performance e rischi dei fondi pensione aperti italiani: un'indagine empirica

Relatore

Ch. Prof.essa Agar Brugiavini

Correlatore

Ch. Prof. Fulvio Corsi

Laureando

Gianluca Naletto
Matricola 829389

Anno Accademico

2013 / 2014

INDICE

| | | |
|--------|---|----|
| 1. | Introduzione | 4 |
| 2. | L'importanza della previdenza complementare..... | 5 |
| 2.1. | Il funzionamento del sistema previdenziale italiano | 5 |
| 2.2. | L'evoluzione del sistema pensionistico pubblico italiano | 8 |
| 2.2.1. | Origini e sviluppo | 8 |
| 2.2.2. | La crisi del sistema pensionistico pubblico | 9 |
| 2.2.3. | Le riforme degli anni Novanta | 11 |
| 2.2.4. | Le riforme degli anni 2000 | 13 |
| 2.2.5. | La riforma Fornero e le prospettive future..... | 15 |
| 3. | La funzione della previdenza complementare | 18 |
| 3.1. | Le basi del sistema previdenziale italiano..... | 21 |
| 3.2. | La scelta e il monitoraggio della forma previdenziale..... | 22 |
| 3.3. | Le forme di previdenza complementare..... | 26 |
| 3.3.1. | I fondi pensione negoziali | 26 |
| 3.3.2. | I fondi pensione preesistenti | 29 |
| 3.3.3. | I fondi pensione aperti..... | 31 |
| 3.3.4. | I piani individuali pensionistici..... | 33 |
| 3.4. | Gli schemi di bilancio delle forme previdenziali | 35 |
| 3.4.1. | Lo stato patrimoniale..... | 35 |
| 3.4.2. | Il conto economico | 36 |
| 3.5. | Il decreto legislativo n.252/2005 | 37 |
| 4. | Le politiche di investimento dei fondi pensione..... | 41 |
| 4.1. | Il processo di attuazione della politica di investimento | 41 |
| 4.2. | Le disposizioni della Covip sul processo di attuazione della politica di investimento | 43 |
| 4.3. | Criteri e limiti di investimento dei fondi pensione..... | 47 |
| 4.3.1. | Il decreto del ministero del tesoro n. 703/1996..... | 47 |
| 4.3.2. | il decreto 166/2014 | 51 |
| 4.3.3. | Il nuovo impianto e le principali differenze | 52 |
| 5. | La valutazione delle performance dei fondi pensione | 57 |
| 5.1. | Il ruolo del benchmark nella valutazione delle performance | 57 |
| 5.2. | Le misure di performance | 60 |
| 5.2.1. | Le misure di rendimento e di rischio | 60 |
| 5.2.2. | Le principali misure di performance aggiustate per il rischio..... | 63 |
| 6. | Performance e rischi dei fondi pensione aperti italiani: un'indagine empirica | 68 |
| 6.1. | Processo..... | 68 |
| 6.2. | Vincoli e assunzioni..... | 69 |
| 6.3. | Database di riferimento..... | 70 |
| 6.4. | Matrice input- output delle funzionalità/requisiti..... | 70 |
| 6.5. | Analisi dei risultati | 81 |

| | | |
|------|--------------------------------|-----|
| 6.6. | Acronimi e abbreviazioni | 81 |
| 6.7. | Conclusioni | 101 |
| | Bibliografia..... | 102 |

1. INTRODUZIONE

Il sistema previdenziale pubblico italiano non è più in grado di rispondere in maniera efficace alle aspettative dei lavoratori. Si è passati da uno Stato paternalista, che eroga più di quanto riceve, ad uno Stato che si limita a garantire il minimo vitale lasciando alla responsabilità individuale il compito di destinare parte del risparmio a finalità previdenziali. Il tasso di sostituzione effettivamente ottenuto dipenderà, quindi, sempre più dalle scelte d'investimento del singolo lavoratore. Questo significa, più libertà di assecondare esigenze e propensioni individuali, ma anche maggiore soggezione al rischio che il montante contributivo futuro sconti inappropriate politiche di gestione del risparmio e dinamiche avverse del mercato finanziario. Per questo è fondamentale una maggiore conoscenza sul tema della previdenza complementare, al fine di scegliere in modo più consapevole.

L'obiettivo che la presente tesi si prefigge è quello di guidare il potenziale aderente nella scelta della forma previdenziale più coerente rispetto al suo grado di rischio-rendimento. Per fare ciò, sarà esplorata l'efficacia delle possibili alternative d'investimento, attraverso l'utilizzo di idonei strumenti di valutazione adattabili alle peculiari caratteristiche del lavoratore.

2. L'IMPORTANZA DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

In questo capitolo si approfondiranno le caratteristiche del sistema di previdenza pubblica, nonché le problematiche che lo affliggono e che rendono sempre più difficile garantire il mantenimento dello stesso tenore di vita al termine dell'attività lavorativa.

Tali concetti rappresenteranno dei punti di base indispensabili per affrontare in maniera più consapevole e critica la lettura dei successivi capitoli.

2.1. IL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA PREVIDENZIALE ITALIANO

Il sistema di Welfare¹ di ciascun Paese si pone come principale obiettivo il perseguimento delle seguenti finalità: assistenziale², assicurativa³ e previdenziale.

Nella presente trattazione, l'attenzione sarà focalizzata sulla finalità previdenziale che consiste nell'erogazione di benefici sostitutivi al reddito al termine dell'età lavorativa. Tale funzione è assolta in parte direttamente dallo Stato e in parte dall'intervento di intermediari specializzati nella gestione di forme pensionistiche complementari.

Il sistema previdenziale italiano, infatti, si fonda su tre pilastri:

- la previdenza pubblica;
- la previdenza complementare collettiva;
- la previdenza complementare individuale.

Per colmare le lacune del sistema pubblico, il legislatore ha promosso la partecipazione dei lavoratori a forme di previdenza complementare, su base privatistica e con adesione volontaria, organizzate in forma collettiva o individuale (rispettivamente **secondo** e **terzo pilastro**).

Il sistema pensionistico pubblico (c.d. **primo pilastro**) si caratterizza per la partecipazione obbligatoria di tutti coloro che svolgono un'attività lavorativa retribuita: i contributi sociali sono corrisposti in proporzione alla remunerazione o al reddito. La gestione di tali contributi è affidata ad enti di previdenza statali (INPS, INPDAP, ENPALS, OPOST, ENASARCO, ENPAIA) o casse professionali che garantiscono la funzione di assicurazione obbligatoria.

Le principali prestazioni previdenziali sono le **pensioni di vecchiaia** e le **pensione anticipate**⁴. La pensione di vecchiaia è erogata a favore di coloro i quali terminano l'attività lavorativa al raggiungimento di specifici limiti di età anagrafica, a condizione che vantino un tempo minimo di permanenza nella gestione previdenziale (la c.d. anzianità contributiva). Prima del raggiungimento dei suddetti limiti d'età, è possibile maturare il requisito posto dalla legislazione vigente in termini di sola anzianità contributiva e avere così diritto alla pensione anticipata⁵.

¹ L'insieme degli interventi pubblici finalizzati a garantire il benessere dei cittadini.

² La funzione assistenziale si traduce nella garanzia che tutti i cittadini dispongano di un reddito adeguato a condurre una esistenza dignitosa, indipendentemente dall'entità dei contributi versati (riferimento all'art. 38, comma 1, della Costituzione).

³ Per finalità assicurativa si intende la protezione dei lavoratori assicurati e dei familiari a loro carico dai rischi di premorienza e invalidità (riferimento all'art. 38, comma 2, della Costituzione).

⁴ Tale istituto è stato introdotto il 1 Gennaio 2012 dalla normativa di cui al decreto legge 6 dicembre 2011 n. 201 (c.d. Decreto "Salva Italia"), in sostituzione della pensione di anzianità. Il comma 3 dell' art. 24 del predetto decreto ha comunque fatti salvi i diritti acquisiti e pertanto tutti i lavoratori che entro il 31 Dicembre 2011 hanno maturato i requisiti per il diritto alla **pensione di anzianità** potranno continuare ad esercitare tale diritto nel rispetto delle decorrenze previste dalla relativa norma di riferimento.

⁵ L'istituto, tuttavia, ha eliminato il requisito dell'età minima introdotto dalla legge 243/2004 ed ha previsto un sistema di disincentivazione che si realizza attraverso la previsione di una riduzione del rateo in relazione al tempo mancante per il raggiungimento di un limite minimo di età fissato in 62 anni dalla legge 201/2011.

I contributi sociali versati dai lavoratori alimentano anche benefici pensionistici di altra natura, aventi carattere assicurativo, quali:

- le prestazioni erogate a favore di coloro che a causa di disturbi fisici o mentali hanno subito la perdita totale o la riduzione consistente della capacità lavorativa (rispettivamente **pensione di inabilità e invalidità**);
- le prestazioni riconosciute ai familiari dell'assicurato in caso di premorienza (la c.d. **pensione ai superstiti**, detta di riversibilità nel caso in cui di lavoratore già in pensione, e indiretta, nel caso di lavoratore ancora attivo).

Assumono denominazione di pensioni anche alcune prestazioni erogate a favore di soggetti sprovvisti dei mezzi sufficienti a soddisfare le proprie esigenze vitali, indipendentemente dalla loro partecipazione al mercato del lavoro e quindi dal pagamento dei contributi (la c.d. pensione o assegno sociale). Tali prestazioni, a differenza delle precedenti, sono di natura prettamente assistenziale e risultano a carico della fiscalità generale.

Per quanto riguarda le **modalità di finanziamento** delle prestazioni, un sistema pensionistico può essere organizzato secondo il meccanismo della ripartizione o della capitalizzazione.

In un **sistema a ripartizione**, i contributi pagati dai lavoratori attivi sono utilizzati per finanziare le pensioni di quei soggetti che non sono più in grado di provvedere al proprio sostentamento, secondo logiche redistributive e di solidità generazionale. Non si ha, pertanto, accumulazione di risparmio e conseguente investimento nel mercato dei capitali, ma solo trasferimento di risorse finanziarie dai lavoratori attivi ai pensionati. In ciascun esercizio della gestione previdenziale, è necessario che i contributi pagati siano almeno pari all'importo dei benefici da erogare, in caso contrario sarà necessario un intervento dello Stato, a carico della fiscalità generale. Pertanto, in ogni periodo deve valere la seguente eguaglianza:

$$c \times w \times N_w = p \times N_p \quad (2.1)$$

dove **c** è l'aliquota contributiva, **w** è la retribuzione media percepita, **N_w** è il numero di lavoratori, **p** è la pensione media e **N_p** è il numero di pensionati. L'aliquota contributiva che garantisce l'equilibrio finanziario del sistema è pertanto pari a:

$$c = \frac{p}{w} \times \frac{N_p}{N_w} \quad (2.2)$$

Il primo elemento del prodotto è il rapporto tra pensione media e salario medio. Un indicatore frequentemente utilizzato per descrivere sinteticamente il grado di copertura offerto dal sistema è il **tasso di sostituzione**, calcolato come rapporto tra la pensione ricevuta e l'ultima retribuzione percepita (o media delle retribuzioni percepite durante la carriera lavorativa)⁶.

⁶ L'intervallo di tempo effettivamente preso in considerazione dipende dalla normativa vigente.

TABELLA 1 - TASSI DI SOSTITUZIONE LORDI DELLA PREVIDENZA OBBLIGATORIA⁷

| | 2010 | 2020 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|
| Dipendenti privati | 74,1 | 68 | 67,7 | 61,9 | 63,7 | 64,2 |
| Lavoratori autonomi | 73 | 52,1 | 46,9 | 47,5 | 50,9 | 51,8 |

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato.

Il secondo elemento del prodotto è il rapporto tra il numero di pensionati e quello dei lavoratori attivi. Tale rapporto dipende dalle dinamiche demografiche riguardanti la durata di vita media e il tasso di natalità, che determinano un'incidenza più o meno elevata degli anziani sulla popolazione in età lavorativa.

Un indicatore frequentemente utilizzato, in questo caso, è l'**Age Dependency Ratio**⁸ dato dal rapporto tra la popolazione in età non attiva (0-14 anni o più di 65 anni) e la popolazione in età attiva (15-64 anni). Se il sistema assicura il mantenimento di un determinato tasso di sostituzione, indipendentemente dall'evoluzione dello scenario di riferimento, il rischio demografico è a carico delle generazioni future, che subiscono un aumento dell'aliquota contributiva senza che questo determini un aumento delle prestazioni di cui, in futuro, avranno diritto. Un ruolo fondamentale è giocato, inoltre, dall'andamento del mercato del lavoro sia in termini di livello occupazionale sia di dinamiche salariali. Per esempio, una diminuzione della popolazione in età attiva potrebbe essere compensata da un incremento del tasso disoccupazione o da un miglioramento della produttività.

TABELLA 2 - INDICE DI DIPENDENZA STRUTTURALE DEGLI ANZIANI

| | 2010 | 2020 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Age Dependency Ratio | 30,8 | 35,2 | 42,6 | 55 | 60,8 | 60,7 |

Fonte: ISTAT.

Profondamente diverse risultano le logiche e il funzionamento di un **sistema a capitalizzazione**, in cui i contributi versati dal lavoratore vengono accantonati per suo conto e investiti nel mercato dei capitali al fine di costituire il montante individuale, necessario all'erogazione della sua rendita pensionistica. In questo caso si ha il trasferimento di risorse finanziarie nel tempo secondo una logica assicurativa di tipo individuale, che rende automatico il mantenimento dell'equilibrio finanziario del sistema. Non essendoci alcun impegno, né diritto nei confronti delle altre generazioni di contribuenti, il singolo lavoratore non subisce il rischio demografico. Tuttavia, il sistema a capitalizzazione è tutt'altro che esente da rischi, poiché il rendimento ottenuto nel mercato dei capitali, tenendo conto anche dell'inflazione, potrebbe rendere il risparmio previdenziale accumulato non sufficiente a garantire una pensione adeguata.

Un'altra distinzione, basata sul **meccanismo di calcolo delle prestazioni**, è quella tra sistemi pensionistici basati sul metodo retributivo o contributivo.

Il **metodo retributivo** commisura la pensione alla media delle retribuzioni o redditi percepiti negli ultimi anni di attività lavorativa e all'anzianità contributiva del soggetto.⁹ Con l'applicazione di questo

⁷ Il tasso di sostituzione lordo esprime il rapporto fra l'importo annuo della prima rata di pensione e l'importo annuo dell'ultima retribuzione (o reddito da lavoro). Così definito, esso misura la variazione del reddito lordo del lavoratore nel passaggio dalla fase attiva quella di quiescenza. A parità di carriera lavorativa, tale indicatore riflette le differenze legate alle diverse modalità di calcolo della pensione. Si precisa che il tasso di sostituzione lordo non è un indicatore di adeguatezza delle prestazioni.

⁸ Indice di dipendenza strutturale degli anziani.

⁹ Pensione = Retribuzione/reddito Pensionabile x Anzianità Contributiva x Aliquota di rendimento. Es. Se per ciascun anno si garantisce una percentuale pari al 2% dell'ultima retribuzione, un individuo con 40 anni di contributi otterrà l'80% dell'ultimo stipendio.

metodo è assicurata l'**equità previdenziale**, ossia la garanzia dello stesso tasso di sostituzione a tutti gli individui che vantino la medesima anzianità contributiva. Il beneficio, in termini di pensione erogata, calcolato con questo metodo, infatti, prescinde completamente dall'età del soggetto al termine dell'età lavorativa e perciò dalle sue aspettative di vita.

La principale conseguenza è che l'importo della pensione può divenire molto elevato rispetto all'ammontare dei contributi effettivamente versati, soprattutto per i percorsi di carriera più dinamici. Il metodo retributivo, quindi, non realizza l'**equità attuariale**, ossia non garantisce lo stesso rendimento dei contributi versati a tutti i lavoratori, favorendo (a parità di anzianità contributiva e ultimo reddito) gli individui che smettono di lavorare in età più giovane e caratterizzati da una carriera più dinamica.

Nel **metodo contributivo** la pensione è calcolata come sommatoria dei contributi effettivamente versati durante l'intera vita lavorativa, moltiplicati per un fattore di capitalizzazione e per un coefficiente di trasformazione¹⁰ in rendita che tiene conto della speranza di vita del soggetto al momento della cessazione dell'attività lavorativa. In tal modo si realizza automaticamente l'equità attuariale.

2.2. L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA PENSIONISTICO PUBBLICO ITALIANO

2.2.1. ORIGINI E SVILUPPO

La nascita del sistema pubblico italiano risale al 1989, quando con la legge n.350 è istituita la Cassa Nazionale di Previdenza per Invalidità e Vecchiaia (oggi INPS), destinata ai lavoratori del settore privato e con adesione facoltativa. La fondazione della Cassa segue di diversi anni l'introduzione di tutele previdenziali per i dipendenti pubblici. Nel 1919 l'adesione dell'assicurazione per invalidità e vecchiaia diviene obbligatoria per tutti i lavoratori con reddito inferiore ai limiti fissati dalla legge. Le prestazioni sono finanziate con il meccanismo della capitalizzazione, con contributi sociali suddivisi in parti uguali tra lavoratori e datori di lavoro. I principali benefici erogati al termine dell'attività lavorativa sono pensioni di vecchiaia, calcolate con metodo contributivo ed erogate al raggiungimento dei 65 anni d'età, sia per gli uomini che per le donne.

Negli anni successivi al primo conflitto mondiale, sia in Europa sia negli Stati Uniti, si sperimentano forti ondate inflazionistiche e difficoltà economiche, culminate con la Grande Depressione del 1929. Alcuni paesi cominciano a convertire i loro sistemi pensionistici al meccanismo della ripartizione, al fine di poter estendere la tutela a fasce sempre più ampie della popolazione. L'Italia mantiene un sistema a capitalizzazione e, nel corso degli anni Trenta, adotta diversi provvedimenti tesi a estendere il grado di copertura: i limiti di reddito per l'esonero dall'obbligo di aderire all'assicurazione sociale sono elevati, e l'età pensionabile scende a 60 anni per gli uomini e 55 per le donne, requisiti anagrafici più coerenti dei precedenti con le aspettative di vita dell'epoca.

Il secondo conflitto mondiale rappresenta un momento di forte rottura con il passato: la finanza pubblica soffre l'enorme costo dello sforzo bellico e le riserve accantonate a fini previdenziali con il meccanismo della capitalizzazione si svalutano drammaticamente per l'elevata inflazione. Si manifesta uno dei rischi tipici del sistema a capitalizzazione, cioè la possibilità che il risparmio accantonato si riveli insufficiente a garantire un'adeguata prestazione. L'unica via percorribile per continuare a garantire la tutela pensionistica appare il passaggio al meccanismo della ripartizione, favorito da uno scenario demografico ben diverso da quello attuale, con tassi di natalità sensibilmente più elevati e una durata delle vita media assai più breve.

¹⁰ Coefficiente utilizzato per il calcolo della prestazione pensionistica che dipende dall'età dell'aderente al momento di pensionamento e dal sesso.

Gli anni Cinquanta e Sessanta sono caratterizzati da una forte crescita demografica e da un rapido sviluppo economico, che incoraggiano un continuo ampliamento delle tutele previdenziali. Nel 1950 viene definitivamente abolito l'esonero per reddito, cosicché l'assicurazione per vecchiaia e invalidità diviene obbligatoria per tutti i lavoratori. La **riforma Rubinacci** (Legge n. 218/1952) ridefinisce le modalità di finanziamento delle prestazioni: il meccanismo della capitalizzazione rimane in vigore solo per una quota minima (la c.d. contribuzione base), mentre una porzione sempre più consistente delle pensioni viene finanziata a ripartizione. Sono introdotte le cosiddette integrazioni al minimo, a favore dei soggetti che in base alla loro contribuzione non avrebbero diritto a una pensione in grado di soddisfare le esigenze vitali. Seguono numerosi interventi che portano l'estensione delle tutele previdenziali a varie categorie di lavoratori autonomi, con un proliferare di gestioni che hanno reso il sistema italiano sempre più complesso e frammentato.

La **riforma Brodolini** (Legge n.153/1969) rappresenta un'altra tappa nella crescita delle prestazioni pensionistiche. Si adotta, in modo definitivo, il sistema della ripartizione e si passa al modello retributivo per il calcolo dei benefici. Il periodo preso in considerazione per la determinazione della retribuzione varia tra categorie di assicurati, ma rimane molto favorevole al lavoratore e molto gravoso per le finanze pubbliche. La riforma Brodolini provvede anche ad assicurare la pensione sociale agli anziani bisognosi e a consentire l'accesso alla pensione di anzianità con un numero minimo di anni di contribuzione, pur non avendo raggiunto il requisito in termini di età anagrafica. Si stabilisce, infine, l'adeguamento dei benefici erogati al costo della vita, in base all'indice dei prezzi al consumo. Dal 1975 la rivalutazione avviene anche in rapporto alla dinamica salariale.

Nel corso degli anni Settanta e Ottanta l'espansione economica inizia a rallentare e la struttura demografica ad allontanarsi da quella che, nell'immediato dopoguerra, aveva suggerito l'adozione di un sistema a ripartizione. La spesa previdenziale appare elevata e in continua crescita: nonostante le preoccupazioni sollevate da alcuni economisti e la proposizione di progetti di riforma coerenti con le stesse, le logiche del sistema rimangono sostanzialmente invariate, anche a causa della reticenza dei governi nel prendere provvedimenti impopolari, preferendo trasmettere la responsabilità della loro adozione alla classe politica futura. Prosegue, quindi, la serie di interventi con aggravio di spesa per lo Stato. Dal 1981 si consente l'utilizzo su larga scala dell'istituto del prepensionamento per la gestione di esuberanti del personale nell'ambito delle crisi aziendali. Nel 1990 si riforma la previdenza dei lavoratori autonomi equiparando le regole di calcolo della pensione a quelle applicate per i lavoratori dipendenti, nonostante una contribuzione sostanzialmente inferiore.

2.2.2. LA CRISI DEL SISTEMA PENSIONISTICO PUBBLICO

Dal secondo dopoguerra in poi la spesa previdenziale è costantemente cresciuta fino a raggiungere livelli non più sostenibili. I principali fattori di crisi possono essere individuati:

- nei cambiamenti demografici;
- nel rallentamento della crescita economica ,
- nelle dinamiche del mercato del lavoro,
- nell'eccessiva generosità delle prestazioni.

Come descritto in precedenza, un sistema a ripartizione prevede un patto intergenerazionale: i giovani attivi nel mercato del lavoro sostengono l'onere dei benefici pensionistici da corrispondere agli anziani, con la promessa implicita, da parte dello Stato, di ottenere lo stesso trattamento in futuro. Un simile meccanismo può funzionare solo fino a quando i lavoratori sono in numero sufficiente rispetto alle persone anziane. Si comprende facilmente, allora, come il fattore demografico sia stato fondamentale

nel determinare la crisi del sistema italiano. L'allungamento della vita media, dovuto al miglioramento delle condizioni economiche e igienico-sanitarie, si è accompagnato a una diminuzione del tasso di fertilità, determinando un progressivo invecchiamento della popolazione.

A tali cambiamenti di natura strutturale, si aggiunge la prospettiva di pensionamento della generazione dei baby boomers¹¹ che, pur essendo un problema di natura temporale, comporterà comunque un picco di spesa al momento della loro entrata in quiescenza.

In tutti i paesi sviluppati assumono, poi, grande importanza anche i flussi migratori: se, nelle prime fasi del processo, il sistema di Welfare giova dall'ingresso di lavoratori stranieri regolari (in quanto il saldo tra prelievo contributivo e prestazioni previdenziali/assistenziali risulta positivo), nel medio lungo periodo, invece, la bassa retribuzione e l'elevata instabilità che caratterizza le carriere dei migranti comporta un forte bisogno assistenziale al termine dell'attività lavorativa e quindi un'inversione di segno del loro contributo al sistema.

L'effetto delle modifiche nella struttura della popolazione può essere aggravato dal rallentamento della crescita economica e delle dinamiche del mercato del lavoro. In un sistema a ripartizione, sortiscono un effetto positivo (negativo) sia un aumento (diminuzione) dell'occupazione sia un incremento (decremento) della produttività. L'effetto positivo di un incremento di produttività può essere, in buona parte, neutralizzato da meccanismi di indicizzazione salariale, presenti nel sistema pensionistico italiano fino alle riforme degli anni 90. Per sostenere una spesa crescente, si rende necessario avere sempre più contribuenti che producono più delle generazioni precedenti. Dopo il boom economico degli anni Settanta, l'Italia ha registrato un rallentamento della crescita economica accompagnato da un aumento della disoccupazione e, in tempi recenti, la diffusione di forme contrattuali atipiche, caratterizzate da una contribuzione minore e discontinua. Il rischio è che, oltre a diminuire il numero di giovani rispetto a quello degli anziani, aumenti la porzione di lavoratori precari se non addirittura irregolari, con rilevanti conseguenze sull'ammontare e sulla continuità della loro contribuzione.

Alle avverse dinamiche demografiche ed economiche si aggiunge l'eccessiva generosità delle prestazioni pensionistiche. Il metodo di calcolo retributivo, per sua natura, svincola i benefici corrisposti dai contributi effettivamente pagati. Lo squilibrio peggiora quanto più breve è il periodo preso come riferimento per il calcolo della retribuzione pensionabile: tale periodo, prima delle riforme degli anni Novanta, risulta pari agli ultimi 5 anni di carriera per i dipendenti del settore privato e addirittura all'ultimo mese per quelli del settore pubblico. Peraltro, mentre i primi ottengono il 2% della retribuzione media pensionabile per ogni anno di lavoro, ai secondi spettano percentuali maggiori.

Un altro problema riguarda le pensioni di anzianità concesse, soprattutto nel settore pubblico, con requisiti talmente contenuti da meritare l'appellativo di "baby pensioni", ottenibili, per esempio, con solo 15 anni di contributi dalle dipendenti pubbliche con figli a carico. Il pensionamento in età così giovane è reso particolarmente gravoso dall'assenza di qualunque meccanismo che leghi l'importo della pensione alla reale aspettativa di vita.

Nel 1992, per la prima volta, il rapporto tra debito pubblico e PIL supera il 100%, con buona parte di deficit dovuta proprio agli squilibri del sistema previdenziale. Per ritornare ad una situazione sostenibile, la strada di un aumento di aliquote contributive non è percorribile. L'incidenza degli oneri sociali sul costo del lavoro è già elevatissima rispetto agli altri paesi europei. Un nuovo aggravio comprometterebbe la competitività delle imprese e favorirebbe i fenomeni di delocalizzazione produttiva o il ricorso ancora più massiccio alle meno onerose forme contrattuali atipiche.

¹¹ Un baby boomer è una persona nata tra il 1959 e il 1964, periodo caratterizzato da un sensibile aumento delle nascite in Italia.

Appare quindi inevitabile un profondo intervento di riforma che mutui le logiche di funzionamento del sistema nella direzione dell'inasprimento dei requisiti per la pensione e della riduzione delle prestazioni, al fine di assicurare la sostenibilità finanziaria nel medio - lungo periodo.

2.2.3. LE RIFORME DEGLI ANNI NOVANTA

Dopo decenni di progressiva estensione delle tutele previdenziali, la **riforma Amato** del 1992-1993 è il primo intervento che realizza un'inversione di tendenza rispetto al passato, nella direzione del contenimento della spesa e, quindi, della riduzione delle prestazioni. L'opera di riordino, su delega del governo con Legge. 421/1992, porta all'emanazione di due provvedimenti:

- il D.Lgs. 503/1992 per la riforma della previdenza obbligatoria;
- il D.Lgs. 124/1993 per la disciplina della previdenza complementare.

Per quanto riguarda il pilastro pubblico, si mantengono sia il sistema della ripartizione sia il metodo di calcolo retributivo. Tuttavia, si introducono delle modifiche finalizzate a ridurre la generosità delle prestazioni e le differenze tra categorie di lavoratori, nonché a ripristinare l'applicazione di logiche assicurative nella determinazione dei benefici pensionistici.

Con riguardo alla pensione di vecchiaia, si prevede un graduale innalzamento del requisito anagrafico da 60 a 65 anni per gli uomini e da 55 a 60 anni per le donne. Il numero minimo di anni di contribuzione viene portato da 15 a 20. Si definiscono regole più stringenti per le pensioni di anzianità, con un periodo di contribuzione minima di 35 anni, a regime uguale per dipendenti pubblici e privati.

Il metodo di calcolo delle prestazioni rimane retributivo, ma si rafforza il legame tra contributi effettivamente versati e pensione ricevuta allungando il periodo di rilevazione della retribuzione pensionabile. L'intervallo di riferimento diviene di 10 anni per coloro che il 31/12/1992 vantano un'anzianità contributiva superiore ai 15 anni. Per i neoassunti si considera l'intera vita lavorativa e per tutti gli altri lavoratori, invece, i due metodi sono applicati pro quota. Le restrizioni non riguardano solo i lavoratori ancora in servizio, ma anche coloro che sono già in pensione: mentre rimane in vigore l'adeguamento al costo della vita, si elimina l'indicizzazione salariale.

Si tenta di avviare, infine, il processo di armonizzazione tra i vari regimi, non riuscendo però a eliminare la vistosa sperequazione tra contributi versati e benefici ricevuti che caratterizza i lavoratori autonomi.

La ridotta "generosità" del sistema obbligatorio apre le porte alla previdenza complementare che viene disciplinata in modo organico per la prima volta, con **D.Lgs. 124/1993**¹². Questo non significa che prima del 1993 non siano state istituite forme di previdenza complementare, piuttosto diffuse nel sistema bancario e assicurativo e nelle grandi imprese industriali ma operanti in assenza di una legislazione specifica (i c.d. FPP, fondi pensione preesistenti).

¹²“Disciplina delle forme pensionistiche complementari”, a norma dell'articolo 3, co. 1, della legge 23 ottobre 1992, n. 421, il quale dispone che:

“Il Governo della Repubblica è delegato ad emanare ... uno o più decreti legislativi per il riordino del sistema previdenziale dei lavoratori dipendenti privati e pubblici ... con lo scopo di stabilizzare al livello attuale il rapporto tra spesa previdenziale e prodotto interno lordo e di garantire, in base alle disposizioni di cui all'art.38 della Costituzione e ferma restando la pluralità degli organismi assicurativi, trattamenti pensionistici obbligatori omogenei, nonché di favorire la costituzione, su base volontaria, collettiva o individuale, di forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari...”.

Dopo anni di quasi monopolio della previdenza pubblica, prende forma un'alternativa su base privatistica, caratterizzata da adesione e finanziamento secondo il meccanismo della capitalizzazione. Le forme pensionistiche complementari possono essere:

- **a contribuzione definita:** sono fissati i contributi da versare, mentre l'importo della prestazione da ricevere al momento del pensionamento dipenderà dall'andamento della gestione finanziaria;
- **a prestazione definita:** si stabilisce la prestazione dovuta al termine dell'attività lavorativa, mentre l'importo dei contributi da versare per garantire la prestazione potrà variare in base ai risultati raggiunti dagli investimenti effettuati.

Il decreto stabilisce che per i lavoratori dipendenti possono essere istituite solo forme pensionistiche complementari a contribuzione definita. I fondi pensione, previsti dal D.Lgs. 124/93, possono assumere la forma di:

- **fondi pensione chiusi o negoziali**, istituiti tramite contratti e accordi collettivi tra datori di lavoro e dipendenti, o per iniziativa di autonomi e liberi professionisti. L'adesione è riservata ai lavoratori che appartengono ad una determinata categoria.
- **fondi pensione aperti**, istituiti da soggetti abilitati alla gestione delle risorse finanziarie (banche, compagnie di assicurazione, Sim e Sgr), raccolte tramite adesione di lavoratori che non possono o non vogliono partecipare a fondo chiuso.

Per le forme preesistenti, si disegna un'articolata disciplina transitoria. Tutte le forme pensionistiche vengono assoggettate al controllo della neo costituita Commissione di Vigilanza sui fondi pensione (COVIP¹³).

Ciò nonostante, in seguito all'entrata in vigore della riforma, lo sviluppo dei fondi pensione appare più lento del previsto. Le elevate aliquote di contribuzione rendono difficile la formazione di nuovo risparmio da destinare alla previdenza complementare. Di conseguenza, si punta soprattutto sul TFR¹⁴, soluzione priva di costi per lo Stato (se non in termini di agevolazioni fiscali concesse), ma poco gradita alle imprese che rischiano di perdere una preziosa fonte di finanziamento. Per di più, i lavoratori italiani, dotati di scarsa cultura assicurativa e abituati a elevati livelli di protezione da parte del sistema pubblico, non avvertono il bisogno della previdenza complementare. Il sistema fiscale introdotto, infine, non si rileva sufficientemente incentivante.

A soli due anni di distanza, il legislatore interviene con una nuova e più incisiva riforma del sistema previdenziale italiano, attuata con legge n. 335/1995, la cosiddetta **riforma Dini**. Tale riforma sancisce il passaggio a un sistema a capitalizzazione figurativa, in cui le prestazioni sono ancora finanziate a ripartizione, ma determinate con metodo di calcolo contributivo. Si rafforzano notevolmente la logica assicurativa e il rapporto tra contributi effettivamente versati e prestazioni ricevute. Se l'aliquota contributiva fosse la stessa per tutte le categorie di lavoratori, non ci sarebbe una così grande differenza rispetto alla riforma Amato con cui, a regime, la retribuzione pensionabile viene determinata con riferimento all'intera carriera e, quindi, in stretta correlazione con i contributi effettivamente versati nel corso della stessa. Il maggiore cambiamento si produce per i lavoratori autonomi, a causa del più basso livello di contribuzione che li caratterizza. Con l'adozione del nuovo metodo, i contributi versati con aliquota pari al 33% nel caso dei dipendenti e 20% nel caso degli autonomi, vengono capitalizzati

¹³ Ai sensi dell'art.18 del D.Lgs. 252/2005, gli obiettivi dell'azione di vigilanza della COVIP sono la trasparenza e la sana e prudente gestione delle forme pensionistiche complementari. Tale azione è svolta nell'interesse degli iscritti e dei beneficiari delle prestazioni e, più in generale, del buon funzionamento del sistema previdenziale.

¹⁴ Trattamento di Fine Rapporto.

annualmente al tasso di crescita registrato mediamente dal PIL nei 5 anni precedenti (tenendo conto sia della crescita reale dell'economia sia dell'inflazione) e convertiti in rendita secondo coefficienti espressivi dell'aspettativa di vita al momento del pensionamento. Per evitare di penalizzare eccessivamente le posizioni di individui già prossimi alla pensione ed evitare agitazioni sindacali, l'applicazione della riforma è disegnata in modo da avvenire con gradualità e tempi piuttosto lunghi.

I lavoratori vengono suddivisi in tre categorie:

- lavoratori che al 31/12/1995 vantano almeno 18 anni di anzianità;
- lavoratori che al 31/12/1995 vantano meno di 18 anni di anzianità;
- neoassunti.

La prima categoria conserva il metodo retributivo, mentre ai neoassunti spettano benefici interamente calcolati con il metodo contributivo. Per gli altri si applicano pro-quota i due meccanismi di calcolo. Per di più, per i neoassunti la pensione di vecchiaia incorpora il caso di anzianità, con requisito flessibile tra i 57 e i 65 anni di età.

Per realizzare maggiori risparmi di spesa, si istituisce il meccanismo delle "finestre di uscita", ossia date fisse a partire dalle quali i lavoratori che abbiano maturato il requisito anagrafico e contributivo possono effettivamente ottenere il trattamento pensionistico. Ulteriori interventi significativi riguardano una più netta separazione tra prestazioni previdenziali e assistenziali, al fine di non far gravare le seconde sul bilancio degli enti di previdenza pubblica, ponendole più correttamente a carico della fiscalità generale.

La riforma Dini cerca anche di porre rimedio allo scarso successo ottenuto dal lancio della previdenza complementare, apportando alcune modifiche al D.Lgs. 124/1993. Si estende la platea dei potenziali destinatari delle forme pensionistiche complementari ai soci delle cooperative e si prevede l'adesione collettiva ai fondi aperti in mancanza di un fondo aziendale e di categoria. Si adottano anche alcune modifiche al regime fiscale delle contribuzioni, senza però virare in modo deciso verso un trattamento incentivante.

2.2.4. LE RIFORME DEGLI ANNI 2000

Nonostante l'incisività della riforma Dini, i lunghi tempi di applicazione previsti non consentono di risolvere a breve il problema dell'eccessiva spesa previdenziale rispetto al PIL. Si susseguono pertanto altri interventi dei vari governi che proseguono l'opera di razionalizzazione del sistema previdenziale italiano.

La **riforma Prodi** (legge n. 449/1997) abbrevia i periodi di transizione per il passaggio ai più rigidi requisiti di accesso alle pensioni di vecchiaia-anzianità e i tempi per l'innalzamento delle aliquote contributive a carico dei lavoratori autonomi. L'intervento consente di realizzare consistenti risparmi di spesa, fondamentali per l'equilibrio delle finanze pubbliche, nel delicato periodo che precede l'adozione della moneta unica.

Sul fronte della previdenza complementare, il **D.Lgs. 47/2000** dà inizio al processo di armonizzazione fiscale tra le varie forme pensionistiche complementari, tra le quali vengono inclusi anche i piani individuali pensionistici, realizzati mediante la sottoscrizione di contratti di assicurazione sulla vita di ramo I o di ramo III, limitatamente alle polizze united-linked (le index¹⁵ sono escluse dai prodotti a cui possono essere riconosciuti finalità previdenziali).

¹⁵ Polizze in cui l'entità del capitale assicurato dipende dall'andamento nel tempo del valore di un indice azionario o di un altro valore di riferimento.

Le proiezioni a medio-lungo termine continuano a mostrare preoccupanti livelli di spesa, con un picco intorno al 2030 dovuto al pensionamento di generazioni in gran parte non toccate dalle innovazioni della riforma Dini.

In tale contesto, il governo Berlusconi adotta un'ulteriore riforma attuata con legge n. 243/2004, nota come mini **riforma Maroni**. In linea con il continuo aumento della speranza di vita, si elevano i requisiti di accesso alle pensioni, mediante due tipi di intervento. Innanzitutto si introduce un meccanismo, di natura temporanea, che incentiva la permanenza al lavoro dei dipendenti del settore privato. Questi possono continuare a lavorare ottenendo in busta paga, esentasse, l'ammontare dei contributi sociali che il datore di lavoro avrebbe dovuto versare (il c.d. *superbonus*). Dal punto di vista strutturale, si irrigidiscono i requisiti di accesso alle pensioni con decorrenza dal 1/01/2008. Per quanto riguarda le pensioni di vecchiaia, l'intervallo flessibile di 57-65 anni previsto dalla riforma Dini viene convertito in 65 anni per gli uomini e 60 per le donne, fermo restando il requisito contributivo. La reintroduzione di distinzioni in base al sesso, peraltro, in direzione opposta rispetto a quella che l'equità attuariale suggerirebbe può essere letta come una sorta di compensazione per le maggiori difficoltà che le donne incontrano sia nell'ingresso sia nella permanenza nel mondo del lavoro.

Con riferimento alle pensioni di anzianità, i requisiti sono così innovati: da una parte rimane ferma la possibilità di accedere con 40 anni di contribuzione indipendente dall'età; dall'altra, con 35 anni di contributi, i lavoratori dipendenti maturano il diritto a 60 anni nel 2008-09, che divengono 61 nel 2010-13 e 62 nel 2014. Per gli autonomi tutte le soglie sono aumentate di un anno. In tal modo si crea una particolare situazione di iniquità tra generazioni contigue, per cui si ha un passaggio brusco dal requisito di 35 anni di contributi più 57 d'età, valido fino al 2007, ai 35 di contributi più 60 di età, dal 2008.¹⁶ In più, il meccanismo del bonus per la permanenza la lavoro e, in generale, l'innalzamento dell'età pensionabile riaprono il dibattito circa l'opportunità di misure che potrebbero incidere sul già difficile ingresso dei giovani nel mondo del lavoro.

La legge n. 243/2004 contiene anche una serie di principi essenziali per la riforma della previdenza complementare, quali il meccanismo di conferimento tacito del Tfr¹⁷, la libertà di trasferimento tra diverse forme pensionistiche complementari (portabilità) e il rafforzamento della tutela dei sottoscrittori, attraverso l'attribuzione di maggiori poteri alla Covip e alla più attenta disciplina della governance dei fondi pensione.

Lo scalone viene successivamente eliminato dalla **mini-riforma Damiano** (legge n.247/2007), che lascia inalterati i requisiti per la pensione di vecchiaia e rende meno repentino l'inasprimento di quelli per la pensione di anzianità, introducendo il meccanismo delle quote. Il requisito espresso in quota è dato dalla somma di età anagrafica e anzianità contributiva.

La mini riforma Damiano impone anche l'aggiornamento dei coefficienti di trasformazione in rendita ogni tre anni piuttosto che 10. I nuovi coefficienti entrano in vigore con effetto dal 1 gennaio 2010: essi risultano ridotti rispetto ai precedenti per riflettere l'attesa di un più lungo periodo di fruizione delle prestazioni. Altre innovazioni sono previste con recenti interventi di stabilizzazione finanziaria, adottati in un periodo particolarmente difficile per l'economia italiana, nel contesto della crisi globale scoppiata a partire dell'estate del 2007.

Il **decreto 78/2009**, recante misure anticrisi e convertito con legge n. 102/2009, stabilisce che i requisiti anagrafici per l'accesso alla pensione potranno essere adeguati, senza necessità di altri interventi legislativi, sulla base dell'aumento della speranza di vita accertato dall'ISTAT (e certificato dall'EUROSTAT) nel quinquennio precedente. Lo stesso provvedimento legislativo, in attuazione di una

¹⁶ Tale passaggio viene definito "scalone".

¹⁷ Si intende l'adesione dei lavoratori dipendenti del settore privato che non esprimono alcuna volontà nei tempi e nei modi fissati dal Decreto lgs. 252/2005 per il conferimento del TFR maturando alla previdenza complementare; tali lavoratori vengono comunque iscritti a un fondo pensione secondo i criteri definiti dal Decreto.

sentenza della Corte di giustizia della comunità europea del 13/11/2008, prevede la progressiva equiparazione dell'età pensionabile tra uomini e donne, limitatamente ai dipendenti della Pubblica Amministrazione. Il requisito di 60 anni viene portato a 61 a partire dal 2010 per poi aumentare di ogni biennio e raggiungere i 65 anni nel 2018.

In seguito al richiamo dell'Unione Europea, il **decreto 78/2010** (recante misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e competitività economica e convertito in legge n. 2010/2010) stabilisce all'art 12 che il requisito dei 61 anni passa a 65 già nel 2012. Il citato decreto ritarda le uscite dal mondo del lavoro e realizza un necessario risparmio di spesa attraverso una rimodulazione del meccanismo delle finestre: viene introdotto il discutibile concetto delle "finestre mobili"¹⁸ per la pensione di vecchiaia/anticipata.

2.2.5. LA RIFORMA FORNERO E LE PROSPETTIVE FUTURE

La **riforma Fornero**¹⁹ costituisce il naturale completamento della Riforma Dini del 1995²⁰. Tale riforma della previdenza di base intende fornire un'ulteriore risposta, in termini di sostanziale stabilizzazione del sistema nel lungo periodo, ai problemi derivanti dal tendenziale invecchiamento della popolazione italiana e dal conseguente incremento della spesa pensionistica.

La legge 214/2011 può essere sintetizzata in tre interventi chiave:

- l'applicazione del metodo di calcolo contributivo pro rata per tutti i lavoratori al fine di raggiungere una maggiore equità del sistema pensionistico;
- l'equiparazione dei requisiti anagrafici (età pensionabile) tra uomini e donne per quanto riguarda la pensione di vecchiaia;
- l'adeguamento dei requisiti di anzianità per la pensione di vecchiaia e anticipata, oltre che ai coefficienti di trasformazione in rendita, alla speranza di vita. La revisione sarà triennale fino al 2019, poi diventerà biennale.

¹⁸ Si tratta di un periodo di slittamento variabile che deve trascorrere tra il momento di maturazione dei requisiti anagrafici e contributivi utili per il diritto a pensione e la decorrenza effettiva del rateo previdenziale. Tale sistema di decorrenza è venuto meno, anche se solo parzialmente in seguito all'entrata in vigore del Decreto Legge 201/2011.

¹⁹ Art. 24 del Decreto Legge 201/2011 (c.d. Decreto "Salva Italia"):

"Le disposizioni del presente articolo sono dirette a garantire il rispetto degli impegni internazionali e con l'Unione europea, dei vincoli di bilancio, la stabilità economico-finanziaria e a rafforzare la sostenibilità di lungo periodo del sistema pensionistico in termini di incidenza della spesa previdenziale sul prodotto interno lordo, in conformità dei seguenti principi e criteri :

- a) equità e convergenza intragenerazionale e intergenerazionale, con abbattimento dei privilegi e clausole derogative soltanto per le categorie più deboli;
- b) flessibilità nell'accesso ai trattamenti pensionistici anche attraverso incentivi alla prosecuzione della vita lavorativa;
- c) adeguamento dei requisiti di accesso alle variazioni della speranza di vita;
- d) semplificazione, armonizzazione ed economicità dei profili di funzionamento delle diverse gestioni previdenziali."

²⁰ Si completa cioè il processo di abbandono del sistema retributivo a favore di quello contributivo.

TABELLA 3- RIFORMA FORNERO: NUOVA PENSIONE DI VECCHIAIA E ANTICIPATA

| Nuova pensione di vecchiaia | | | |
|--|--|---|---|
| Anzianità contributiva minima | 20 anni | | |
| Età minima: | 66 anni per uomini e dipendenti pubbliche. | Gradualmente innalzata fino a raggiungere i 66 anni nel 2018. | Innalzata con la longevità, sino a raggiungere almeno 67 anni nel 2021. |
| | 62 anni per le dipendenti private | | |
| | 63 anni e 6 mesi per le autonome. | | |
| Età massima | 70 anni | | |
| Pensione anticipata | | | |
| Anzianità contributiva: | 42 anni e 1 mese per gli uomini. | Gradualmente innalzata di 1 mese nel 2013 e di un'ulteriore mese nel 2014 ²¹ . | |
| | 41 anni e 1 mese per le donne | | |
| Con penalizzazione se età inferiore a 62 anni²²: | -1% per ogni anno di anticipo fino a 2 anni | | |
| | -2% per ogni anno di anticipo oltre i 2 anni | | |

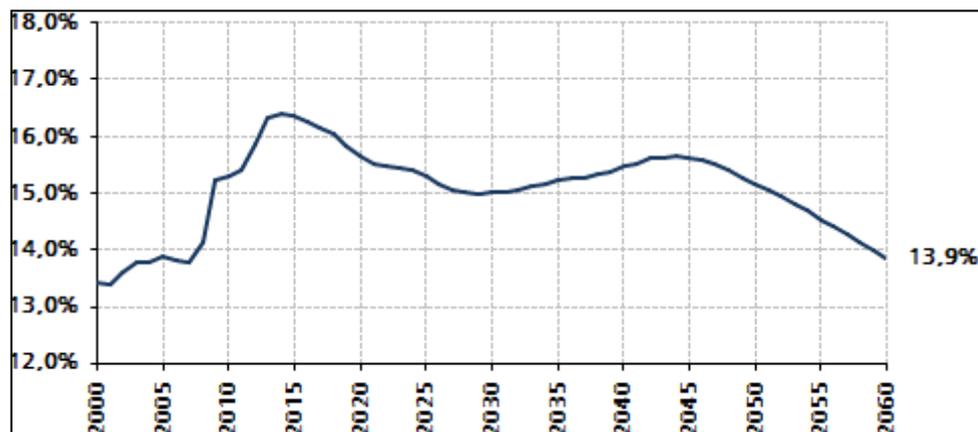
Fonte: a cura dell'autore.

Il graduale passaggio dal sistema di calcolo retributivo a quello contributivo e il continuo aggiornamento dei coefficienti di trasformazione in rendita (sempre determinato in base alle ipotesi demografiche) comportano una sensibile riduzione del grado di tutela offerto dal sistema. La riduzione appare particolarmente accentuata per i lavoratori autonomi, poiché il passaggio al nuovo metodo di calcolo sconta il versamento dei contributi secondo aliquote molto più basse di quelle applicate ai lavoratori dipendenti.

²¹ Fermi restando gli incrementi della speranza di vita a decorrere dal 1° gennaio 2013 di cui all'articolo 12, comma 12 bis del DL 78/2010 convertito con legge 122/2010.

²² L'art.1, comma 113, della Legge 23 dicembre 2014, n. 190 è recentemente intervenuto, prevedendo che a decorrere dal 1 gennaio 2015, ai soggetti che maturano il requisito di anzianità contributiva per l'accesso al trattamento pensionistico entro il 31 dicembre 2017, non si applicano le penalizzazioni previste per l'accesso alla pensione anticipata. L'elemento di novità rispetto alla normativa vigente (articolo 6, comma 2-quater, del D.L. n. 216/2011) consiste nel fatto che la disposizione fa riferimento all'anzianità contributiva senza ulteriori specificazioni, mentre la normativa vigente richiede che il perfezionamento del requisito di anzianità contributiva derivi da "prestazione effettiva di lavoro".

FIGURA 1 - SPESA PER PENSIONI²³



Fonte: Ragioneria Generale dello Stato.

Appare quindi evidente come, anche alla luce dell'ultima riforma delle pensioni, la previdenza complementare diventa sempre più indispensabile in uno scenario di allungamento della vita lavorativa, sia a fronte dell'aumento dell'aspettativa di vita, sia per la maggiore flessibilità e discontinuità delle carriere professionali e delle tipologie di rapporto lavorativo.

Sebbene il ruolo del primo pilastro rimanga dominante, appare indispensabile il passaggio da uno Stato paternalista, che obbliga alla contribuzione nella misura che ritiene necessaria e che eroga più di quanto riceve, a uno Stato che si limita a garantire il minimo vitale, lasciando alla responsabilità individuale il compito di destinare parte del risparmio a finalità previdenziali. Il tasso di sostituzione effettivamente ottenuto dipenderà sempre più dalle scelte personali in merito a quanto e dove accantonare. Più libertà di assecondare esigenze e propensioni personali, ma anche maggiore soggezione al rischio che il montante contributivo futuro sconti inappropriate politiche di gestione del risparmio e dinamiche avverse del mercato finanziario. Per questo è fondamentale una maggiore conoscenza sul tema della previdenza complementare, al fine di scegliere in modo non necessariamente migliore, ma almeno più consapevole. Questo è l'obiettivo che questa tesi si prefigge e che cercherà di perseguire nei prossimi capitoli.

²³ Previsioni della spesa pensionistica: a partire dal 2014 il rapporto fra spesa pensionistica e PIL inizia una fase di decrescita che si protrae per circa un quindicennio. Tale andamento è per lo più imputabile all'aumento dei requisiti minimi di accesso al pensionamento e alla contestuale applicazione, pro rata, del sistema di calcolo contributivo. Per il resto, il rafforzamento della crescita economica risulta compensato dagli effetti negativi della transizione demografica.

Nei quindici anni successivi (2030-2044), il rapporto fra spesa pensionistica e PIL riprende a crescere in conseguenza dell'aumento del numero di pensioni. Tale aumento dipende sia dalle generazioni dei baby boomers, sia dal progressivo innalzamento della speranza di vita. Quest'ultimo effetto risulta contrastato dai più elevati requisiti minimi di accesso al pensionamento correlati all'evoluzione della sopravvivenza, che si applicano sia al regime misto che a quello contributivo.

La decrescita del rapporto tra spesa pensionistica e PIL, nell'ultima fase del periodo di previsione (2045-2060), è dovuta essenzialmente alla progressiva stratificazione delle pensioni liquidate integralmente con il sistema di calcolo contributivo. Tale risultato è favorito anche dall'inversione di tendenza del rapporto fra numero di pensioni e numero di occupati la cui crescita tende ad azzerarsi poco prima del 2050, per poi flettere negli anni successivi. La spiegazione di tale andamento è da ricercare nella graduale eliminazione delle generazioni del baby boom e nell'adeguamento alla speranza di vita dei requisiti per la maturazione del diritto alla pensione.

3. LA FUNZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

La funzione della previdenza complementare consiste nell'integrare la pensione pubblica. Quest'ultima, a seguito dei cambiamenti della struttura demografica della popolazione dei mutamenti nelle condizioni economiche dei paesi industrializzati, ha subito una notevole riduzione, da cui emerge la necessità di provvedere ad una sua integrazione, come dettagliato nel capitolo precedente.

La pensione complementare, come la pensione pubblica, va misurata in termini di tasso di sostituzione²⁴. Posto che la copertura della pensione pubblica attualmente si aggira intorno al 50%, per raggiungere il tasso di copertura ottimale è necessario integrare la pensione pubblica con la pensione complementare. Il lavoratore, diversamente da quanto fatto in passato, deve costruire un portafoglio previdenziale all'interno del quale il reddito, rappresentato dalla pensione pubblica, rappresenti il flusso periodo più importante, a cui deve accompagnarsi un reddito da pensione complementare o integrativa.

Se si utilizza la terminologia basata sui pilastri, è possibile affermare che il portafoglio è formato dalla pensione pubblica, che rappresenta il primo pilastro, il più importante, e dalla pensione complementare, che a sua volta è formata dalla pensione del II pilastro ed dalla pensione integrativa o di III pilastro. La pensione complementare è destinata a integrare la pensione pubblica al fine di raggiungere il tasso di copertura dell'80%, mentre la pensione integrativa serve a costituire un reddito ulteriore destinato a soddisfare necessità personali.

TABELLA 4 - TASSI DI SOSTITUZIONE DELLA PREVIDENZA OBBLIGATORIA E COMPLEMENTARE AL LORDO DELL'EFFETTO FISCALE E CONTRIBUTIVO²⁵

| Tassi di sostituzione lordi | 2010 | 2020 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Dipendenti privati | 74,1 | 73,1 | 76,9 | 74,4 | 78,1 | 78,7 |
| Lavoratori autonomi | 73 | 57,2 | 56,2 | 61,1 | 66,8 | 68,9 |

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato.

Per costruire la pensione complementare, il lavoratore, nel corso della vita lavorativa, decide liberamente di accantonare risparmio previdenziale in aggiunta alla contribuzione obbligatoria, destinata ad alimentare la pensione pubblica, e diverso rispetto al risparmio destinato all'investimento.

Il risparmio destinato alla previdenza complementare confluisce periodicamente alla forma previdenziale scelta dal lavoratore e va a costituire la sua **posizione previdenziale**. Il funzionamento della forma previdenziale si basa sulla capitalizzazione individuale e non sulla ripartizione collettiva, come accade per la pensione pubblica, per cui i contributi accantonati sono destinati a finanziare unicamente la pensione del lavoratore cui la posizione previdenziale si riferisce. Il prelievo solitamente avviene direttamente dalla busta paga del lavoratore dipendente o dal conto corrente bancario del lavoratore autonomo, assumendo la forma dei contributi previdenziali periodici o aggiuntivi rispetto ad un prelievo predefinito: si tratterà di un prelievo simile a quello effettuato per i contributi obbligatori da parte del datore di lavoro in qualità di agente di prelievo per i lavoratori dipendenti e da parte del lavoratore stesso se autonomo o libero professionista.

Ogni anno la posizione previdenziale subisce una variazione in ragione del risultato conseguito. Tale risultato dipende essenzialmente dal rendimento degli investimenti effettuali con il risparmio

²⁴ Gli studi sul tema previdenziale ritengono che il recovery rate ottimale debba essere almeno pari all'80%: in altri termini il reddito da pensione deve rappresentare idealmente almeno l'80% del reddito da lavoro.

²⁵ L'aliquota contributiva della previdenza complementare è del 6,91%. Il tasso di rendimento reale dei fondi pensione è pari al 3%, al lordo delle spese amministrative e dell'imposizione fiscale. Le spese amministrative sono assunte pari a 0,5 punti percentuali del tasso di rendimento. L'aliquota fiscale è pari all'11% del tasso di rendimento nominale al netto delle spese amministrative.

previdenziale e dai costi sostenuti per ottenere il rendimento stesso da parte della forma previdenziale: in tal modo i contributi vengono capitalizzati sulla base del rendimento conseguito e concorrono a formare il montante previdenziale.

Il lavoratore può utilizzare anzitempo il montante a titolo di anticipazione o di riscatto sulla base di predefinite esigenze e condizioni fissate dal legislatore. L'eventuale anticipazione non reintegrata va però ad abbattere la posizione previdenziale in maniera definitiva come il riscatto.

La fase di raccolta e di investimento dei contributi viene definita **fase di contribuzione** o di accumulo. Al momento del pensionamento, il montante previdenziale (il c.d. Attivo Netto Destinato alle Prestazioni, **ANDP**) viene trasformato in rendita pensionistica o in capitale²⁶. Secondo il legislatore italiano, la trasformazione in capitale può riguardare al massimo metà del montante previdenziale, fatta eccezione per il caso in cui la rendita ottenibile dalla trasformazione del 70% del montante previdenziale non superi il 50% dell'importo dell'assegno sociale.

La trasformazione del montante non conclude il rapporto con la forma previdenziale, ma apre la **fase di erogazione** o di decumulo: in questa fase la forma previdenziale provvede all'erogazione della pensione complementare e delle eventuali prestazioni aggiuntive, come il trattamento economico in caso di non autosufficienza.

Se la fase di accumulo è caratterizzata prevalentemente da flussi in uscita per il lavoratore e in entrata per la forma previdenziale, la fase di decumulo è caratterizzata da flussi di segno opposto.

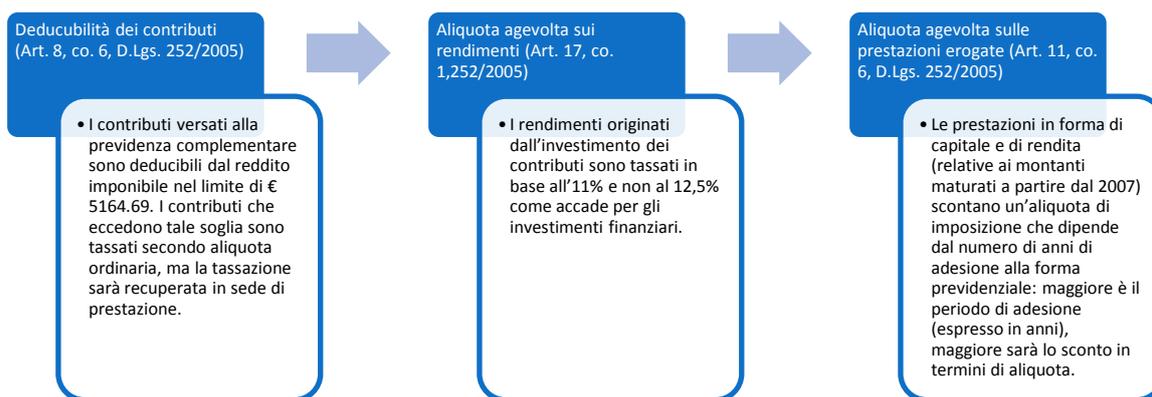
In ultimo, al fine di comprendere fino in fondo la funzione della previdenza complementare, è necessario analizzare il modello di tassazione a esso legato.

La tassazione della pensione complementare è ispirata ad un principio di favore teso ad incentivare l'adesione alla previdenza privata e da un principio di neutralità rispetto alla forma scelta (collettiva di II pilastro o individuale di I pilastro).

Dal punto di vista fiscale gli elementi passibili di imposizione sono tre: i contributi, i rendimenti collegati all'investimento dei contributi, le prestazioni in forma di rendita e di capitale.

Il **modello di tassazione**²⁷ scelto dal legislatore italiano si basa su alcuni punti chiave, esposti nel processo sotto riportato.

FIGURA 2 - MODELLO DI TASSAZIONE



Fonte: a cura dell'autore.

²⁶ In ogni caso, come sancito dall'art. 11, comma 2, del D.Lgs. n.252/2005, il diritto alla prestazione pensionistica si acquisisce al momento della maturazione dei requisiti di accesso alle prestazioni stabiliti nel regime obbligatorio di appartenenza, con almeno cinque anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari.

²⁷ Il modello di tassazione applicato in Italia ai fondi di previdenza complementare è quello **ETT** (esente-tassato-tassato): la tassazione dei contributi avviene nel momento dell'erogazione della prestazione, mentre l'imposizione dei rendimenti si ha nella fase di accumulo.

Un approfondimento merita il tema dell'aliquota sui rendimenti.

- L'art. 4, comma 6-ter, del decreto-legge n.66/2014 ha disposto che per l'anno 2014 l'aliquota prevista dall'articolo 17, comma 1, del decreto legislativo 5 dicembre 2005 n. 252 è elevata all'11,50 %;
- L'art. 1, commi 621/625 della legge n. 190/2014 (Legge di Stabilità 2015) prevede che i fondi pensione siano assoggettati ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi non più nella misura dell'11%, ma del 20%²⁸, modificando quanto stabilito dall'art.17, comma 1, del D.Lgs. 252/2005 (tale tassazione sui rendimenti si applica dal 1 gennaio 2015 ed esplica i suoi effetti già a partire dal 2014)²⁹. Inoltre, al comma 623 dello stesso articolo è innalzata dall'11% al 17% l'imposta sostitutiva dovuta sulla rivalutazione del Tfr maturato dal 1° gennaio 2001 e disciplinato dall'art. 11, comma 3, del D.Lgs. 18 febbraio 2000 n. 47.³⁰

A questi provvedimenti, si aggiunge la novità introdotta dall'art.1, comma 26, della legge di Stabilità 2015: da marzo 2015 si potrà ottenere il TFR in busta paga, mese per mese e con previsione di irrevocabilità fino al 30 giugno 2018. Il TFR erogato mensilmente sarà assoggettato a tassazione ordinaria Irpef. Il datore di lavoro con meno di 50 addetti potrà accedere a un finanziamento agevolato.

²⁸ Ad eccezione dei titoli di Stato italiani e quelli "white list" che resteranno al 12,5%.

²⁹ Le associazioni dei fondi pensione negoziali (tra cui Assofondipensione) hanno annunciato ricorso presso la Corte di Cassazione e presso la Corte di Giustizia Ue contro questo innalzamento tributario retroattivo per tutto il 2014, in quanto in contrasto con l'indicazione contenuta all'art. 73, comma 3, della Costituzione.

³⁰ Per un approfondimento si veda la Circolare del 9 gennaio 2015, emessa dalla COVIP ("Tassazione delle forme pensionistiche complementari. Profili applicativi per la determinazione del valore della quota di fine anno 2014").

3.1. LE BASI DEL SISTEMA PREVIDENZIALE ITALIANO

La previdenza complementare è di matrice privata nel senso che, sebbene essa sia destinata a sopperire a bisogni lasciati scoperti dalla pensione pubblica, la sua gestione è affidata a soggetti privati.

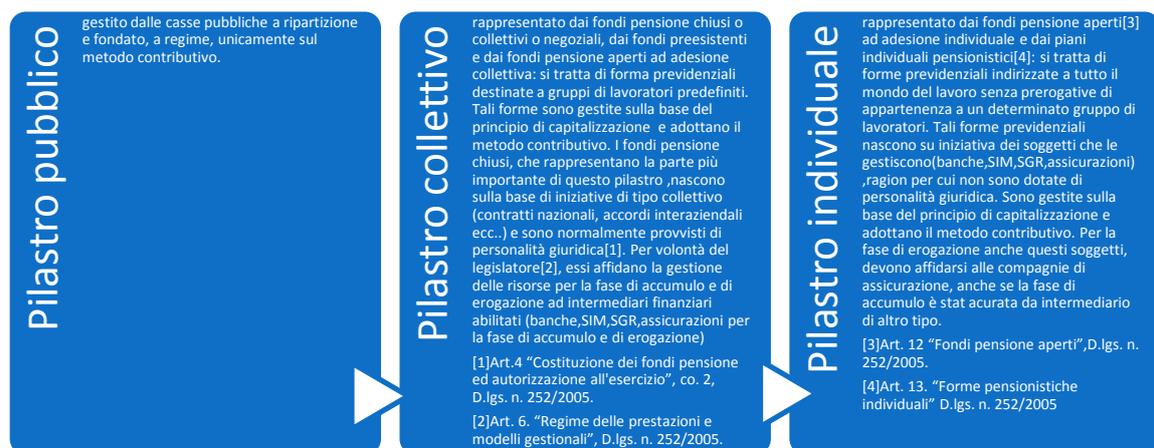
A prescindere dalle scelte effettuate dai singoli Paesi in termini di assetto del sistema previdenziale, le forme di previdenza complementare sono due: le forme collettive, dette anche forme occupazionali, e le forme individuali, dette anche piani individuali.

Solo le forme collettive normalmente sono dotate di personalità giuridica, mentre le altre non godono di questa caratteristica e vengono identificate con i soggetti che li gestiscono. Quando si parla di Investitori Istituzionali con riferimento alla previdenza, ci si riferisce al patrimonio gestito dalle forme collettive e agli attivi netti destinati alle prestazioni, curati da soggetti cui compete la gestione delle forme individuali.

L'attività degli investitori istituzionali produce una serie di benefici sul sistema economico, tra cui i più importanti sono gli effetti prodotti sui mercati e sulle società partecipate. Sotto il primo profilo, la presenza degli investitori istituzionali migliora lo spessore del mercato e il suo grado di efficienza, mentre, sotto il secondo profilo, l'attivismo delle forme previdenziali migliora le governance delle imprese partecipate.

A titolo di sintesi di quanto finora esposto, il **sistema previdenziale italiano** si fonda su:

FIGURA 3 - SISTEMA PREVIDENZIALE ITALIANO



Fonte: a cura dell'autore.

Quando si parla genericamente di forme previdenziali ci si riferisce indistintamente a fondi pensione chiusi e aperti e ai piani assicurativi, mentre quando si parla di fondi pensione il riferimento è ai fondi pensione chiusi e aperti.

Le forme di previdenza destinate ai lavoratori dipendenti, sia pubblici sia privati, e ai soci lavoratori e ai dipendenti delle cooperative possono operare solo in regime di contribuzione definita. Diversamente per i lavoratori autonomi e i liberi professionisti, possono istituire forme di previdenza in regime di contribuzione definita o di prestazione definita. Al momento dell'adesione, infatti, il lavoratore può fissare solo uno dei due elementi: la contribuzione (flussi in uscita) o la prestazione (flussi in entrata). Nel primo caso, fissando la contribuzione si accetta qualsiasi livello della prestazione a scadenza, a meno di specifiche garanzie (c.d. **comparto con garanzia**) assunte dal gestore dietro pagamento di commissione. Nel secondo caso, invece, fissando il livello della pensione e ancorandolo ai valori del

reddito da lavoro percepiti, si accetta la variabilità della contribuzione. Solo i lavoratori autonomi e i liberi professionisti possono sopportare una contribuzione variabile alla forma previdenziale.

I **principi** alla base del funzionamento del sistema previdenziale italiano sono:

- principio della libertà e volontarietà all'adesione ;
- principio dell'appartenenza al medesimo centro di interesse; tale centro può essere rappresentato dalla medesima impresa/ente/gruppo di imprese o della stessa categoria/comparto/lavorativo o ancora dalla stessa regione;
- principio della portabilità³¹.

Se è chiaro l'intento del legislatore con riferimento ai primi due principi, è necessario soffermarsi sull'ultimo principio. È, infatti, possibile trasferire la posizione previdenziale da una forma previdenziale all'altra, una volta che siano stati soddisfatti i requisiti minimi di adesione³².

È necessario soffermare l'attenzione, al tempo stesso, su due elementi che ostacolano la portabilità delle posizioni previdenziali: il contributo del datore di lavoro per i lavoratori dipendenti e l'esclusione dei dipendenti pubblici dal principio di portabilità.

In termini generali, il lavoratore dipendente che decide di aderire in maniera esplicita a una forma previdenziale collettiva prevista per il settore di attività o per l'impresa cui appartiene può contare, oltre che sul proprio contributo e sul Trattamento di Fine Rapporto (come vedremo in seguito), sul contributo del datore di lavoro. Nel momento in cui il lavoratore dipendente decidesse di trasferire la sua posizione a una forma individuale, perderebbe il contributo del datore di lavoro (salvo che quest'ultimo non abbia stipulato un accordo con la forma previdenziale di destinazione).

Al fine di completare il disegno dell'assetto del sistema previdenziale italiano, è bene soffermarsi sul controllo delle forme previdenziali, per l'importanza che il risparmio previdenziale riveste nell'economia dei lavoratori.

3.2. LA SCELTA E IL MONITORAGGIO DELLA FORMA PREVIDENZIALE

Per scegliere la forma previdenziale, il lavoratore deve essere in grado di analizzare l'informativa messa a disposizione delle diverse forme previdenziali sulla base degli standard di comunicazione definiti dall'Autorità di vigilanza (e dalle best practice che via via si stanno formando all'interno del settore). Sotto questo profilo emerge un problema di educazione previdenziale e di consulenti indipendenti per i lavoratori che non sono in grado di definire autonomamente la propria scelta previdenziale.

L'informativa per la scelta della forma previdenziale poggia su due strumenti: la Nota informativa e il Progetto esemplificativo³³.

³¹ Art. 14,co. 6, D.lgs. n. 252/2005: "Decorsi due anni dalla data di partecipazione ad una forma pensionistica complementare l'aderente ha facoltà di trasferire l'intera posizione individuale maturata ad altra forma pensionistica".

³² Sotto questo profilo, alcune iniziative di autoregolamentazione hanno definito delle best practice per trasferire il trasferimento delle posizioni previdenziali (tra cui il c.d. **Life Cycle Model**).

³³ La Commissione Europea sulla revisione della Direttiva IORP si sta orientando, anche per le forme a contribuzione definita della previdenza complementare, verso un documento informativo sintetico da consegnare all'aderente. Tale documento dovrebbe essere simile al KIID.

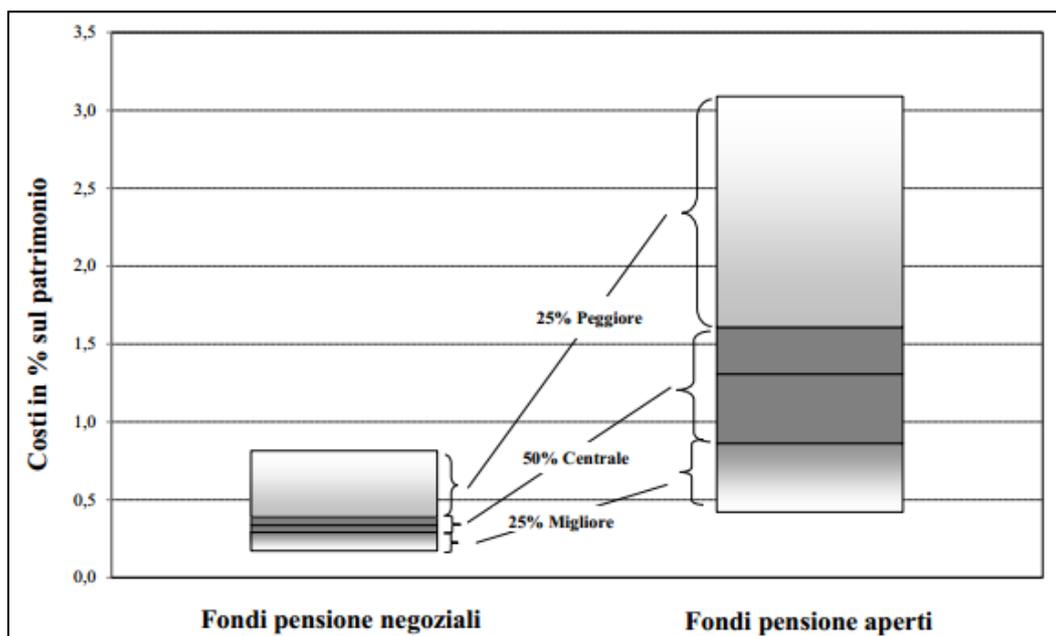
Lo scopo della **Nota Informativa** è definire tutte le caratteristiche della forma previdenziale. Si compone di quattro parti:

- scheda sintetica;
- caratteristiche della forma pensionistica complementare;
- informazioni sull'andamento della gestione;
- soggetti coinvolti nell'attività della forma pensionistica complementare.

La **scheda sintetica** contiene le informazioni essenziali sul funzionamento dello strumento previdenziale. In particolare, essa contiene l'indicazione dei rendimenti storici dei comparti che formano l'offerta previdenziale e l'elenco dei costi collegati all'ottenimento dei risultati. Le spese sono distinte in spese di adesione, spese da sostenere durante la fase di accumulo, distinguendo tra quelle direttamente a carico del lavoratore e quelle indirette che ricadono sul patrimonio del fondo, spese per l'esercizio di prerogative individuali (anticipazione, riscatto o trasferimento ad altra forma previdenziale).

Al fine di comprendere il valore dei costi e il peso che essi possono avere su un orizzonte temporale di medio- lungo periodo, qual è quello dei lavoratori che dovrebbero essere maggiormente interessati alla previdenza complementare, la forma previdenziale è obbligata a individuare una stima dei costi che graveranno sulla forma previdenziale, come l'Indicatore Sintetico dei Costi. L'**ISC** è ottenuto come differenza tra il rendimento di una forma previdenziale su cui ipoteticamente non gravano costi e il rendimento sul quale gravano i costi: è un indice del rendimento assorbito dai costi.

FIGURA 4 - FONDI PENSIONE NEGOZIALI E APERTI. CONFRONTO DELLE DISTRIBUZIONI DEI COSTI³⁴



Fonte: COVIP (2013)

³⁴ Dati a consuntivo per i fondi pensione negoziali. Per i fondi pensione aperti si fa riferimento all'ISC a 5 anni corretto per neutralizzare l'effetto fiscale; l'ISC a livello di fondo è calcolato come media dell'ISC dei singoli comparti ponderata con la composizione, per tipologia di comparto, degli iscritti ai fondi pensione negoziali. Sono considerati esclusivamente i fondi pensione negoziali con risorse in gestione e i fondi pensione aperti con almeno un aderente su base collettiva al 31 dicembre 2014.

La parte della nota informativa dedicata all'illustrazione delle **caratteristiche della forma pensionistica complementare** contiene il dettaglio sulla fase di accumulazione e di erogazione.

Le informazioni sull'andamento della gestione, invece, riportano i dati circa l'assetto del portafoglio di ciascun comparto e il rendimento, nonché una misura dei costi effettivamente sopportati (Total Expense Ratio, **TER**³⁵)

Nell'ultima parte della nota informativa è possibile reperire tutte le informazioni sui soggetti coinvolti nella gestione e quindi sulla governance della forma previdenziale.

Gli **elementi** della nota informativa su cui il potenziale aderente deve soffermarsi in maniera particolare sono due: la strategia d'investimento (oggetto di approfondimento del prossimo capitolo) e la governance della forma previdenziale.

La **strategia d'investimento** deve essere individuata tra le diverse proposte di investimento definite in termine di linee o di comparti. La strategia scelta dal lavoratore deve essere coerente con: il suo profilo rischio- rendimento; l'orizzonte lavorativo (anni al pensionamento); lo stock di ricchezza attuale e prospettica; l'andamento dei flussi di reddito da lavoro (se possibile in termini di tasso di crescita e di variabilità). Al fine di comprendere fino in fondo il grado di coerenza tra la propensione al rischio del lavoratore e la strategia d'investimento, quest'ultima è descritta in termini di: finalità della gestione; orizzonte di investimento; grado di rischio; politica di investimento-benchmark.

La **finalità di gestione** è espressa in relazione al numero di anni che mancano al pensionamento (età pensionabile). La **politica di investimento**, invece, è definita in termini di *asset class* con indicazione dei range di variazione; strumenti finanziari ammessi e le loro caratteristiche principali; categorie di emittenti per i titoli obbligazionari e di settori industriali per i titoli azionari; aree geografiche d'investimento; modalità di trattamento del rischio di cambio se esistono posizioni in valuta. Particolare attenzione deve essere posta sul confronto con il **benchmark**. Nella parte "Informazioni sull'andamento della gestione" è possibile, infatti, confrontare i dati di rischio (volatilità storica) con il rendimento (rendimento medio composto e rendimento annuale) del comparto con quelli del benchmark. I dati relativi al benchmark non tengono conto degli oneri che gravano sul patrimonio della forma previdenziale né degli fiscali, e neppure dei costi che dipendono dalle scelte del lavoratore e sono legate all'esercizio di prerogative individuali, come potrebbe essere l'esercizio del diritto di trasferimento ad altro comparto. A ogni modo occorre poi ricordare che il semplice confronto con il benchmark può essere fuorviante, nella misura in cui la costruzione del benchmark non risponde ad un obiettivo di medio-lungo periodo termine cui invece risponde, o dovrebbe rispondere, l'assetto del portafoglio del comparto.

L'altro strumento predisposto per informare il lavoratore circa le possibilità connesse alla sua adesione alla previdenza complementare è il **Progetto esemplificativo**. Il suo scopo è fornire una stima ex ante del tasso di copertura della forma previdenziale. Le ipotesi per il calcolo³⁶ del tasso di copertura sono le medesime per tutte le forme previdenziali, sia per la fase di accumulo (rendimenti dei comparti azionari e obbligazionari), sia per la fase di erogazione (base demografica, tasso tecnico, costo di trasformazione della forma previdenziale in rendita): ciò che fa la differenza, infatti, sono i costi di gestione (ciò che discrimina una forma previdenziale rispetto all'altra sono la composizione dei comparti e i costi). Se lo scopo dell'indicatore sintetico dei costi è misurare l'impatto dei costi sul rendimento è

³⁵ Circa i tre quarti dei fondi negoziali più convenienti ha costi inferiori rispetto ai valori minimi registrati dai fondi pensione aperti. Per i rimanenti fondi pensione negoziali, i costi sostenuti si collocano in un intervallo nel quale si posizionano anche i migliori fondi pensione aperti. Per quanto riguarda i PIP, anche se non rappresentati nel grafico, si riscontra sempre una maggiore onerosità rispetto ai fondi aperti anche per tutte le tipologie di comparto.

³⁶ Le **ipotesi di calcolo** fissate dalla Covip riguardano il rendimento delle componenti azionarie (4%) e delle componenti obbligazionarie (2%), il tasso atteso di inflazione (2%) e il tasso atteso di crescita della contribuzione (1%) e le condizioni per il coefficiente di trasformazione in rendita (base demografica IPS55, tasso tecnico 0%, costo di trasformazione 1,25%).

indirettamente sul montante finale, lo scopo del Progetto esemplificativo è fornire una misura del tasso di sostituzione alla luce dei costi di gestione della forma previdenziale. Sul sito Web di ciascuna forma previdenziale è possibile reperire due forme di Progetto esemplificativo: da una parte la versione standardizzata, frutto di ipotesi fornite dall'autorità di vigilanza e di informazioni della forma previdenziale (PAPER COVIP: RAP. DEL RISCHIO), dall'altra la versione personalizzata, che prende in considerazione le caratteristiche anagrafiche dell'aderente.

Le altre informazioni sulla forma previdenziale sono reperibili nei seguenti documenti:

- il bilancio;
- il documento sulle rendite;
- il documento sulle anticipazioni;
- il documento sul regime fiscale.

A tali documenti si aggiungono:

- lo Statuto per i fondi negoziali;
- il Regolamento del fondo con i suoi allegati, la relazione del Responsabile del fondo, la relazione dell'organismo di sorveglianza per i fondi aperti;
- il regolamento del piano con i suoi allegati e le condizioni di assicurazione per i piani individuali.

Una volta che un lavoratore ha scelto di aderire a una forma previdenziale, deve successivamente effettuare un'attività di monitoraggio dei risultati della forma scelta, al fine di verificare la coerenza rispetto al suo grado di rischio-rendimento. Anche sotto questo profilo emerge un problema legato all'alfabetizzazione finanziaria e previdenziale del lavoratore e al ruolo del soggetto collocatore. Nel caso in cui l'esame del grado di coerenza fosse negativo, occorre effettuare uno switch verso altri comparti, o suddividere la posizione previdenziale su più comparti, o, se nel caso, trasferire la posizione previdenziale ad altra forma d'investimento o aumentare la contribuzione con versamenti aggiuntivi. A tale scopo la forma previdenziale invia al lavoratore un estratto conto dal quale emergono i versamenti effettuati (contributi del lavoratore, del datore di lavoro e TFR), la posizione previdenziale aggiornata, l'effetto dell'esercizio di eventuali prerogative individuali, il rendimento, il confronto con il benchmark e soprattutto il calcolo aggiornato del tasso di sostituzione.

Una volta che il lavoratore ha maturato i requisiti minimi per l'accesso alla pensione pubblica, ed è aderente alla forma previdenziale da almeno 5 anni, ha diritto alla prestazione pensionistica complementare. Per quanto concerne le tipologie di rendita, occorre distinguere **tre tipologie di rendita**: vitalizia immediata, certa per un numero prefissato di anni o vitalizia con opzione di reversibilità. Ciascuna rendita è collegata a una gestione separata³⁷ cui confluisce il montante dei contributi al momento del pensionamento: la percentuale di retrocessione e i caricamenti sul premio rappresentano le voci esplicite di costo collegate alla rendita. Nei costi impliciti, pertanto, bisogna considerare il costo opportunità legato alla scelta della tavola demografica e delle ipotesi finanziarie utilizzate dalla compagnia di assicurazione che possono essere più o meno favorevoli rispetto alle esigenze del collettivo di aderenti.

³⁷ Nelle assicurazioni sulla vita, si configura come fondo appositamente creato dall'impresa di assicurazione e gestito separatamente rispetto al complesso delle attività dell'impresa. Le gestioni separate sono utilizzate nei contratti di ramo I. Esse sono caratterizzate da una composizione degli investimenti tipicamente prudentiale. Il rendimento ottenuto dalla gestione separata è utilizzato per rivalutare le prestazioni previste dal contratto; generalmente è anche riconosciuta una garanzia di restituzione del capitale versato e/o di un rendimento minimo e il consolidamento annuo dei risultati.

3.3. LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Si provvede ora a descrivere le caratteristiche delle forme previdenziali, concentrando l'attenzione sui modelli di governance, vale a dire sull'individuazione dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti che si occupano della gestione delle risorse dei lavoratori, e sulla gestione delle risorse limitatamente alla fase di accumulo. Al momento, infatti, non è possibile definire caratteristiche univoche per la fase di erogazione (fatta eccezione per i fondi preesistenti), a causa dell'esiguo numero di lavoratori che hanno maturato il diritto alla prestazione complementare.

3.3.1. I FONDI PENSIONE NEGOZIALI

➤ IL MODELLO DI GOVERNANCE

Il **modello di governance** del fondo pensione chiuso si basa sull'attività dei seguenti organi:

- l'Assemblea dei delegati;
- il Consiglio di amministrazione;
- il Responsabile del fondo;
- il collegio dei sindaci.

Il fondo si affida a soggetti terzi per l'attuazione della politica d'investimento e per l'erogazione delle rendite. Tali soggetti sono:

- i gestori dei contributi;
- i gestori delle rendite;
- la banca depositaria.

Ad essi normalmente si accompagnano:

- la società di revisione
- il servicer amministrativo.

L'**assemblea dei delegati**³⁸ è formata in misura paritetica dai rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro (se il fondo negoziale è destinato ai lavoratori dipendenti del settore privato). Ciascun delegato è eletto sulla base del Regolamento elettorale. Le principali attribuzioni dell'Assemblea riguardano l'approvazione del bilancio, l'entità della quota associativa, che rappresenta la principale fonte di finanziamento per la copertura delle spese amministrative del fondo, e, soprattutto, l'elezione dei componenti del Consiglio di amministrazione e del Collegio dei sindaci.

Il **Consiglio di Amministrazione**³⁹ è eletto dall'Assemblea dei delegati sulla base di liste, ed è espressione dei lavoratori e dei datori di lavoro (se trattasi di forma previdenziale destinata ai lavoratori dipendenti). Ciascun consigliere deve possedere i requisiti di onorabilità e professionalità e trovarsi in assenza di cause di ineleggibilità e incompatibilità. Il Consiglio elegge al suo interno il Presidente, che ha la rappresentanza legale del fondo, e il Vicepresidente.

Il Consiglio è l'organo responsabile del perseguimento delle finalità del fondo pensione: l'erogazione di una pensione complementare del sistema obbligatorio dipende, infatti, dalla gestione del fondo sotto

³⁸ Art. 5, comma1, D.Lgs. 252/2005.

³⁹ Art. 5, comma2, D.Lgs. 252/2005.

il profilo organizzativo, amministrativo, finanziario e contabile. Il Consiglio di Amministrazione definisce la politica d'investimento del fondo, sceglie e controlla i soggetti gestori e la banca depositaria, dispone circa l'attività amministrativa del fondo.

Il **Responsabile del Fondo**⁴⁰ è eletto dal Consiglio di amministrazione, al quale risponde direttamente. A tale soggetto spetta il compito di verificare che la gestione sia svolta nell'interesse dei lavoratori aderenti e nel rispetto della legge e dello Statuto. In virtù di tale ruolo ha un rapporto diretto con l'Autorità di controllo, alla quale è obbligato a comunicare ogni evento che incida in maniera significativa sulla vita del fondo.

Il **Collegio dei sindaci**⁴¹ o revisori è eletto dall'Assemblea dei delegati su base paritetica. Esso si occupa di vigilare sull'osservanza della legge e dello Statuto e di misurare l'adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile del fondo rispetto alle attese degli aderenti. Se il Responsabile del fondo svolge un'attività di controllo sostanziale sull'attività del fondo per conto del Consiglio di amministrazione, il Collegio dei sindaci, svolge, un'attività di controllo formale di cui risponde direttamente all'Assemblea dei delegati.

Da notare che il fondo chiuso e i suoi organi non provvedono direttamente né all'investimento dei contributi né all'erogazione delle rendite. I contributi raccolti dal fondo per essere destinati all'erogazione delle prestazioni sono affidati a soggetti terzi: il legislatore, infatti, non ha affidato il compito di gestire concretamente le risorse raccolte agli organi del fondo, ma ha loro affidato il compito di controllarne la gestione sia in fase di accumulo sia di erogazione, per l'importanza che tali risorse rivestono per il futuro dell'aderente.

Il legislatore prevede due sole eccezioni per la gestione dei contributi in fase di accumulo: le decisioni circa l'investimento immobiliare, da una parte, e i fondi chiusi, dall'altra, possono essere prese unicamente dal Consiglio di amministrazione del fondo.

Per la **fase di erogazione**, il fondo pensione negoziale ha la possibilità di provvedere direttamente all'erogazione della pensione, una volta fissati i criteri fissati dall'Autorità di vigilanza⁴² in termini di dimensioni del patrimonio gestito e, soprattutto, di numerosità dei lavoratori aderenti. Al momento nessun fondo provvede direttamente all'erogazione della rendita, per via delle difficoltà connesse alla gestione delle stesse sotto il profilo statistico-attuariale.

Il Consiglio di Amministrazione definisce l'**asset allocation** del fondo e le tipologie di prestazioni, mentre i gestori traducono questi indirizzi in scelte concrete di investimento, per quanto concerne la fase di accumulo, e di erogazione, per quanto riguarda la fase di decumulo.

La scelta dei soggetti gestori avviene secondo modalità che assicurino il massimo della trasparenza ai sensi nella normativa fissata dalla COVIP. Normalmente la scelta avviene per mezzo di una sollecitazione di pubblica offerta, attraverso la quale il CdA del fondo definisce, per la fase di accumulo, l'asset allocation dei comparti del fondo, cioè l'orientamento strategico di ciascun comparto, coerentemente con le presumibili caratteristiche dei profili medi dei lavoratori aderenti⁴³. Per la fase di erogazione il consiglio definisce sul bando le caratteristiche delle prestazioni previdenziali in termini di tipologia di rendita, tasso tecnico e basi demografiche.

Alla gara per l'aggiudicazione dei mandati di gestione dei contributi e di erogazione delle rendite partecipano di solito le principali società d'investimento e imprese assicurative, esibendo i principali risultati ottenuti nella gestione dei grandi patrimoni (fondi comuni d'investimento, Sicav, fondazioni, banche etc.) per la fase di accumulo e le basi demografiche e finanziarie utilizzate nella gestione di collettivi di assicurati per la fase di erogazione.

⁴⁰ Art. 5, comma 3, D.Lgs. 252/2005.

⁴¹ Art. 5, comma 4, D.Lgs. 252/2005.

⁴² Art. 6, comma 3, D.Lgs. 252/2005, modificato dall'art. 2 del decreto legislativo n. 28/2007.

⁴³ Art. 6, comma 5-ter, D.Lgs. 252/2005, modificato dall'art. 2 del decreto legislativo n. 28/2007.

Il patrimonio del fondo è custodito presso la **banca depositaria**⁴⁴, la quale esegue le istruzioni dei gestori se esse non contravvengono a quanto stabilito dalla Legge in materia di gestione delle forme previdenziali, dallo Statuto del fondo stesso, dai mandati di gestione e dai dettati del Decreto del Ministero del Tesoro n. 166/2014 (relativo alle modalità d'investimento).

Nell'economia della gestione del fondo negoziale, il Consiglio di amministrazione può individuare altri soggetti cui esternalizzare parte dell'attività del fondo al fine di ottenere risultati migliori sotto il profilo dell'efficienza gestionale. Tutti i fondi negoziali, per esempio, ricorrono all'outsourcing per il servizio di gestione amministrativa o le funzioni di controllo interno.

➤ LA FASE DI ACCUMULO

Si provvede a illustrare le caratteristiche della gestione dei fondi pensione negoziali attraverso la descrizione delle scelte effettuate dai fondi pensione italiani per la fase di accumulo, in termini di composizione di portafoglio, tipologie di comparti/linee, numerosità dei comparti e rendimenti conseguiti.

TABELLA 5 - I FONDI NEGOZIALI

| Tipologia comparto | Garantito ⁴⁵ | Obbligazionario puro | Obbligazionario Misto | Bilanciato | Azionario | Totale |
|-------------------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|-----------|-----------|
| Componente azionaria | assente | ≤10% | ≤30% | tra il 30% e il 70% | ≥ 50% | |
| N. fondi (unità) | | | | | | 39 |
| N aderenti (%) | 23,5 | 9,2 | 26,5 | 39,3 | 1,5 | 1.950.552 |
| N.comparti (unità) | 36 | 4 | 31 | 42 | 10 | 123 |
| ANDP (%) | 14,2 | 7,2 | 32,1 | 43,8 | 2,7 | 34.504 |
| Asset class | | | | | | |
| Depositi (%) | 1,3 | 1 | 4,3 | 3,5 | 7,6 | 3,4 |
| Titoli di debito (%) | 93,7 | 97,1 | 73,5 | 56,6 | 35 | 69,6 |
| Titoli di capitale (%) | 1,6 | - | 14,6 | 27,4 | 32,5 | 17,8 |
| OICR (%) | 2,4 | 0,3 | 6,3 | 11,4 | 24,3 | 8 |
| Altro (%) | 1,1 | 1,6 | 1,3 | 1,1 | 0,6 | 1,2 |
| Totale (%) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Rendimenti (%) | 3,1 | 1,2 | 5,0 | 6,6 | 12,8 | 5,4 |

Fonte: elaborazione su dati COVIP 2013

I comparti bilanciati, dove gli asset azionari rappresentano almeno il 30% del portafoglio complessivo, attraggono il maggior numero di aderenti e conseguentemente la maggior parte delle risorse (il 43,8% su un totale di 34 milioni di euro per i fondi chiusi). Più dei due terzi del portafoglio dei comparti bilanciati è rappresentato da titoli di debito (governativi e non governativi) nel 2014. Esigui sono gli iscritti a comparti per i quali le posizioni in azioni sono almeno il 50% del portafoglio. L'esposizione

⁴⁴ Art. 7, D.Lgs. 252/2005.

⁴⁵ Tale comparto prevede la restituzione del capitale versato o la corresponsione di un rendimento minimo. I comparti destinatari del TFR conferito con modalità tacite devono caratterizzarsi per la presenza almeno della garanzia di restituzione del capitale entro un lasso di tempo e/o al verificarsi di determinati eventi e per prevedere una politica di investimento idonea a realizzare con elevata probabilità, in un orizzonte pluriennale, rendimenti pari o superiori al tasso di rivalutazione del TFR (art. 8, comma 9 del D.Lgs. 252/2005).

effettiva verso l'asset prevalente nel 2014 è stata di ben poco superiore alla soglia minima, senza considerare le esposizioni assunte attraverso gli OICR.

3.3.2. I FONDI PENSIONE PREESISTENTI

➤ IL MODELLO DI GOVERNANCE

I fondi pensione preesistenti⁴⁶ sono forme previdenziali nate prima del D.Lgs. n. 124/1993, che ha introdotto in Italia i fondi pensione. Tra di essi è necessario distinguere tra fondi autonomi, ossia dotati di personalità giuridica, e fondi interni ai soggetti istitutori, privi di personalità giuridica. In particolare, in quest'ultimo gruppo rientrano anche i fondi costituiti come poste contabili all'interno del bilancio delle banche e delle compagnie di assicurazione per i propri dipendenti. Tali fondi non sono sotto il controllo della COVIP⁴⁷, in quanto i soggetti istitutori sono sottoposti a vigilanza prudenziale.

I fondi preesistenti, in genere, non sono aperti a nuove iscrizioni da parte di soggetti appartenenti al collettivo cui si rivolge il fondo stesso, e hanno tra i propri aderenti i lavoratori pensionati.

Per i fondi preesistenti il legislatore ha previsto un principio di graduale adeguamento al modello di governance previsto per i fondi pensione di nuova istituzione.⁴⁸ Per i fondi autonomi tale previsione implica un riassetto del portafoglio, secondo quanto previsto esplicitamente dall'art. 2 del D.Lgs. n. 28/2007 e dal D.M. del Tesoro n 703/1996, in quanto molti dei patrimoni ad essi riconducibili risultano essere poco diversificati e con una presenza importante di asset immobiliari. Per i fondi interni l'adeguamento al modello di governance previsto per i fondi pensione di nuova istituzione implica l'acquisizione della personalità giuridica, con contestuale dismissione dei relativi attivi dal bilancio del soggetto istitutore.

➤ LA FASE DI ACCUMULO

TABELLA 6 - I FONDI PENSIONE PREESISTENTI AUTONOMI

| Tipologia comparto | Gestione diretta | Gestione finanziaria | Totale |
|---|------------------|----------------------|---------|
| N. fondi (unità) | | | 212 |
| N. aderenti (unità) | | | 640.616 |
| N. pensionati (unità) | | | 106.612 |
| Risorse destinate alle prestazioni (in milioni di €) | | | 47.273 |
| Asset class | | | |
| Depositi (%) | 18,4 | 3 | 6,7 |
| Titoli di debito (%) | 33,3 | 62,6 | 68,6 |
| Titoli di capitale (%) | 2,4 | 18,8 | 15 |
| OICR (%) | 22 | 14,6 | 16,4 |
| Altro (%) | 23,9 | 0,9 | 6,4 |
| Totale (%) | 100 | 100 | 100 |
| Rendimenti (formula di Hardy) (%) | 8,8 | 9 | 5,6 |

Fonte: elaborazione su dati COVIP 2013

⁴⁶ Fondi pensione già istituiti alla data del 15 novembre 1992, quando entrò in vigore la legge delega in base alla quale fu poi emanato il D.Lgs. 124/1993. Con DM Economia 62/2007 è stata dettata la disciplina per l'adeguamento alla nuova normativa di sistema introdotta dal D.Lgs. 252/2005.

⁴⁷ Il D.Lgs. 252/2005 ha trasferito alla COVIP la vigilanza sui fondi interni bancari e assicurativi, in precedenza sottoposti rispettivamente alla supervisione della Banca d'Italia e dell'ISVAP.

⁴⁸ Art. 20, D.Lgs. 252/2005.

L'analisi di portafoglio si concentra sui soli fondi autonomi. Al fine di comprendere le scelte di portafoglio poste in essere dai fondi autonomi, si distingue tra gestione finanziaria e gestione diretta. La prima tipologia di gestione fa riferimento ai fondi preesistenti che si affidano agli intermediari finanziari per la gestione delle risorse; la seconda tipologia, invece, attiene alla gestione posta in essere direttamente dagli organi del fondo senza le limitazioni cui sono sottoposti gli organi dei fondi chiusi di nuova istituzione (vedi tabella).

Nella tabella non sono evidenziati i dati relativi agli asset immobiliari (che nel 2013 rappresentavano l'8,4%) né il valore delle polizze finanziarie sottoscritte dal fondo per finalità d'investimento (che nel 2013 rappresentavano poco meno del 7% delle risorse dei fondi preesistenti) e neppure il dato sulle riserve matematiche relativi a impegni sottoscritti da imprese assicurative per erogare prestazioni a favore degli iscritti al fondo. Dalla tabella emergono, però, alcuni elementi che non è dato riscontrare nelle tabelle riferite ad altre forme pensionistiche:

- oltre al numero degli aderenti è indicato il numero di pensionati sia diretti che indiretti (pensioni di reversibilità);
- in luogo dell'attivo netto destinato alle prestazioni sono evidenziate le risorse destinate alle prestazioni, in quanto le posizioni individuali non sono tradotte in quote;
- il rendimento è calcolato dalla COVIP utilizzando la formula di Hardy, in quanto per l'insieme dei fondi preesistenti non risulta possibile fare riferimento al valore delle quote. Tale metodologia è in grado di fornire una stima del rendimento medio annuo, determinato sulla base della variazione del patrimonio rispetto all'anno precedente, al netto delle voci di entrata (contributi, trasferimenti in entrata) e di uscita (prestazioni, riscatti, anticipazioni, trasferimenti in uscita).

La gestione diretta è sbilanciata sui depositi, mentre la gestione finanziaria è concentrata sui titoli di debito.

➤ LA FASE DI EROGAZIONE

I fondi preesistenti, differenza delle altre forme previdenziali, contano al momento tra i propri aderenti anche i pensionati. Tali fondi sono in fase di accumulo con riferimento agli aderenti più giovani e in fase di erogazione per gli aderenti più anziani. Da essi, conseguentemente, è possibile trarre utili informazioni sulle caratteristiche delle rendite erogate. Nel 2013, considerando sia i fondi autonomi sia i fondi interni, i pensionati erano circa 129.823, cui si accompagnano circa 20.140 precettori di prestazione di capitale (non essendovi alcun limite alla percezione della prestazione pensionistica in forma di capitale). La maggior parte dei fondi preesistenti eroga direttamente la rendita pensionistica: il valore complessivo delle rendite erogate nel 2013 è stato pari a 1.582 milioni di euro, per cui la rendita annua per pensionato è circa 6.810 euro (il capitale medio erogato nell'anno invece ammontava a 34.260 euro).

3.3.3. I FONDI PENSIONE APERTI

➤ IL MODELLO DI GOVERNANCE

Il modello di governance del fondo pensione aperto dipende strettamente dall'intermediario (banca, SIM, SGR, impresa assicurativa) che lo istituisce e gestisce. Il fondo aperto, infatti, rappresenta un patrimonio separato e autonomo⁴⁹ rispetto:

- al patrimonio del soggetto istitutore e del gestore (se diverso dal primo);
- agli altri fondi e forme previdenziali eventualmente gestiti contemporaneamente dal gestore;
- al patrimonio dei singoli aderenti.

Pertanto, il modello di governance del fondo aperto si basa sull'attività dei seguenti organi:

- il Responsabile del fondo;
- la banca depositaria;
- l'Organismo di sorveglianza.

Per l'erogazione delle rendite, il fondo si affida ai gestori delle rendite o al suo gestore, se esso non è una compagnia di assicurazione.⁵⁰

Le norme che regolano l'attività del Responsabile del fondo sono contenute nell'allegato del Regolamento che istituisce il fondo pensione aperto. Il Responsabile del fondo è nominato dal Consiglio di Amministrazione del gestore, ma la sua attività è svolta in modo autonomo e indipendente rispetto all'attività di asset management, e nell'esclusivo interesse degli aderenti. Il Consiglio di amministrazione dell'intermediario gestore determina il compenso del Responsabile per l'intero periodo di durata dell'incarico (in genere tre anni con mandato rinnovabile una volta sola). Tale compenso grava direttamente sul patrimonio del fondo e non può in nessun caso essere espresso sotto forma di partecipazione agli utili del soggetto gestore (o di sue società controllanti o controllate) né sotto forma di diritti di acquisto o di sottoscrizione di titoli dei soggetti suindicati, al fine di evitare ogni forma di conflitto di interessi tra il Responsabile e il gestore

Per essere nominato, il Responsabile deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità, ragion per cui la sua attività è incompatibile con lo svolgimento di lavoro presso il soggetto gestore o presso sue interessenze, così come con gli eventuali incarichi ricoperti nell'ambito della struttura organizzativa di aziende sponsor (nel caso di adesione collettiva). Il Responsabile può essere revocato solo per giusta causa, una volta che è stato sentito il parere dell'organo di controllo del soggetto gestore, mentre per quanto concerne la sua sostituzione prima della scadenza, è necessario una comunicazione alla COVIP entro 15 giorni dalla decisione del Consiglio di amministrazione del gestore.

Il Responsabile svolge un'attività di controllo su tre elementi:

- La gestione finanziaria del fondo, intesa in termini di politica di investimento e di governo dei rischi sottostanti, e la gestione delle rendite, intesa in termini di rispetto delle convenzioni di assicurazione e di vigilanza sulle condizioni per l'erogazione delle rendite e delle eventuali prestazioni accessorie. In questo ambito rientrano pure l'attività di

⁴⁹ I fondi pensione aperti sono istituiti come patrimonio di destinazione ai sensi dell'art. 2117 del codice civile, con delibera dell'organo di amministrazione della società.

⁵⁰ Art 6, comma 3, D.Lgs. 252/2005.

controllo svolta sulla banca depositaria e la partecipazione a tutte le riunioni degli organi di amministrazione e di controllo del gestore che hanno a oggetto questioni relative al fondo;

- la gestione amministrativa: egli vigila sulla separazione tra le operazioni svolte dal gestore dal gestore per conto del fondo e le operazioni svolte nel suo esclusivo interesse. Tale tipologia di controllo è rilevante soprattutto quando il gestore conferisce a terzi deleghe di gestione anche limitatamente a singole categorie di investimento o a singole operazioni;
- la gestione dei rapporti con gli aderenti: il Responsabile verifica l'adeguatezza della struttura organizzativa del soggetto gestore e la sua capacità di soddisfare le esigenze informative degli aderenti, sia al momento dell'adesione, sia in momenti successivi, per esempio in occasione di comunicazioni periodiche o di comunicazioni ad hoc o in seguito a esposti degli aderenti. Di particolare rilievo è il controllo sui costi: è il Responsabile che verifica la congruità del meccanismo di calcolo degli oneri di gestione e la loro corretta applicazione, soprattutto quando si tratta di commissioni di incentivo. Infine, in questa categoria di controlli rientra l'attività del gestore volta a valutare l'appropriatezza delle soluzioni adottate dal gestore per identificare e gestire nell'interesse degli aderenti le situazioni in conflitto di interessi.

Il Responsabile risponde della sua attività nei confronti degli aderenti e del soggetto gestore. Il regime di responsabilità si uniforma a quanto previsto dagli artt. 2392-2395 ("Responsabilità civile degli amministratori") del Codice Civile. Egli, infatti, deve svolgere la sua attività con professionalità e diligenza in coerenza con la natura dell'incarico e la sua competenza. Informa tempestivamente il Consiglio di amministrazione del gestore di eventuali anomalie o irregolarità riscontrate nello svolgimento della sua attività e dialoga con la COVIP: oltre ad inviare una relazione annuale sull'attività svolta, egli vigila sull'adeguamento al dettato delle deliberazioni dell'Autorità.

L'**organismo di sorveglianza** è nominato, al pari del Responsabile del fondo, dal Consiglio di Amministrazione (o l'altro organo responsabile dell'amministrazione) del gestore. Esso si compone di due membri a cui si aggiunge un membro supplente. In caso di adesione collettiva⁵¹, l'Organismo subisce delle modifiche nella struttura e nelle responsabilità di controllo in quanto l'attività è svolta ai fini della tutela degli interessi del collettivo di cui esso è espressione: ogni qualvolta l'adesione di un intero gruppo di lavoratori variamente definito comporti l'adesione di un numero di aderenti superiore a 500 lavoratori, è necessario integrare la composizione dell'Organismo. Il numero minimo di membri dell'Organismo, infatti, passa da due a quattro, ovvero ai due membri nominati dal gestore si aggiungono un membro che è espressione dei lavoratori e un membro che è espressione della parte datoriale (se esistente); in ogni caso, ciascun Regolamento stabilisce il numero massimo di membri. È il gestore a chiedere direttamente alle imprese cui appartengono i lavoratori aderenti i nominativi relativi ai membri che diventeranno espressione dell'adesione collettiva.

L'Organismo prende le decisioni a maggioranza. Può eleggere al suo interno un Presidente. Si alimenta delle comunicazioni del Responsabile, il quale trasmette l'informativa annuale, la relazione sulla sua attività di controllo e ogni altra informazione ritenuta rilevante per lo svolgimento dell'attività di controllo nell'interesse esclusivo degli aderenti su base collettiva. Elementi di particolare interesse sono le informazioni relative al trattamento degli esposti, ai tempi di liquidazione delle somme richieste a titolo di anticipazione, riscatto e trasferimento, all'andamento delle riconciliazioni e ad ogni altra problematica legata ai versamenti contributivi. Il compenso dei membri è stabilito dal gestore e non può

⁵¹ Modalità di adesione alle forme pensionistiche complementari definita sulla base di accordi collettivi a qualunque livello, anche aziendali, che intervengono tra datori di lavoro e lavoratori; l'adesione collettiva a fondi pensione aperti è possibile anche in presenza di fondi negoziali di riferimento.

in nessun caso, come visto per il Responsabile, collegare elementi collegati alle performance del gestore o alle aziende aderenti.

➤ LA FASE DI ACCUMULO

TABELLA 7 - I FONDI PENSIONE APERTI

| Tipologia comparto | Garantito | Obbligazionario puro | Obbligazionario Misto | Bilanciato | Azionario | Totale |
|-------------------------------|----------------|----------------------|-----------------------|----------------------------|--------------|---------|
| Componente azionaria | assente | ≤10% | ≤30% | tra il 30% e il 70% | ≥ 50% | |
| N. fondi (unità) | | | | | | 59 |
| N. aderenti (%) | 26,2 | 6,8 | 10 | 31,9 | 25,1 | 984.584 |
| N. comparti (unità) | 78 | 33 | 24 | 74 | 60 | 269 |
| ANDP (%) | 21,8 | 5,6 | 10,3 | 32,3 | 30 | 11.990 |
| Asset class | | | | | | |
| Depositi (%) | 3,6 | 4,2 | 5,2 | 5,1 | 8,1 | 5,7 |
| Titoli di debito (%) | 84,1 | 82 | 63,8 | 45,9 | 10,6 | 47,4 |
| Titoli di capitale (%) | 3,1 | - | 6,7 | 20,9 | 46,4 | 22,1 |
| OICR (%) | 8,7 | 12,4 | 23,7 | 28,4 | 36,8 | 25,3 |
| Altro (%) | 0,5 | 1,4 | 0,6 | -0,4 | -1,9 | -0,4 |
| Totale (%) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Rendimenti (%) | 2,0 | 0,8 | 3,6 | 8,3 | 16 | 8,1 |

Fonte: elaborazione su dati COVIP 2013.

Come per i fondi negoziali, l'analisi relativa alla fase di accumulo si basa sul peso della componente azionaria. I comparti bilanciati assorbono il maggior numero degli iscritti e, conseguentemente, il maggior numero di risorse (circa un terzo delle risorse destinate ai fondi pensione aperti). Per questi comparti, però, si registra un massiccio ricorso agli OICR, prevalentemente OICR di gruppo per i quali si pongono problemi di conflitto di interesse sui quali si è intervenuti recentemente con il D.M. 166/2014.

3.3.4. I PIANI INDIVIDUALI PENSIONISTICI

➤ IL MODELLO DI GOVERNANCE

I Piani Individuali Pensionistici (PIP) o anche Formule Individuali Pensionistiche (PIP) sono forme pensionistiche complementari attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita⁵² per cui l'intermediario che gestisce le risorse e che si occupa dell'erogazione delle rendite è la compagnia di assicurazione. La gestione delle risorse può avvenire mediante la sottoscrizione di:

⁵² Contratti che prevedono l'obbligo dell'assicuratore di versare al beneficiario un capitale o una rendita quando si verifichi un evento attinente alla vita dell'assicurato (per esempio morte o sopravvivenza ad una certa data). L'art. 2 del D.Lgs. 209/2005 definisce la classificazione delle assicurazioni sulla vita per ramo. Nella previdenza complementare assume rilievo il ramo VI (operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa).

- polizze di ramo I: la posizione individuale è investita in una gestione separata che prevede un tasso tecnico (una garanzia di rendimento minimo) e che adotta come criterio di valorizzazione il costo storico;
- polizze di ramo III limitatamente alle unit-linked: la posizione individuale è trasformata in quote di fondi interni gestiti dalla stessa compagnia o di OICR gestiti da soggetti terzi; il criterio di valorizzazione adottato è quello del valore di mercato
- polizze che prevedono la divisione della posizione individuale su una gestione separata e su uno o più fondi interni.

Ai fini della descrizione del modello di governance è necessario fare un ulteriore distinguo tra vecchi e nuovi PIP. Solo questi ultimi, infatti, sono coerenti con i principi fissati dal D.Lgs. n. 252/2005, in quanto commercializzati dopo il 31 dicembre 2006. Per i vecchi PIP, gli strumenti per la tutela degli aderenti hanno una tenuta più blanda.

Il modello di governance dei nuovi piani individuali è largamente riconducibile a quello dei fondi pensione aperti. Occorre tener presente alcune caratteristiche specifiche:

- non è previsto l'Organismo di sorveglianza; ne consegue che il Responsabile del piano individuale è investito di maggiori responsabilità di controllo nel superiore interesse dei lavoratori;
- le situazioni di conflitto di interessi possono essere numerose, in ragione della circostanza per cui il gestore delle risorse in fase di accumulo coincide, il più delle volte, con il gestore delle prestazioni.

➤ LA FASE DI ACCUMULO

TABELLA 8 - I NUOVI PIANI INDIVIDUALI

| Tipologia comparto | Garantito | Obbligazionario | Bilanciato | Azionario | Totale |
|-------------------------------|-----------|-----------------|------------|-----------|-----------|
| N. piani (unità) | | | | | 81 |
| N. aderenti (%) | 72,9 | 7,5 | 7 | 12,6 | 2.577.223 |
| ANDP (%) | 70,5 | 4,9 | 7,7 | 16,8 | 13.014 |
| Asset class | | | | | |
| Depositi (%) | 6,1 | 8,7 | 6,2 | 8,2 | n.d. |
| Titoli di debito (%) | 88,8 | 86,8 | 16,1 | 16,8 | n.d. |
| Titoli di capitale (%) | 1,7 | 1,8 | 8,9 | 60,6 | n.d. |
| OICR (%) | 2,3 | 2,4 | 68,2 | 13,7 | n.d. |
| Altro (%) | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,7 | n.d. |
| Totale (%) | 100 | 100 | 100 | 100 | n.d. |
| Rendimenti (%) | 3,6 | -0,4 | 6,6 | 19,3 | 3,6 |

N.B. Nella tavola le linee flessibili sono state assimilate alle linee bilanciate.

Fonte: elaborazione su dati COVIP 2013

L'attenzione è posta unicamente sui "nuovi" PIP, ossia i piani individuali conformi al decreto del D.Lgs. n. 252/2005. In tabella il comparto garantito è riconducibile alle gestioni separate su cui insistono i PIP che si basano su contratti di assicurazione di ramo I. Gli altri comparti, invece, sono riconducibili ai contratti di ramo III (united-linked).

Gran parte degli aderenti ha scelto il ramo I come veicolo per la costituzione della pensione, mentre le formule azionarie hanno riscosso successo tra chi ha preferito le united-linked⁵³. Infine, i PIP non possono essere destinatari di conferimento con modalità tacite del TFR.

3.4. GLI SCHEMI DI BILANCIO DELLE FORME PREVIDENZIALI

Il modello di economicità delle forme di previdenza complementare riflette tutte le componenti di ricavo e di costo che derivano dall'attività di raccolta dei contributi, dall'investimento delle risorse e dall'erogazione delle prestazioni.

Si descriverà di seguito l'attività svolta dalle forme previdenziali con l'ausilio dello Stato Patrimoniale e successivamente il modello di economicità attraverso il Conto Economico.

Il risultato della gestione è rappresentato dalla Variazione dell'**Attivo Netto Destinato alle Prestazioni** (ANDP), vale a dire l'aggregato rappresentativo del montante dei contributi affluiti alla forma previdenziale da parte di tutti gli aderenti al netto delle spese connesse al funzionamento della forma previdenziale e degli utilizzi di risorse da parte degli aderenti stessi.

All'interno del bilancio delle forme previdenziali è possibile evidenziare tre aree di gestione: l'area della gestione previdenziale connessa alla gestione dei contributi e delle prestazioni, l'area degli investimenti (gestione finanziaria diretta e indiretta) e l'area della gestione amministrativa.

3.4.1. LO STATO PATRIMONIALE

TABELLA 9 - S.P. PER LA FASE DI ACCUMULO⁵⁴

| Attività | | Passività | |
|------------------------------|---|------------------|---|
| 10 | Investimenti diretti | 10 | Passività della gestione previdenziale |
| 20 | Investimenti in gestione | 20 | Passività della gestione finanziaria |
| 30 | Garanzie di risultato acquisite sulle posizioni individuali | 30 | Garanzie di risultato acquisite sulle posizioni individuali |
| 40 | Attività della gestione amministrativa | 40 | Passività della gestione amministrativa |
| 50 | Crediti d'imposta | 50 | Debiti di imposta |
| Totale attività | | Totale passività | |
| | | 100 | Attivo netto destinato alle prestazioni |
| Conti d'ordine ⁵⁵ | | | |

Fonte: Il bilancio dei fondi pensione e altre disposizioni in materia di contabilità. Deliberazione della COVIP del 17 giugno 1998, integrata con deliberazione 16 gennaio 2002 (G.U. 9/2/2002 n.34).

La voce **Investimenti diretti** fa riferimento alla categoria di investimenti che possono essere realizzati direttamente dal fondo negoziale. Essi riguardano, come già anticipato, le azioni o quote di società immobiliari e le quote di fondi immobiliari, da una parte, le quote di fondi mobiliari chiusi e altri investimenti, dall'altra.

La voce **Investimenti in gestione** è relativa agli investimenti effettuati dai gestori per conto della forma previdenziale sulla base del mandato di gestione. In questa voce, infatti, è possibile ritrovare tutte

⁵³ Contratti assicurativi di ramo III rispetto ai quali l'ammontare delle prestazioni è legato all'andamento di un fondo interno o di uno o più OICR. I fondi interni (e gli OICR) sono caratterizzati da regole di contabilizzazione delle attività basate sul valore di mercato simili a quelle previste per i fondi pensione negoziali e aperti. Nei contratti di tipo unit linked non vengono, in genere, previste garanzie finanziarie da parte delle imprese di assicurazione.

⁵⁴ La COVIP si fa riserva di emanare specifiche disposizioni per quanto concerne la cosiddetta "fase di erogazione".

⁵⁵ La sezione accoglie le poste che non rientrano tra le attività o tra le passività del fondo, ma di cui è necessario o opportuno mantenere evidenza contabile. Tra tali poste, si ricordano i contributi da ricevere e gli impegni relativi all'erogazione di eventuali prestazioni accessorie.

le *asset class* contabilizzate al valore di mercato o al valore di presumibile realizzo: depositi bancari, crediti per operazioni di pronti contro termine, titoli emessi da Stati o Organismi sovranazionali, titoli di debito quotati e non quotati, titoli di capitale quotati e non quotati, quote o azioni di OICR e derivati. In tale aggregato rientrano anche le garanzie di risultato rilasciate al fondo, laddove esistenti, ben diverse dalle garanzie acquisite sulle posizioni individuali: queste ultime non confluiscono nel calcolo dell'ANDP. Al passivo, infatti, è prevista una voce analoga "Garanzie rilasciate sulle posizioni individuali").

Nelle **Attività della gestione amministrativa** rientrano sia i conti correnti presso la banca depositaria, dove confluiscono le quote associative e le spese di iscrizione una tantum, destinate a coprire le spese generali amministrative del fondo pensione, sia le immobilizzazioni materiali e immateriali. Tali attività sono assegnate a ciascun comparto sulla base del numero degli iscritti, così come accade per le spese generali amministrative nel Conto economico.

Si consideri ora il Passivo. Le **Passività della gestione previdenziale** fanno riferimento principalmente alle prestazioni da liquidare a titolo di riscatto, anticipazione o trasferimento (le pensioni erogate devono essere contabilizzate nella sezione relativa alla fase di erogazione). Nella voce rientrano pure i contributi non riconciliati, per i quali si deve ancora provvedere all'abbinamento con la posizione previdenziale degli aderenti.

Le **Passività della gestione finanziaria** fanno riferimento ad operazioni da liquidarsi, ma soprattutto al debito maturato ma non liquidato al termine dell'esercizio nei confronti dei soggetti che prestano servizio di gestione finanziaria al fondo pensione: banca depositaria e gestori.

Tra le **Passività della gestione amministrativa** possono annoverarsi i debiti verso i fornitori della forma previdenziale e pure quei soggetti che prestano servizi di consulenza al fondo per il monitoraggio della gestione finanziaria.

L'Attivo Netto Destinato alle Prestazioni nasce dalla differenza tra il Totale Attivo e il Totale Passivo, considerando l'eventuale credito/debito d'imposta (similmente a quanto previsto per il calcolo del risultato ottenuto dagli OICR): è a partire da questo aggregato che si determina il valore della quota e, conseguentemente, la posizione previdenziale del lavoratore a una certa data.

3.4.2. IL CONTO ECONOMICO

TABELLA 10 - C.E. PER LA FASE DI ACCUMULO

| | |
|---|---|
| 10 | Saldo della gestione previdenziale |
| 20 | Risultato della gestione finanziaria diretta |
| 30 | Risultato della gestione finanziaria indiretta |
| 40 | Oneri di gestione |
| 50 | Margine della gestione finanziaria(20)+(30)+(40) |
| 60 | Saldo della gestione amministrativa |
| 70 | Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni ante imposta sostitutiva (10)+(50)+(60) |
| 80 | Imposta sostitutiva |
| Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni (70)+(80) | |

Fonte: Il bilancio dei fondi pensione e altre disposizioni in materia di contabilità. Deliberazione della COVIP del 17 giugno 1998, integrata con deliberazione 16 gennaio 2002 (G.U. 9/2/2002 n.34).

Il Conto economico in forma scalare evidenzia il contributo delle singole aree di gestione (previdenziale, finanziaria e amministrativa) alla variazione dell'ANDP.

Il **Saldo della gestione previdenziale** nasce dal confronto tra i contributi per le prestazioni e le prestazioni stesse. La prima voce è ottenuta come somma dei contributi del datore di lavoro, del lavoratore, del TFR devoluto alla forma previdenziale e dei trasferimenti in entrata, mentre le

prestazioni sono rappresentate dalla somma algebrica delle anticipazioni, dei riscatti e dei trasferimenti in uscita, delle trasformazioni in rendita, dell'erogazione sotto forma di capitale e degli eventuali premi per prestazioni accessorie.

Il **Risultato della gestione finanziaria** accoglie i frutti dell'investimento: dividendi, interessi, ma anche profitti e perdite da operazioni finanziarie, commissioni e provvigioni legate al prestito di titoli e il differenziale tra quanto garantito e il valore del fondo al verificarsi delle condizioni di garanzia (per garanzie eventualmente rilasciate dal fondo). I profitti e le perdite da operazioni finanziarie fanno riferimento per ciascuna asset class alle minusvalenze e alle plusvalenze derivanti da operazioni di movimentazione del portafoglio o da valutazione degli investimenti in essere nel portafoglio alla data di redazione del bilancio. Tale voce comprende anche le commissioni di negoziazione.

Gli **Oneri di gestione** fanno diretto riferimento alle convenzioni di gestione per i gestori dei contributi e per la banca depositaria. Normalmente le commissioni di gestione sono fissate in percentuale al patrimonio e in ragione della natura dell'investimento: un aumento degli oneri di gestione può essere imputato alla crescita del patrimonio in gestione e alla presenza di mandati che privilegiano investimenti azionari, per i quali normalmente sono previste commissioni d'incentivo.

Il **Saldo della gestione amministrativa** nasce dalla considerazione dei contributi destinati a coprire le spese legate al funzionamento della forma previdenziale. Le quote di iscrizione una tantum e, soprattutto, le quote associative alimentano come componente positivo di reddito la gestione amministrativa, mentre tra i componenti di costo vi sono gli oneri per i servizi amministrativi esternalizzati (servicer amministrativo, società di revisione, controllo interno ecc.), le spese generali amministrative, le spese per il personale, gli ammortamenti e altre voci di costo residuali. Nelle spese generali amministrative rientrano le retribuzioni delle cariche sociali (amministratori e sindaci), il contributo di vigilanza stabilito dalla COVIP in ragione del numero di lavoratori aderenti e le spese connesse alle riunioni dell'Assemblea dei delegati per i fondi pensione negoziali.

La somma algebrica dei saldi delle gestioni previdenziale, finanziaria e amministrativa e dell'imposta sostitutiva dà luogo alla formazione della variazione dell'ANDP, cioè l'incremento o la diminuzione del patrimonio di risorse gestite dalla forma previdenziale.

3.5. IL DECRETO LEGISLATIVO N.252/2005

Il decreto legislativo n.252/2005 ("Disciplina delle forme pensionistiche complementari") in larga parte riprende quanto stabilito nel Decreto Legislativo 124/1993, che istituiva nel panorama del sistema finanziario italiano i fondi pensione e, nello stesso tempo, raccoglieva tutte le modifiche si erano rese necessarie per adeguare il mondo della previdenza complementare ai cambiamenti intervenuti sul piano fiscale e sul piano degli incentivi all'adesione.

Si pone l'attenzione solo su alcuni aspetti del Decreto utili a sistematizzare quanto emerso grazie all'analisi svolta nei paragrafi precedenti.

Lo scopo del Decreto è istituire forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio, al fine di assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale. Tale finalità riguarda tutto il mondo del lavoro: lavoratori dipendenti privati, dipendenti pubblici, autonomi, professionisti, soci lavoratori di cooperative, dipendenti di cooperative. Il legislatore riconosce il potere di istituire forme pensionistiche complementari ad uno spettro ampio di soggetti: i lavoratori e i soggetti firmatari di accordi o di contratti collettivi, i sindacati firmatari di contratti collettivi nazionali di lavoro, le imprese e le aziende i cui lavoratori non sono coperti dal contratto nazionale, le Regioni e gli intermediari finanziari. Sotto questo profilo è evidente la differenza tra le forme collettive e le forme individuali: le prime sono istituite, attraverso la stipula di accordi, da soggetti appartenenti al mondo del lavoro privato e pubblico e diversi dagli intermediari finanziari; le seconde,

invece, sono istituite da intermediari finanziari attraverso la predisposizione di un Regolamento istitutivo cui corrisponde l'individuazione di un patrimonio separato e autonomo⁵⁶. Nella prima tipologia, però, rientrano pure le forme individuali cui i lavoratori aderiscono collettivamente.

Le forme previdenziali, naturalmente, possono assumere forme diverse con riguardo alla tipologia di soggetti istitutori : nel caso di istituzione da parte di soggetti diversi dagli intermediari finanziari, la forma previdenziale assume la forma dell'associazione o lo status di persona giuridica: nel caso invece di iniziativa degli intermediari finanziari, la forma previdenziale prende la forma del patrimonio di destinazione all'interno del soggetto istitutore.

Gli organi della forma previdenziale sono per ciascuna forma previdenziale: il Consiglio dei revisori, il Responsabile del fondo per i fondi chiusi; la struttura di governance del soggetto istitutore, il Responsabile del fondo e l'Organismo di sorveglianza per i fondi aperti; la struttura di governance della compagnia di assicurazione e il Responsabile del piano per i piani individuali.

Nel Decreto sono contenuti anche i principi per la gestione dei fondi pensione:

- Principio della delega di gestione per i fondi negoziali: la gestione è affidata agli intermediari finanziari attraverso la stipula di convenzioni con banche, SIM, SGR, compagnie di assicurazione o soggetti che svolgono la medesima attività con sede statutaria in uno dei Paesi aderenti all'Unione Europea che si avvalgono del mutuo riconoscimento.⁵⁷
- Principio della gestione diretta per i fondi negoziali limitatamente a investimenti che implicano: la sottoscrizione o la sottoscrizione di azioni o quote di società immobiliari, di quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi, di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi (nel limite 20% del proprio patrimonio e del 25% del capitale del fondo chiuso)⁵⁸.
- Principio della delega di gestione alle compagnie di assicurazione per l'erogazione delle prestazioni, sotto forma di rendita da parte del fondo negoziale, a meno che il fondo stesso vi provveda direttamente una volta soddisfatti i requisiti fissati dalla COVIP in termini di mezzi patrimoniali e numero di iscritti.⁵⁹
- Principio della delega di gestione alle compagnie di assicurazione per le forme previdenziali in regime di prestazione definita e per le forme previdenziali che coprono il rischio di invalidità e premorienza.⁶⁰

Oltre ai principi di gestione elencati, il legislatore interviene in maniera diretta sull'assetto dei portafogli dei fondi pensione e sugli attivi afferenti ai piani previdenziali in due modi: da una parte prescrive alcuni limiti d'investimento inderogabili dall'altra lascia alla normativa secondaria (e precisamente al Ministero del Tesoro di concerto con il Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale, una volta sentita la COVIP) il compito di individuare le *asset class*, i criteri d'investimento e le regole per la gestione dei conflitti d'interesse.⁶¹

⁵⁶ Art. 4, comma 2 e Art. 5 comma 4-ter del D.Lgs. 209/2005.

⁵⁷ Art. 6, comma 1, lettere a, D.Lgs. 209/2005.

⁵⁸ Art. 6, comma 1, lettere d-e, D.Lgs. 209/2005.

⁵⁹ Art. 6, comma 3, D.Lgs. 209/2005 (Comma modificato dall'art. 2 del decreto legislativo n. 28/2007).

⁶⁰ Art. 6, comma 5, D.Lgs. 209/2005.

⁶¹ Tema trattato nel prossimo capitolo.

La prima categoria di prescrizioni prevede che il patrimonio del fondo o del piano non contenga al suo interno:

- Più del 5% del capitale di società quotata o il 10% di società non quotata, in modo da non divenire il soggetto economico di riferimento <8 che esercita in tal senso un'influenza dominante);
- Più del 20% del capitale di uno dei soggetti tenuti alla contribuzione in qualità di datore di lavoro; il limite si eleva al 30% per i fondi negoziali per i quali l'attribuzione di titoli rappresentativi del capitale del datore di lavoro può dipendere dai piani di stock option; tale limite si abbassa al 5% per i fondi istituiti su iniziativa dei lavoratori appartenenti a una singola impresa. In ogni caso il patrimonio del fondo deve essere investito in misura predominante sui mercati regolamentati, al fine di scongiurare problemi di liquidità e di mancata copertura al momento del pensionamento di coorti di lavoratori aderenti al fondo pensione.

Con l'avvento del D.Lgs. n. 252/2005 le sorti del Trattamento di Fine Rapporto (TFR) sono indissolubilmente legate a quelle della previdenza complementare. L'istituto del TFR⁶², infatti, nasce con lo scopo di creare la cosiddetta "buonauscita" da liquidare alla soglia del pensionamento del lavoratore dipendente. Il datore di lavoro, nel frattempo, usufruisce di tale fondo, che di fatto rappresenta una passività a medio- lungo termine, riconoscendo annualmente un tasso di rivalutazione. Tale tasso di rivalutazione era normalmente più basso dei tassi di interesse praticato su forme di indebitamento relative al medesimo orizzonte temporale. Infatti il fondo TFR rappresenta una scorta di liquidità, in quanto il lavoratore può chiederne un'anticipazione per particolari necessità. Le medesime necessità sono riconosciute anche ai fini dell'utilizzo del montante previdenziale a titolo di anticipazione. Prima del D.Lgs. n. 252/2005, la scelta di contribuire alla forma previdenziale attraverso una parte del TFR era una scelta del lavoratore dipendente e dell'accordo/contratto cui faceva riferimento. Oggi, invece, il lavoratore può contribuire alla forma previdenziale con l'interno flusso di TFR maturando, ossia successivo alla sua adesione alla previdenza complementare. Il legislatore, infatti ha previsto misure compensative per le imprese che debbono rinunciare ai flussi di TFR dei lavoratori già attivi alla data di entrata in vigore del Decreto.

Infatti stabilito⁶³ che il finanziamento della forma previdenziale può avvenire attraverso il versamento dei contributi a carico del lavoratore e del datore di lavoro e/o attraverso il TFR di futura maturazione. È evidente che, nel caso di lavoratori o liberi professionisti, il finanziamento è interamente a loro carico. Il solo conferimento del TFR maturando implica l'adesione alla forma complementare, ma come avviene tale conferimento? Il legislatore, allo scopo di aumentare il numero di adesioni alla previdenza complementare e di non lasciare scoperta nessuna frangia del mondo del lavoro dipendente, ha previsto due modalità di adesione, una esplicita e una implicita. La modalità esplicita prevede che entro sei mesi dall'assunzione il lavoratore possa decidere di trasferire il TFR di futura formazione a una forma previdenziale o di mantenere il TFR in azienda. La prima scelta è irreversibile; la seconda, invece, può essere in ogni momento modificata al fine di favorire l'adesione alla previdenza complementare. La modalità implicita prevede che, se entro sei mesi dall'assunzione il lavoratore dipendente non formula alcuna scelta sulla destinazione del TFR, si ha l'adesione automatica alla previdenza complementare: il

⁶² Ammontare corrisposto dal datore di lavoro al lavoratore dipendente al termine del rapporto di lavoro, calcolato sommando per ciascun anno di servizio una quota pari e comunque non superiore all'importo della retribuzione dovuta per l'anno stesso divisa per 13,5; la complessiva somma accantonata viene rivalutata, al 31 dicembre di ogni anno, con l'applicazione di un tasso costituito dall'1,5 per cento in misura fissa e dal 75 per cento dell'aumento dell'indice dei prezzi al consumo ISTAT rispetto al mese di dicembre dell'anno precedente.

⁶³ Art. 10, D.Lgs. 252/2005.

datore di lavoro trasferisce il TFR maturando alla forma previdenziale collettiva prevista dagli accordi o contratti collettivi, anche territoriali, salvo diverso accordo aziendale e, nel caso in cui esistano più forme pensionistiche di tipo collettivo, la preselezione è a favore della forma previdenziale cui aderisce il maggior numero di lavoratori dell'azienda cui appartiene il lavoratore "silente". Nel caso in cui non sia possibile individuare alcuna forma collettiva, il TFR maturando viene devoluto alla forma pensionistica complementare istituita presso l'INPS (Fondinsp⁶⁴): il lavoratore può però, in ogni momento, trasferire la sua posizione previdenziale ad altra forma previdenziale.

Al fine di aumentare la consapevolezza del lavoratore circa il suo bisogno di copertura previdenziale, il legislatore⁶⁵ prevede un ruolo attivo del datore di lavoro, non solo in qualità di "agente di trasferimento" del TFR e dei contributi a carico del lavoratore stesso, ma anche in qualità di soggetto deputato alla formazione del lavoratore circa la destinazione del TFR. Il datore di lavoro, infatti, prima del decorso dei sei mesi, informa il lavoratore sulle alternative a sua disposizione e, se nei trenta giorni precedenti la scadenza il lavoratore non ha preso ancora alcuna decisione, lo informa circa la destinazione del TFR.

È evidente che il datore di lavoro versa in una situazione di conflitto di interessi: in caso di conferimento tacito il TFR maturando lascia l'azienda; se, invece, informa il lavoratore e riesce a convincerlo a lasciare il TFR in azienda, potrà continuare a contare su una forma di finanziamento a basso costo. Al fine di evitare tale situazione, il legislatore ha previsto alcune misure compensative per le imprese, quale la deducibilità del reddito d'impresa del 4% dell'ammontare del TFR annualmente destinato a forme pensionistiche e al Fondo per l'erogazione del TFR previsto ai sensi dell'art.2120 del Codice Civile.

Infine, la legge di Stabilità 2015 prevede che dal 1 marzo 2015 il Tfr potrà diventare un'integrazione della retribuzione mensile. La scelta in favore della liquidazione in busta paga, una volta effettuata non potrà essere modificata fino al 30 giugno 2018. La norma consente tale opzione a tutti i lavoratori dipendenti privati, esclusi agricoli e domestici, con almeno sei mesi di anzianità di servizio. La tassazione ordinaria del TFR in busta paga prevede l'applicazione dell'aliquota marginale del 23%. La rivalutazione del TFR in azienda, invece, sarà tassata al 17% e non più all'11%. In risposta a questo intervento, l'Associazione dei fondi pensione italiani ha deciso di lanciare una campagna di informazione fondamentale per rendere, nel breve periodo, tutti i lavoratori consci delle conseguenze penalizzanti per il futuro se si sceglie di trasferire il Tfr in busta paga. La scelta del conferimento ai fondi pensione è ancora conveniente perché al termine del rapporto di lavoro, e al momento dell'incasso, la tassazione è più favorevole (dal 15 al 9%), a ciò si aggiungeranno ulteriori incentivi (esenzione del pagamento del bollo, della Tobin Tax e dell'Iva sulle commissioni di gestione, posizione accumulata nel fondo pensione non rileva ai fini ISEE). Tuttavia, è evidente che l'allineamento della tassazione dei fondi pensione a quella degli altri strumenti finanziari (caratterizzati da un maggiore grado di liquidità) crea ulteriore incertezza nel risparmio previdenziale.

⁶⁴ Si tratta della Forma di previdenza complementare a contribuzione definita prevista dall'art. 1, comma 2, lett. e), n. 7), della Legge 243/2004 (Legge delega di riforma del sistema previdenziale) la cui costituzione presso l'INPS è stabilita dall'art. 9 del D.Lgs. 252/2005 per accogliere il TFR relativo alle adesioni tacite quando non vi sia una forma collettiva di riferimento.

⁶⁵ Art. 8, D.Lgs. 252/2005.

4. LE POLITICHE DI INVESTIMENTO DEI FONDI PENSIONE

4.1. IL PROCESSO DI ATTUAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO

I fondi pensione sono investitori istituzionali chiamati a gestire ingenti flussi di risorse finanziarie rappresentative del risparmio previdenziale accumulato dai lavoratori. I capitali raccolti attraverso le diverse forme di contribuzione sono affidati a intermediari abilitati, per il noto principio di dissociazione tra proprietà e gestione, che provvedono a impiegarli nei diversi strumenti offerti dal mercato finanziario.

La configurazione e la natura dei fondi pensione fanno emergere alcuni aspetti tipici, non riscontrabili in altre categorie di investitori istituzionali, che esercitano un'influenza non trascurabile sulle politiche di investimento adottate. Tali elementi assumono un ruolo attivo e di fondamentale importanza:

- il lungo orizzonte temporale di riferimento che parte dal momento dell'adesione al fondo fino alla maturazione dei diritti pensionistici coprendo, in linea teorica, l'intero arco della vita lavorativa di un soggetto;⁶⁶
- la regolarità con cui si manifestano i flussi contributivi e la loro indipendenza rispetto agli umori dei mercati;
- la pressoché assoluta certezza, sia in termini quantitativi che dal punto di vista temporale, delle erogazioni delle prestazioni previdenziali, stante il difficile accesso ai meccanismi di rimborso anticipato.

Sono questi i principali fattori che il Responsabile del fondo e i manager della società di gestione devono prendere in considerazione nella definizione delle politiche d'investimento. Queste ultime sono il frutto di un articolato processo decisionale che prende il nome di **asset allocation**, ossia quell'insieme di procedure e tecniche da adottare per garantire un'efficiente composizione del portafoglio di attività del fondo pensione.

Il primo passo da compiere nella predisposizione del piano d'investimento delle risorse consiste nel definire in maniera puntuale gli obiettivi che si intende perseguire attraverso l'asset allocation. Occorre individuare e ponderare con estrema attenzione tutti gli interessi in gioco e le aspettative formulate dai diversi soggetti coinvolti in modo più o meno diretto:

- gli iscritti al fondo, interessati a una remunerazione quanto più possibile elevata (nel caso dei fondi a contribuzione definita);
- gli organismi amministrativi e di controllo del fondo, interessati a rispettare gli impegni assunti nei confronti dei contribuenti;
- le società di gestione, attente ai rendimenti derivanti dalla partecipazione al business della previdenza complementare;
- l'intera collettività, in considerazione della natura dei fondi e del ruolo che essi assumono nei mutati meccanismi di sicurezza sociale.

⁶⁶ I fondi pensione rappresentano la categoria di investitori istituzionali con il più lungo orizzonte temporale d'investimento. Tale peculiarità dovrebbe consentire ai fondi pensione di essere meno esposti al problema di "miopia" che si estrinseca in un'eccessiva attenzione ai risultati di breve periodo e che rappresenta un tipico problema per le altre categorie di investitori, in primis i fondi comuni d'investimento.

La valutazione di queste tipologie di interessi e dell'importanza relativa di ciascuno di essi permette di giungere alla definizione della funzione obiettivo alla base della politica d'investimento di un fondo pensione: massimizzare il valore del capitale accumulato e garantire un livello minimo di rendimento.

Una volta assegnato l'obiettivo da perseguire, si entra nel vivo delle scelte di asset allocation, scelte che sono riferite a livelli decisionali diversi secondo una logica top-down⁶⁷.

Il primo grado di pianificazione prende il nome di **asset allocation strategica**⁶⁸ e mira a delineare le macro classi di attività nelle quali dovranno essere investite le risorse del fondo, nel rispetto delle finalità da raggiungere. Si tratta di fissare le linee guida e i principi di fondo da seguire durante tutto il periodo di attività della cassa pensionistica

Il livello successivo riguarda, invece, l'**asset allocation tattica**⁶⁹ ed è inerente le scelte di investimento che è necessario compiere per adattare la politica definita in termini generali alle mutevoli condizioni che caratterizzano il mercato dei capitali. Tali decisioni devono essere il frutto di valutazioni e accordi interventi tra fondo e gestore.

L'ultimo livello di pianificazione concerne l'effettiva individuazione delle singole tipologie e forme di impiego (**Security Selection**⁷⁰) ritenute di volta in volta idonee alla realizzazione dell'obiettivo programmato.

Oltre a formulare decisioni più o meno specifiche in merito alla composizione del portafoglio di attività, è altresì necessario definire l'atteggiamento che il gestore intende adottare nei confronti del mercato e degli operatori presenti al suo interno; si tratta di scegliere se attuare una **strategia di tipo attivo** oppure **passivo**: nella prima ipotesi l'investitore preferisce seguire strade già percorse da altri, adeguando le proprie aspettative a quelle già formulate dal mercato; viceversa, una strategia attiva si fonda su valutazioni differenti innovative costruite al fine di perseguire performance migliori rispetto alla media.

Un approccio di tipo passivo presuppone la presenza di una perfetta simmetria informativa per effetto della quale il prezzo delle attività finanziarie rappresenta in pieno il reale valore delle stesse. Alla base di una strategia attiva c'è, invece, la consapevolezza di una dissociazione tra il valore dello strumento finanziario e il prezzo formato sul mercato; questa circostanza spinge gli operatori ad investire in attività sottovalutate e a disinvestire da quelle sopravvalutate.

Nella gestione di qualsiasi portafoglio di attività, i fattori principali su cui si basano le scelte d'investimento a livello strategico, tattico e operativo, e, dalla cui variazione nel tempo dipende il successo o il fallimento della politica adottata, sono costituiti dal rendimento degli strumenti finanziari, dal rischio a essi associati e dalla relazione che si instaura tra queste grandezze. In effetti, il grado rischio rendimento che caratterizza un portafoglio è la risultante della combinazione dei diversi livelli di rischio rendimento riferibili alle attività che lo compongono. In proposito occorre specificare che, mentre il rendimento di un portafoglio può essere calcolato come semplice media ponderata dei rendimenti dei titoli costituenti il portafoglio stesso, il suo rischio può risultare diverso dalla media ponderata dei rischi

⁶⁷ Si possono distinguere due impostazioni di asset allocation:

- **Top-down**: l'attività di asset allocation procede da analisi di tipo macroeconomico, fino a determinare i singoli titoli che comporranno il portafoglio; il consiglio di amministrazione del fondo fissa le singole aree d'investimento e il gestore ha la responsabilità di selezionare i titoli.
- **Bottom-up**: la selezione dei titoli si basa su analisi di tipo microeconomico dei singoli titoli; tale metodo si basa sulla selezione dei titoli "undervalue" e nell'eventuale successivo ribilanciamento del portafoglio da parte del risk management.

⁶⁸ L'**a.a. strategica** consiste essenzialmente nella definizione delle quote d'investimento, attraverso l'analisi delle performance di equilibrio nel lungo periodo di ciascuna categoria di asset, al fine di raggiungere l'asset mix ottimale.

⁶⁹ In questo caso l'obiettivo è ottenere le migliori performance rispetto all'asset mix di lungo periodo, variando nel breve periodo i pesi delle asset class in maniera sistematica, anche con il ricorso al Market Timing.

⁷⁰ In sintesi, la scelta della composizione di ciascuna categoria di asset. Nel caso di singoli titoli si parla di **Stock Picking**.

associati ai singoli impieghi: in particolare, il rischio può ridursi qualora i rendimenti dei titoli non fossero perfettamente correlati e venisse adottata un'efficace strategia di diversificazione.

Il tema della combinazione rischio-rendimento sarà ripreso e approfondito in relazione alle diverse esigenze e preferenze espresse dagli aderenti ai fondi pensione, ciò che rileva in questa sede è invece il problema della ripartizione, tra soggetti beneficiari delle previdenze complementari e gestore del fondo pensione, del rischio e del rendimento connessi agli investimenti. Le alternative che possono verificarsi sono le seguenti:

- il rendimento e il rischio di investimento sono di spettanza dei singoli lavoratori. Tale situazione è tipica dei fondi pensione a contribuzione definita nei quali l'attività del gestore è remunerata mediante l'applicazione di commissioni e spese, ma non è commisurata all'andamento della gestione. Il rischio è totalmente a carico del risparmiatore che percepisce il montante contributivo maturato, senza alcuna garanzia di rendimento minimo;
- il rendimento e il rischio spettano esclusivamente al gestore. Ci si trova di fronte a un fondo pensione a benefici definiti, caratterizzato dalla promessa di una prestazione previdenziale stabilita in anticipo e dunque indipendente dai risultati di gestione ;
- il rendimento e il rischio sono ripartiti, secondo proporzioni variabili tra iscritti e gestori. Tale circostanza si configura qualora si sia in presenza di un fondo pensione con garanzia di restituzione del capitale o con rendimento minimo garantito.

4.2. LE DISPOSIZIONI DELLA COVIP SUL PROCESSO DI ATTUAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO

Con le **“Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”**⁷¹ l'Autorità di vigilanza sui fondi pensione ha fornito utili istruzioni sui criteri cui le forme pensionistiche complementari⁷² e le relative società istitutrici devono attenersi nella definizione della politica di investimento.

Tali disposizioni mirano, nel complesso, a razionalizzare e semplificare il processo di programmazione e di attuazione della politica di investimento, consentendo, nel rispetto della normativa vigente⁷³, ampia libertà di scelta dei mezzi più opportuni per raggiungere le finalità perseguite. Le Disposizioni pongono al centro della politica di investimento la necessità di individuare combinazioni rischio-rendimento efficienti.

Il conseguimento di questo risultato richiede una valutazione attenta della variabilità dei rendimenti dei vari strumenti, massimizzando la probabilità di raggiungere i valori medi attesi e minimizzando quella di realizzare perdite elevate. Si possono delineare quattro fasi principali:

- programmazione degli obiettivi da raggiungere;
- attuazione del piano finanziario;
- misurazione e valutazione dei risultati;
- revisione periodica del programma originario.

⁷¹ In attuazione di quanto previsto dall'art. 6, commi 5-ter e 5-quater del decreto legislativo 5 dicembre 2005 n. 252, introdotti dall'art. 1, comma 1 del decreto legislativo n. 28 del 6 febbraio 2007 in recepimento dell'art. 12 della Direttiva 2003/41/CE.

⁷² L'art. 1 dispone che le presenti Disposizioni si applicano tutte le forme pensionistiche complementari (fondi pensione negoziali e preesistenti, fondi pensione aperti e piani individuali pensionistici di tipo assicurativo) che hanno un numero di aderenti non inferiore a 100.

⁷³ D.Lgs. 166/2014.

Queste fasi configurano un ciclo continuo di attività che consente di modificare nel tempo i programmi iniziali per tenere conto delle difficoltà o dei fattori imprevisti emersi nella fase di attuazione, dello scostamento dei risultati conseguiti rispetto agli obiettivi prefissati, dell'effettivo andamento dei mercati finanziari, e dei cambiamenti intervenuti nelle condizioni economiche generali e nelle caratteristiche della platea degli aderenti.

Un'attenta impostazione della politica d'investimento dovrebbe consentire di accrescere la redditività delle forme pensionistiche complementari e di contenere il grado di rischio, correlando la strategia finanziaria con l'arco temporale coerente con le caratteristiche degli aderenti e i loro bisogni previdenziali, limitando l'entità degli oneri di negoziazione.

Come sancito dall'**art. 3** della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012:

“L’obiettivo finale della politica di investimento è quello di perseguire combinazioni rischio-rendimento efficienti in un determinato arco temporale, coerente con quello delle prestazioni da erogare; esse devono consentire di massimizzare le risorse destinate alle prestazioni esponendo gli aderenti a un livello di rischio ritenuto accettabile.”

*“Per il raggiungimento dell’obiettivo finale, la forma pensionistica definisce il numero di comparti che ritiene utile porre in essere, le combinazioni rischio-rendimento degli stessi, l’eventuale presenza di meccanismi **life-cycle**⁷⁴ e il relativo funzionamento”.*

“Per ciascun comparto deve essere esplicitato il rendimento medio annuo atteso e la sua variabilità nell’orizzonte temporale della gestione. Quest’ultimo deve essere espresso in numero di anni. Il rendimento deve essere espresso in termini reali ... Va inoltre indicata la probabilità che, anche in base all’esperienza passata, il rendimento dell’investimento, nell’orizzonte temporale della gestione, risulti inferiore a un determinato limite.”

La definizione di tali obiettivi è funzionale a determinare con chiarezza la strategia di gestione della forma pensionistica, ma non costituisce, nei confronti degli aderenti, un impegno al raggiungimento degli obiettivi stessi. La natura sociale degli obiettivi perseguiti, infatti, impone particolare cura nel contenimento del rischio utilizzando tutti gli accorgimenti utili allo scopo, in primo luogo un'appropriata diversificazione degli investimenti per classi di attività, per tipologia di strumenti, per localizzazione geografica, per settore di attività e per controparti.

All'**art.4** vengono delineati i criteri di attuazione della politica di investimento necessari al raggiungimento dell'obiettivo finanziario di ciascun comparto. In particolare ciascun fondo deve individuare con chiarezza:

- la ripartizione strategica delle attività, ovvero la percentuale del patrimonio da investire nelle varie classi di strumenti;
- la composizione azioni/obbligazioni e la durata media finanziaria (**duration**⁷⁵) della quota obbligazionaria; entrambi devono essere coerenti con l'orizzonte temporale della gestione;

⁷⁴ Piano di investimento a fini previdenziali che prevede meccanismi che consentono la graduale riduzione dell'esposizione al rischio finanziario all'aumentare dell'età dell'aderente.

⁷⁵ Costituisce un indicatore del rischio di tasso d'interesse cui è sottoposto un titolo o un portafoglio obbligazionario. Nella sua versione più comune è calcolata come media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interessi e capitale associati a un titolo obbligazionario. La duration modificata esprime invece la semi elasticità del prezzo di un titolo rispetto al rendimento ed è calcolata come rapporto tra la variazione percentuale del prezzo e la variazione assoluta del rendimento.

- in caso di adozione di strategie a benchmark, devono essere inoltre riportati gli indicatori di mercato prescelti per rappresentare le suddette classi di attività e il loro peso sul patrimonio del comparto;
- gli strumenti finanziari nei quali si intende investire e i rischi connessi: si fa riferimento alle preliminari valutazioni da effettuare circa l'opportunità dell'impiego di strumenti cosiddetti alternativi (derivati e OICR) e le analisi da compiere per individuare i rapporti rischio-rendimento associati a tali investimenti (sia considerati isolatamente che in relazione all'interazione con le altre tipologie di strumenti finanziari presenti nel portafoglio), nonché alle cautele da adottare. La peculiarità di questi strumenti (ad es. scarsa liquidabilità, difficoltà di valutazione, limitata trasparenza anche con riferimento alle possibili ipotesi di conflitti di interesse, elevati rischi operativi) richiede, infatti, una più rigorosa attività di analisi e verifica da parte degli organi del fondo.

Una decisione chiave riguarda, poi, l'ammontare delle risorse da gestire direttamente (nell'ambito delle possibilità ammesse dalla normativa) e quello da affidare in gestione a intermediari finanziari abilitati; deve inoltre essere indicata la porzione del patrimonio da gestire secondo uno stile attivo ovvero passivo. La scelta tra gestione attiva e passiva va attentamente valutata alla luce del rapporto costi-benefici delle due alternative. L'affidamento in gestione attiva di una parte cospicua dei mezzi amministrati richiede professionalità in grado di valutare la capacità dei gestori di realizzare extra-rendimenti (ovvero rendimenti superiori a quelli dei mercati di riferimento).

Per una compiuta valutazione dello stile di gestione da adottare dovranno essere indicati almeno:

- il livello massimo o l'obiettivo di rotazione annua del patrimonio (**turnover**)⁷⁶;
- in caso di adozione di strategie a benchmark, il livello massimo di variabilità annua delle differenze di rendimento tra il portafoglio gestito e quello benchmark (ad es. tracking error volatility⁷⁷);
- in caso di adozione di strategie non a benchmark, indicatori di rischio assoluto coerenti con l'obiettivo stabilito.

All'art. 5 vengono specificati i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nella politica di investimento nei fondi pensione negoziali e preesistenti con soggettività giuridica: organo di amministrazione ed eventuali comitati da esso delegati, personale impiegato nella funzione finanza, consulenti, gestori e banca depositaria. La chiara individuazione dei compiti di detti soggetti consente di verificare la rispondenza dei loro comportamenti alle funzioni affidate e il contributo dato al raggiungimento dei risultati conseguiti, fornendo elementi di valutazione dell'andamento della gestione e l'identificazione delle cause degli eventuali scostamenti rispetto agli obiettivi programmati.

Con riferimento, invece, ai fondi pensione aperti, ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo e alle forme interne a enti o società è rimessa ai rispettivi soggetti istitutori l'individuazione degli organi e strutture dell'ente o della società cui sono affidati, nel rispetto della normativa di settore, i vari compiti individuati nel medesimo **art. 5**.

Le forme pensionistiche che dispongono di un ammontare di risorse elevato e che adottano strategie finanziarie complesse è opportuno si dotino di una struttura interna in grado di programmare e controllare la gestione finanziaria. Nel caso di patrimoni limitati e di strategie finanziarie poco articolate la funzione finanza può essere affidata in outsourcing a soggetti esterni ovvero anche al direttore del fondo.

⁷⁶ Indicatore che esprime la quota del portafoglio titoli che nel periodo di riferimento è stata "ruotata" ovvero sostituita con altri titoli o forme di investimento. Sulla base della Circolare COVIP del 17 febbraio 2012, le forme pensionistiche complementari devono indicare nella Nota informativa il turnover di portafoglio calcolato come rapporto tra il valore minimo tra quello degli acquisti e quello delle vendite di strumenti finanziari effettuati nell'anno e il patrimonio medio gestito.

⁷⁷ Rif. al paragrafo "Misure di performance relative".

L'utilizzo da parte delle forme pensionistiche di strumenti di investimento molto rischiosi va subordinato alla presenza di un'adeguata dotazione di personale e di strumenti tecnici, sulla cui adeguatezza in rapporto ai compiti demandati deve esprimersi l'organo di amministrazione. Oltre a valutare l'opportunità di tali investimenti, nel caso di gestione diretta è necessario che chi svolge la funzione finanzia esamini con cura, prima della decisione, l'affidabilità delle società interessate, la qualificazione degli amministratori e la qualità dei processi utilizzati; nel caso di gestione indiretta, l'analisi deve interessare le case d'investimento, i gestori e le metodologie utilizzate. Anche dopo l'investimento la funzione finanzia continuerà a seguire l'operato delle società interessate e dei responsabili.

L'art. 6 è dedicato al sistema di controllo della gestione finanziaria, ossia l'insieme delle procedure da adottare per verificare che le azioni poste in essere dai vari soggetti coinvolti nel processo risultino in grado di assicurare gli obiettivi finanziari stabiliti. Sarà compito di ciascuna forma pensionistica complementare indicare la metodologia utilizzata per misurare i risultati raggiunti, dandone conto a tutti i soggetti coinvolti nel processo; a tale fine esso descrive le procedure di controllo della gestione finanziaria che dovranno poi essere specificate nell'ambito del manuale operativo della forma pensionistica.

La puntuale verifica delle procedure seguite, dei risultati ottenuti e delle cause dello scostamento da quelli attesi, nonché l'esame dell'andamento dei mercati finanziari forniscono gli elementi di base per una valutazione compiuta dell'attività svolta e, quindi, per l'eventuale revisione della politica di investimento.

Come definito al **comma 4 e 5 dell'art 6**, nell'attuazione di tali procedure, il sistema di controllo della gestione finanziaria deve fare riferimento alle soglie di rischiosità e ai principali parametri di gestione: a livello di comparto la variabilità del rendimento medio e la perdita massima ritenuta accettabile, mentre, a livello di gestore, i vincoli posti alla sua attività.

Occorre, quindi, periodicamente verificare anche la coerenza delle soglie di rischiosità con l'obiettivo finanziario e con la strategia posta in essere (le soglie devono essere eventualmente adattate al mutare delle circostanze e/o degli andamenti dei mercati).

In conclusione, come stabilito al comma 6 dello stesso articolo:

"In un'ottica ex post deve essere individuata una metodologia di analisi dei risultati finalizzata ad attribuire il risultato della gestione (ovvero il differenziale rispetto a ciò che ci si attendeva) in termini di rischio e di rendimento ai diversi fattori che hanno contribuito a generarlo".

Il riferimento del comma 6 è alla c.d. **Performance Attribution** ovvero all'insieme di tecniche che permettono di analizzare il contributo al rendimento fornito dai gestori in eccesso rispetto al parametro di riferimento, il benchmark.

Gli approcci alla Performance Attribution permettono di scindere l'extra-rendimento rispetto al benchmark in tre componenti:

- allocation, legata allo scostamento attuato dai gestori rispetto al benchmark in macro-classi di attivi;
- selection, che cattura la capacità del gestore di individuare le opportunità di investimento (ad esempio lo stock-picking);
- interaction, una componente residuale.

I diversi contributi all'extra-performance possono essere analizzati ad un livello di dettaglio differenziato, concentrandosi sull'intero portafoglio o su singole asset class (ad esempio per la componente azionaria è possibile individuare il contributo di Allocation e Selection rispetto ai settori economici). La Performance Attribution, nel suo approccio standard, permette di capire dove i gestori

hanno prodotto extra-performance rispetto al benchmark, ma non fornisce indicazioni sulle motivazioni che possono averli spinti a scostarsi dal benchmark o a selezionare strumenti con caratteristiche particolari. Tali obiettivi possono essere, invece, raggiunti attraverso una **Performance Attribution Factor- Based** che permette di decomporre l'extra-performance sulla base di un insieme di fattori di rischio. Tale analisi consente di individuare i driver di extra-performance (sia positivi che negativi) a livello macro (usando ad esempio indicatori congiunturali) che micro (attraverso variabili equity-specific), e valutando l'impatto di tali driver sul benchmark e sui portafogli gestiti. In tale modo si ottiene una diversa visione della generazione dell'extra-performance, analizzando i temi seguiti dai gestori nella costruzione e movimentazione de portafogli.

4.3. CRITERI E LIMITI DI INVESTIMENTO DEI FONDI PENSIONE

Nel seguente capitolo sono esposti dapprima i tratti essenziali del “vecchio” decreto del Ministro del Tesoro 703/1996⁷⁸, recante le norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse, e successivamente vengono presentate le principali novità introdotte dal “nuovo” decreto 703, ovvero il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 166 del 2 settembre 2014⁷⁹.

4.3.1. IL DECRETO DEL MINISTERO DEL TESORO N. 703/1996

Nel dettare la disciplina della previdenza complementare, il legislatore del D.lgs. 124/1993 aveva ritenuto opportuno demandare al Ministro del tesoro il compito di emanare un apposito decreto contenente la regolamentazione delle politiche d'investimento dai nascenti fondi pensione, nonché i principi da porre alla base del processo di asset allocation.

L'esigenza di costruire un riferimento normativo riguardante in modo specifico i caratteri e le modalità da seguire nell'impiego del patrimonio delle casse pensionistiche, nasceva dalle aspettative sulle future dimensioni del fenomeno e specialmente sul ruolo che esso sarebbe stato chiamato ad assolvere sia sul piano sociale che economico-finanziario.

Il provvedimento in parola è rappresentato dal **decreto del Ministro del tesoro n. 703/1996** che, in soli otto articoli, ha offerto per ben diciotto anni, fino alla sua recente sostituzione, una chiara ed esaustiva regolamentazione del problema in esame, affrontando in maniera sistematica i seguenti aspetti:

- criteri di gestione;
- investimenti ed operazioni consentiti;
- limiti agli investimenti;
- conflitti di interesse.

Seguendo la medesima logica adottata, a suo tempo, dal Ministro del tesoro, sono di seguito riportati i principali punti trattati nel decreto in esame.

Sono innanzitutto individuati i criteri di gestione ovvero l'insieme dei principi e delle regole che governano la definizione e l'implementazione delle strategie d'investimento delle contribuzioni. È quindi

⁷⁸ Regolamento di attuazione dell'articolo 6, comma 4 quinquies, del D.lgs. n. 124/1993, ormai abrogato dal D.lgs. n. 252/2005.

⁷⁹ Regolamento di attuazione dell'articolo 6, comma 5-bis del Decreto legislativo nr. 252 del 5 dicembre 2005.

sancito un obiettivo di carattere generale, destinato a rappresentare il costante punto di riferimento in tutte le scelte inerenti la gestione finanziaria dei fondi: la **sana e prudente gestione**⁸⁰.

Sono poi indicati altri principi di natura più specifica quali:

- la diversificazione degli investimenti;
- l'efficiente gestione del portafoglio;
- la diversificazione dei rischi, anche di controparte;
- il contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo;
- la massimizzazione dei rendimenti netti.

È evidente l'estrema attenzione posta dal legislatore del "vecchio" 703 nei confronti delle politiche d'investimento e l'importanza che ha attribuito non soltanto ad aspetti di carattere finanziario ma anche a quelli con potenziali risvolti sociali. Il riferimento è soprattutto al riconoscimento della funzione previdenziale svolta dalle forme pensionistiche complementari e della conseguente ricerca delle garanzie più efficaci da adottare a favore dei beneficiari e del loro risparmio⁸¹.

Inoltre, nello svolgimento della funzione di asset allocation, l'operatività del fondo pensione deve conformarsi a regole di trasparenza e al rispetto del diritto di informazione degli iscritti.

Il passo successivo riguarda l'individuazione e la corretta definizione degli strumenti finanziari e delle operazioni consentite per l'impiego delle risorse del fondo. In proposito, l'art. 3 del decreto ministeriale propone un elenco di investimenti, mentre il precedente art. 1 riporta l'esatto significato da attribuire a ciascuno di essi. Dalla lettura congiunta di queste due proposizioni è possibile giungere alla costruzione della tabella sottoriportata.

TABELLA 11 - INVESTIMENTI E OPERAZIONI CONSENTITI DAL D.M. 703/96

| Tipologia | Definizione |
|----------------------------------|--|
| Titoli di debito | <ul style="list-style-type: none"> • I titoli emessi da stati o da organismi internazionali; • le obbligazioni anche convertibili in azioni; • i certificati di deposito; • i certificati di investimento; • le cambiali finanziarie; • altri strumenti finanziari, diversi da quelli assicurativi, che prevedono a scadenza la restituzione del capitale. |
| Titoli di capitale | <ul style="list-style-type: none"> • Le azioni; • le quote di società immobiliari a responsabilità limitata; • altri strumenti finanziari negoziabili rappresentativi del capitale di rischio. |
| Operazioni in contratti derivati | <ul style="list-style-type: none"> • I contratti futures su strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, e relativi indici; |

⁸⁰ Sembra necessario approfondire la valenza del principio di "prudenza" in un sistema a contribuzione definita che consente al lavoratore la scelta di linee di investimento anche fortemente esposte al rischio di mercato. Il quadro delineato dal legislatore italiano per il secondo pilastro demanda al lavoratore la responsabilità di assumere consapevolmente le decisioni relative al profilo rischio-rendimento nell'impiego dei propri risparmi previdenziali, salvo il caso di conferimento tacito del TFR, destinato per legge al comparto che garantisce la restituzione del capitale. Pertanto, anche in presenza dei limiti previsti dal DM 703/96, il lavoratore potrebbe selezionare un'allocatione del portafoglio fortemente esposta alle diverse tipologie dei rischi.

⁸¹ La nozione di efficienza gestionale e di massimizzazione del rendimento è implicita nel concetto stesso di sana e prudente gestione.

| | |
|----------------------------------|--|
| | <ul style="list-style-type: none"> • i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, valute e indici; • i contratti di opzione per acquistare o vendere titoli di debito, titoli di capitale ed altri strumenti finanziari, contratti futures o swaps, indici, valute e tassi di interesse; |
| Parti di OICVM | Organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 85/611/CEE ⁸² . |
| Quote di fondi chiusi | Fondi comuni di investimento mobiliare e immobiliare chiusi. |
| Operazioni pronti contro termine | Operazioni che prevedono l'acquisto a pronti e la rivendita a termine ovvero la vendita a pronti e il riacquisto a termine di strumenti finanziari e il prestito di titoli. |
| Liquidità | <ul style="list-style-type: none"> • Titoli del mercato monetario; • altri titoli di debito con vita residua non superiore a sei mesi, aventi requisiti di trasferibilità ed esatta valutabilità, ivi compresi i depositi bancari a breve. |

Fonte: a cura dell'autore.

Al di là degli strumenti finanziari nei quali il gestore del fondo può impiegare i capitali raccolti, sono segnalate alcune operazioni che, viceversa, non sono consentite ai fondi pensione, in un'ottica di tutela e sicurezza del risparmio previdenziale. Ad esempio, a norma dell'art. 3, del decreto ministeriale n. 703/1996 viene sancito il divieto per il fondo di effettuare vendite alle scoperte.

Il tema dei limiti di investimento dei fondi pensione assumeva all'epoca del decreto un'importanza decisiva, anche sulla valutazione del possibile impatto anche la nascita e lo sviluppo degli strumenti pensionistici avrebbe potuto avere sul mercato dei capitali. È stato, infatti, proprio su questo aspetto che si erano concentrati le principali incertezze. Il maggiore timore era rappresentato dalla possibilità di un'eccessiva concentrazione della libertà d'investimento del fondo, e in particolare l'imposizione di vincoli eccessivamente rigidi per gli investimenti azionari. La conseguenza sarebbe stata una concentrazione di risorse presso titoli di Stato che se da un lato offrono un'elevata sicurezza dell'impiego in linea con la funzione previdenziale svolta dai fondi, dall'altro annullano ogni eventuale effetto positivo in termini di afflussi di risorse nei mercati finanziari. Il D.M. 703 ha in parte dissipato questi dubbi, permettendo una certa flessibilità degli investimenti e garantendo un'accettabile libertà di scelte delle strategie allocative, tale da consentirli un lungo periodo di validità nella regolamentazione delle previdenza complementare

Le limitazioni, previste dal decreto, possono essere classificate secondo un criterio tipologico nel seguente modo:

- limiti all'investimento in particolare attività, calcolati in funzione del patrimonio del fondo pensione;
- limiti all'acquisizione di partecipazioni;
- limiti al ricorso a strumenti derivati.

⁸² Gli OICVM e i depositi bancari si considerano strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati. Gli «OICVM» sono gli OICR rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e delle relative disposizioni di attuazione.

Tutti questi vincoli sono schematizzati nella tabella sotto riportata.

TABELLA 12 - LIMITI DI INVESTIMENTO DEI FONDI PENSIONE AI SENSI DEL D.M. 703/96

| Tipologia | Limiti |
|--|---|
| 1. Liquidità | 20% del patrimonio del fondo pensione. |
| 2. Quote di fondi chiusi (mobiliari e immobiliari) | <ul style="list-style-type: none"> • 20% del patrimonio del fondo pensione; • 25% del patrimonio del fondo chiuso. |
| 3. Titoli di debito e capitale non negoziati in borse UE,USA,Canada e Giappone, purché emessi Da paesi OCSE o da soggetti ivi residenti | 50% del patrimonio del fondo pensione (comprensivo dei titoli di capitale); |
| 4. Titoli di debito non negoziati in borse UE,USA,Canada e Giappone, purché emessi da paesi OCSE o da soggetti ivi residenti | 10% del patrimonio del fondo pensione. |
| 5. Titoli di debito emessi da paesi non OCSE o da residenti in detti paesi | 20% del patrimonio del fondo pensione. |
| 6. Titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi da paesi Ocse o da residenti in paesi non OCSE, purché negoziati in borse UE, USA,Canada e Giappone. | 5% del patrimonio del fondo pensione. |
| 7. Titoli di debito e di capitale, compresi prodotti derivati, emessi da uno stesso soggetto o da soggetti appartenenti al medesimo gruppo (esclusi titoli emessi da Stati OCSE) | <ul style="list-style-type: none"> • 15% del patrimonio del fondo pensione; • 5% (entro il limite del 15%) del patrimonio del fondo se si tratta di titoli non negoziati in mercati regolamentati dai paesi UE, USA, Canada e Giappone. |
| 8. Azioni o quote emesse da soggetti tenuti alla contribuzione o da questi controllati anche direttamente | <ul style="list-style-type: none"> • 30% del patrimonio del fondo (se fondo di categoria); • 20% del patrimonio del fondo (se fondo di ordinario). |
| 9. Azioni o quote con diritto di voto emesse da una stessa società | <ul style="list-style-type: none"> • 5% del capitale della società, se quotata; • 10% del capitale della società se non quotata; • Senza limiti, se trattasi di società immobiliari; • In ogni caso non è ammesso un controllo dominante. |
| 10. Strumenti derivati | Devono: <ul style="list-style-type: none"> • Generare un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari ; • Eliminare il rischio finanziario degli |

strumenti sottostanti;

- Assicurare il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni dei prezzi;
- Assicurare maggiore liquidità all'investimento.

Fonte: a cura dell'autore.

Da precisare che la COVIP può, ove sussistano giustificati motivi di ordine economico, patrimoniale e organizzativo del fondo, fissare limiti superiori o inferiori a quelli indicati nel provvedimento ministeriale.

Il decreto 703/1996 prevedeva inoltre che gli investimenti effettuati dal gestore del fondo dovessero essere denominati per almeno un terzo in una valuta congruente rispetto a quella utilizzata per l'erogazione delle prestazioni previdenziali.

I limiti agli investimenti sopra rappresentati si fondano, oltre che su differenziazioni per tipologie di emittenti e di strumenti finanziari, sull'assunto che i soli mercati regolamentati dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone siano effettivamente idonei a garantire un livello sufficiente di affidabilità e liquidità e, quindi, a contenere il rischio di investimento delle risorse riferibili al risparmio previdenziale. Diversamente i titoli non negoziati ovvero i titoli negoziati in altri mercati diversi da quelli menzionati non presenterebbero le medesime tutele e, pertanto, dovrebbero essere fortemente limitati ovvero del tutto preclusi se l'emittente non è residente in Paesi OCSE. Una scelta di questo tipo, però, pur rispondendo a indiscutibili criteri di prudenza e contenimento del rischio, risultava già troppo penalizzante per la salute del mercato italiano.

4.3.2. IL DECRETO 166/2014

Sono molteplici le ragioni che hanno reso necessario procedere ad una revisione della normativa descritta al precedente paragrafo.

In primo luogo, il decreto legislativo 6 febbraio 2007, n. 28, nel dare attuazione alla direttiva 2003/41/CE relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (c.d. direttiva Epap)⁸³, ha modificato il D.Lgs. 252/2005, ridefinendo i principi guida che il regolatore secondario deve seguire nella definizione dei limiti agli investimenti e dei conflitti d'interesse. In particolare, l'art. 6, comma 5-bis, del D.Lgs. 252/05 prevede ora che:

“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/CE⁸⁴, alla normativa comunitaria di esecuzione e a quella nazionale di recepimento.”

⁸³ La presente direttiva ha l'obiettivo di garantire un elevato grado di protezione agli aderenti e ai beneficiari dei fondi pensione. L'instaurazione di uno specifico quadro giuridico per gli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), permette loro di operare con la massima sicurezza ed efficacia.

⁸⁴ *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*. La Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari è volta a rafforzare il quadro normativo comunitario dei servizi d'investimento e dei mercati regolamentati, al fine di raggiungere con più incisività due grandi obiettivi: tutelare gli investitori e salvaguardare l'integrità del mercato,

È stato dunque necessario rivedere la disciplina del Decreto Ministeriale 703/96 al fine di adeguarla a tali nuovi principi e alle previsioni della direttiva Epap.

In secondo luogo, la ormai più che decennale esperienza maturata nell'applicazione del DM 703/96 ha permesso di evidenziare aspetti della normativa che dovevano essere migliorati. La disciplina del DM 703/96, infatti, risentiva inevitabilmente del tempo trascorso e necessitava di un aggiornamento alle novità che hanno caratterizzato l'evoluzione dei mercati negli ultimi decenni. Ad esempio, i limiti agli investimenti, previsti dal "vecchio" 703, impedivano l'investimento in alcune tipologie di strumenti finanziari codificate nel nostro ordinamento solo in seguito all'emanazione del Decreto Ministeriale.

Infine, in un contesto di progressiva integrazione dei mercati nell'ambito dell'Unione Europea, risultava opportuno tenere in considerazione le migliori esperienze a livello comunitario, indispensabili a conferire al nostro ordinamento un adeguato livello di competitività e di protezione degli aderenti a forme di previdenza complementare

4.3.3. IL NUOVO IMPIANTO E LE PRINCIPALI DIFFERENZE

Il "nuovo 703" mira a conferire alla forma pensionistica maggiore flessibilità gestionale, superando la precedente impostazione basata sull'individuazione di **limiti quantitativi** spesso inefficaci o insufficienti a tutelare gli interessi degli aderenti⁸⁵. Questo è possibile solo a fronte di una responsabilizzazione dei fondi pensione attraverso un miglioramento dei processi decisionali, delle capacità professionali e delle strutture organizzative, che devono essere coerenti con la complessità e le caratteristiche del portafoglio (aspetti già anticipati dalla Delibera Covip del 16 marzo 2012 e ampiamente trattati al paragrafo 4.3).

La maggiore libertà gestionale deve essere commisurata all'adeguatezza della struttura e della strategia di investimento ed è consentita solo qualora il fondo si avvalga di professionalità e di modelli organizzativi adeguati ai rischi che l'investimento comporta e in grado di proteggere gli interessi degli iscritti.

Il passaggio ad un approccio di tipo qualitativo in grado di valorizzare, e non solo circoscrivere, il ricorso a nuove e diversificate tipologie di investimenti si coniuga col rispetto del principio di diversificazione degli attivi e dei rischi e col contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento. L'investimento in strumenti negoziati nei mercati regolamentati dovrà essere prevalente e, per quanto riguarda le quote di OICR, dovranno essere rispettate una serie di condizioni che assicurino la coerenza dei relativi investimenti con la politica del fondo ed il rispetto dei criteri di prudenza, efficienza e efficacia.

Il nuovo sistema, infatti, è improntato al principio della "persona prudente"⁸⁶, presente anche nella Direttiva EPAP⁸⁷. Tale principio si sostanzia nel controllo della situazione finanziaria: si concretizza, cioè,

fissando requisiti armonizzati per l'attività degli intermediari autorizzati; promuovere l'equità, la trasparenza, l'efficienza e l'integrazione dei mercati finanziari.

⁸⁵ Al riguardo è stato autorevolmente osservato nell'ambito del documento di consultazione del 2007 che ha avviato l'iter di riforma del DM 703/1996 come *"le limitazioni esistenti sulla tipologia di investimenti ammissibili possono ostacolare l'efficienza gestionale, senza necessariamente garantire, d'altro canto, una migliore protezione degli interessi degli aderenti."* I limiti quantitativi non appaiono 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. Tale impostazione lascia in gran parte agli aderenti l'onere di valutare correttamente l'esposizione alle diverse fonti di rischio insite in ogni benchmark e più in generale in ogni linea di investimento.

⁸⁶ Il principio di "prudenza" assume una valenza determinata in un sistema a contribuzione definita nel quale è data possibilità al lavoratore di scegliere tra diverse linee di investimento anche fortemente esposte al rischio di mercato. Il quadro delineato dal legislatore italiano per il secondo pilastro demanda, infatti, al lavoratore la

nell'efficienza della gestione intesa come contenimento dei costi e ottimizzazione della combinazione redditività-rischio e nel controllo di tutti i rischi cui è esposto il fondo pensione nell'amministrazione delle risorse, identificando nel contempo le relative responsabilità.

Uno degli aspetti fondamentali del nuovo decreto consiste proprio nell'adozione di un modello minimo che consenta il monitoraggio e il controllo del rischio, anche mediante il ricorso ad uno o più parametri di riferimento che siano coerenti con gli obiettivi e i criteri della politica di investimento.⁸⁸

Attualmente, l'obbligo di prevedere un parametro si concretizza spesso nell'adozione di un benchmark composto da indici di mercato, non compatibile con tutti i tipi di gestione disponibili. L'indicazione del parametro potrebbe essere mantenuta per le gestioni con le quali essa è compatibile, mentre, per altre gestioni, potrebbe essere sostituito dall'indicazione degli scenari probabilistici di rendimento atteso, unitamente all'adozione di appropriati strumenti di monitoraggio del rischio. Un esempio è costituito dal **Value at Risk (VaR)**, che sempre più spazio sta trovando nell'ambito dei sistemi di vigilanza degli intermediari bancari e assicurativi. Il VaR dovrebbe essere differenziato per ciascun comparto, secondo una struttura naturalmente coerente con i diversi livelli di rischio. Si possono sollevare obiezioni sull'adeguatezza del VaR, che tipicamente è calcolato con riferimento a un orizzonte temporale massimo di un anno, piuttosto che per investimenti di lunghissimo periodo quali quelli di natura previdenziale. Tale parametro potrebbe trovare tuttavia utile applicazione anche nell'orientare l'allocazione del portafoglio finanziario di un fondo pensione: il VaR a un anno darebbe un'indicazione trasparente, sintetica, comprensibile e confrontabile sul livello di rischiosità dell'investimento, che sarebbe di supporto agli interessati nel compiere le loro scelte.

Al di là di questo esempio, la definizione dell'insieme di metodi di misura del rischio, effettuato dalla Covip, deve essere allineata alla best practice internazionale. Questo tipo di approccio regolamentare contempera in modo efficace le esigenze di tutela degli aderenti e di apertura all'innovazione.

Spetta sempre all'autorità di vigilanza il non facile compito di individuare limiti più stringenti o meno a seconda delle condizioni economico-patrimoniali e organizzative del fondo e della capacità di effettuare un controllo e un monitoraggio efficaci.

La minore presenza di vincoli è, dunque, strettamente correlata al grado di responsabilizzazione dei soggetti deputati all'amministrazione e alle gestioni del patrimonio.

Per quanto riguarda i conflitti di interesse, la nuova disciplina si ispira ai principi dettati dalla Direttiva MIFID, superando l'impostazione della normativa attualmente vigente, incentrata esclusivamente su obblighi informativi e di trasparenza. Fermo restando l'importanza del dovere di trasparenza, viene richiesto ai fondi pensione di adottare adeguate misure organizzative volte alla prevenzione, alla gestione e al controllo dei conflitti di interesse, onde evitare che gli stessi incidano negativamente sugli interessi degli aderenti. Tale politica di gestione dei conflitti di interesse, adeguata alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta dal fondo, dovrà essere esplicitata in apposito documento da trasmettere all'autorità di vigilanza.

Il nuovo schema, infine, ha espressamente previsto il richiamo, prima solo implicito, all'art. 2391 del codice civile in presenza di ipotesi di conflitto di interesse in capo agli organi direttivi e di amministrazione dei fondi pensione.

A sintesi di quanto finora presentato, sono di seguito esposte le principali differenze che emergono dalla lettura parallela dei due decreti.

responsabilità di assumere consapevolmente le decisioni concernenti il profilo rischio-rendimento nell'impiego dei propri risparmi previdenziali, salvo il caso di conferimento tacito del TFR, destinato per legge al comparto che garantisca la restituzione del capitale. Pertanto, il lavoratore potrebbe selezionare un'allocazione del portafoglio molto esposta alle diverse tipologie dei rischi.

⁸⁷ Art. 18 "Norme relative agli investimenti".

⁸⁸ Art. 3, comma 5, D.M. 166/2014 con riferimento all'art. 6, comma 5-quater, del D.Lgs. 252/2005

TABELLA 13 - D.M. 166/2014 E D.M. 703/1996 A CONFRONTO

| D.M. 703/1996 | D.M. 166/2014 | Principali differenze |
|--|---|--|
| Art. 1 (Definizioni) | Art. 1 (Definizioni) | All'art. 1 del nuovo 703 sono inserite le definizioni di tutte quelle tipologie di investimento e di normative posteriori all'emanazione del D.M. 703/96. |
| | Art. 2 (Ambito di applicazione) | Il nuovo articolato del decreto prevede a differenza del precedente una parte specifica relativa all'ambito di applicazione della normativa. Al comma 1 , il decreto stabilisce che il documento si applica a tutte le forme pensionistiche iscritte all'albo Covip (salvo le esclusioni previste dall'art. 1, commi 2 e 3 del Dlgs 252/2005) ⁸⁹ . |
| Art. 2 (Criteri di gestione) | Art. 3 (Criteri di gestione, strutture organizzative e procedure) | Comma 1: dalla comparazione del primo comma dell'articolo relativo ai criteri di gestione emerge come non vi sia un riferimento esplicito alla massimizzazione dei rendimenti, ma si faccia riferimento ad una efficiente gestione mirata ad ottimizzare i risultati sempre con attenzione al contenimento dei costi. Inoltre si evidenzia la necessità di ottimizzare la combinazione redditività-rischio attraverso la scelta degli strumenti migliori per qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio, in coerenza con la politica d'investimento adottata; Comma 3: particolare attenzione viene posta alle procedure ed alle strutture organizzative, professionali e tecniche, adeguate ai rischi, alle modalità di gestione ed alla percentuali di investimenti in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati. Devono inoltre essere correlati i processi e le strategie di investimento e le politiche di controllo e monitoraggio. Il Fondo verifica regolarmente l'adeguatezza della struttura. Comma 5: il Fondo verifica i risultati della gestione per mezzo di parametri individuati nel documento sulla politica di investimento. Comma 8: se i fondi pensione prevedono diversi comparti, i limiti e i criteri stabiliti nel D.Lgs. 252/2005 e nel presente decreto si applicano a ciascun comparto. I limiti di cui all'articolo 6, comma 13, lettera a), sono riferiti al complesso delle disponibilità dei fondi pensione. E' stato eliminato il comma 4 del precedente Decreto, il quale prevedeva che nella gestione il fondo deve tener conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese ⁹⁰ . |
| Art. 3 (Investimenti e | Art. 4 (Investimenti e | Comma 1: il primo comma differisce dal precedente in quanto prescrive, più genericamente, possibilità di |

⁸⁹ Le disposizioni di cui agli artt. 4 e 5 del DM 166/2014 non si applicano ai PIP e ai fondi pensione preesistenti che gestiscono le attività mediante la stipula di contratti assicurativi di cui ai rami vita I, III, V.

⁹⁰ Il vincolo di tenere conto delle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese, contenuto nel D.M. 703/1996, non risultava in linea con la direttiva EPAP e con il decreto legislativo 252/2005. Inoltre si poneva il rischio di un'eccessiva esposizione in strumenti finanziari emessi da PMI. La scelta di non riportare tale riferimento nel DM 166/2014 va interpretata come la volontà di non introdurre un vincolo espresso (non richiesto, tra l'altro, dalla normativa comunitaria), sebbene la possibilità di investire in strumenti emessi dalle PMI rimanga una possibilità percorribile per i fondi pensione e compatibile (nel rispetto delle limitazioni di natura quantitativa) con le regole in materia di investimento delle risorse previdenziali.

| | | |
|---|---|---|
| operazioni consentiti) | operazioni consentiti) | investimento in strumenti finanziari, OICR, depositi bancari e mezzi di pagamento. Comma 2: nel nuovo comma è inserita in maniera generica la possibilità di investire in derivati con controparti di primaria affidabilità solamente per finalità di riduzione del rischio. I derivati devono inoltre essere stipulati secondo standard definiti dall'ISDA. |
| Art. 4 (Limiti agli investimenti) Art. 5 (Limiti ai contratti derivati) | Art. 5⁹¹ (Limiti agli investimenti) | Comma 1: non risulta più il limite alla liquidità entro il 20 % del patrimonio. E' specificato che il portafoglio deve essere investito in maniera prevalente in strumenti negoziati in mercati regolamentati, mentre è posto il limite del 30% per gli investimenti non negoziati sempre nei mercati regolamentati. In precedenza il limite era del 50%. Comma 2: sono rivisti i limiti di concentrazione: non è consentito effettuare investimenti oltre il 5% del patrimonio in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto o del 10% nel caso i soggetti appartengano allo stesso gruppo. Comma 3: i limiti predetti non valgono per strumenti garantiti da Paesi UE, OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico cui aderiscono Paesi dell'UE. Comma 4: per l'investimento in OICR il Fondo deve adeguatamente motivare la propria scelta in relazione alle proprie caratteristiche ed alla politica di investimento, evitando una concentrazione di rischio ed un aggravio di costi. L'investimento in fondi chiusi e alternativi deve essere contenuto entro il 20% del patrimonio del fondo pensione e del 25% del fondo chiuso. Vi è la possibilità di investimento in OICR comunitari ed extracomunitari non armonizzati solo se autorizzati in Italia e in presenza di accordi tra le Autorità dei paesi emittenti e l'Italia. |
| Art. 6 (Gestione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale) | Art. 6 (Gestione garantita) | N.P. |
| Art. 7 (Conflitti di interesse relativi ad investimenti nell'ambito dei rapporti di gruppo) | Art. 7 (I conflitti di interesse nei fondi pensione dotati di soggettività giuridica) Art. 8 (I conflitti di interesse nei fondi pensione privi di soggettività) | Art. 7: l'attenzione è focalizzata sulla responsabilità degli organi interni al fondo, mentre nel precedente articolato erano presi in considerazione i conflitti di interesse derivanti dai gestori. È ribaltata l'ottica di controllo: sono gli organi interni del fondo che devono provvedere a prevenire, gestire e controllare eventuali situazioni di conflitto di interesse tramite adeguate misure organizzative. Nel caso non risultino sufficienti le misure adottate alla tutela degli aderenti, i fondi devono comunicarlo agli aderenti stessi. |

⁹¹ È qui evidente il cambio di prospettiva introdotto dal DM 166/2014. Perseguendo l'obiettivo dichiarato di garantire una maggiore flessibilità e semplificazione seppur nel rispetto dei limiti della prudente gestione del fondo pensione, il nuovo D.M. fa venir meno molte delle precedenti restrizioni ora sostituite da vincoli di natura qualitativa (ad esempio è previsto che il fondo pensione debba investire in misura prevalente in strumenti finanziari e che presentino un basso grado di rischio, prediligendo gli emittenti di Paesi a minor rischio).

| | | |
|--|------------------------------------|--|
| | Giuridica) | Art. 8: si riferisce ai Fondi aperti ed ai PiP. |
| Art. 8 (Altre situazioni rilevanti ai fini del conflitto di interesse) | Art. 9 (Incompatibilità) | Art. 9: Vi è incompatibilità tra la funzione di amministrazione, direzione e controllo del fondo con quelle corrispettive dei gestori e della banca depositaria (“vecchio” comma 4 art. 8). |

Fonte: a cura dell'autore.

5. LA VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE DEI FONDI PENSIONE

Il processo di valutazione delle performance costituisce uno step essenziale per determinare la bontà delle scelte d'investimento effettuate dalla gestione del fondo pensione. Tale fase ha due ambiti di applicazione: il primo relativo alla valutazione del gestore da parte degli organi del fondo, il secondo riguardante la valutazione del gestore e degli organi del fondo da parte dell'aderente.

Il processo di misurazione e valutazione delle performance è finalizzato a valutare la capacità del gestore ad agire effettivamente nell'interesse degli iscritti e, se affiancato da opportuni meccanismi di incentivazione - sanzione, consente di creare ex-ante uno stimolo a operare in tal senso e far prelevare sul mercato i gestori più capaci.

La valutazione delle performance è ottenuta tramite il confronto con il benchmark stabilito, tenuto conto degli opportuni accorgimenti necessari a garantire un confronto significativo anche con altri gestori; in tal senso difatti:

- occorre considerare il rischio sopportato, grazie a una misura di valutazione delle performance corretta per il rischio e che risulti coerente con gli obiettivi del fondo pensione;
- la valutazione deve essere condotta su un orizzonte temporale adeguato che, nel caso di un fondo pensione, significa considerare un periodo pluriennale, in linea con gli obiettivi di lungo termine degli investimenti; il problema si collega alla circostanza che, se il portafoglio è valutato in tempi troppo ravvicinati, il gestore può essere indotto a realizzare un'asset allocation speculativa che garantisce risultati positivi nel breve periodo a danno delle redditività di lungo termine ovvero ad attuare strategie di window dressing, modificando la composizione del portafoglio in relazione ai momenti in cui viene eseguita la rilevazione;
- deve essere garantita la parità di condizioni, sia nel confronto con il benchmark, sia con gli altri gestori.

5.1. IL RUOLO DEL BENCHMARK NELLA VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE

L'identificazione del benchmark è di fondamentale rilevanza per i fondi pensione, non solo perché costituisce uno strumento utile a una comunicazione chiara e oggettiva degli obiettivi tra intermediario e aderente, ma soprattutto perché si rileva un efficace strumento di analisi dell'operato del gestore.⁹² Mentre, come descritto nel primo capitolo, nei fondi chiusi la scelta del benchmark è affidata al CdA del fondo, nei fondi aperti spetta al gestore definire i parametri per la verifica dei risultati di gestione.

Le società che istituiscono fondi pensione aperti devono, per ogni singolo comparto, procedere all'indicazione di benchmark aventi caratteristiche richieste dalla Covip e inserirli nei prospetti informativi da consegnare agli aderenti. La commissione di vigilanza⁹³ ha stabilito i requisiti che tali benchmark devono possedere, validi anche per i fondi chiusi; essi sono:

⁹² Esiste tuttavia un altro rendimento con cui effettuare il raffronto verso le performance ottenute, vale a dire il rendimento del Tfr, che rappresenta il costo-opportunità dell'adesione al fondo. Qualora la gestione del fondo scendesse al di sotto del tasso di rivalutazione del Tfr, i lavoratori potrebbero non trovare conveniente aderire alla previdenza complementare.

⁹³ Con Deliberazione 30 dicembre 1998 "Disposizioni in materia di parametri oggettivi di riferimento per la verifica dei risultati della gestione dei fondi pensione".

- coerenza con la politica d'investimento stabilita dallo statuto o dal regolamento;
- rappresentatività, nel senso che il parametro deve indicare le effettive opportunità d'investimento disponibili sul mercato;
- trasparenza nelle regole di calcolo e facilità di accesso ai dati relativi all'andamento del benchmark;
- oggettività, vale adire che gli indicatori devono essere di comune utilizzo, diffusi e prodotti da soggetti esterni al gestore.

La valutazione delle performance del gestore di un fondo pensione negoziale è un compito estremamente rilevante ed è svolto dal Consiglio di Amministrazione. Il processo deve essere impostato in modo che, in primo luogo, i gestori siano incentivati a una corretta gestione da svolgere nell'interesse degli aderenti e, in secondo luogo, al fine di creare concorrenza tra i gestori allo scopo di premiare effettivamente i migliori.

Questi scopi possono essere raggiunti individuando un benchmark in linea con il processo di asset allocation, utilizzando criteri di valutazione oggettivi e conosciuti dal gestore, e adottando meccanismi di premio o "punizione" da adottare a seguito della valutazione. Definito il benchmark avente le caratteristiche sopra elencate, il CdA deve chiarire al gestore quali comportamenti può seguire e quali no, per esempio fissando dei vincoli agli scarti consentiti tra il rendimento del fondo e quello del benchmark (vedi doc. bando). Detti vincoli, però, non possono essere troppo stringenti, altrimenti si impedirebbe al gestore di effettuare attività di selectivity o di market timing quando queste riflettono le scelte ottimali di mercato in un dato momento. Naturalmente occorre sempre definire il possibile allontanamento dal profilo rischio-rendimento prefissato. Dunque, la definizione di una misura sintetica, oggettiva e controllabile dal gestore, incentiva lo stesso ad agire correttamente.

La valutazione delle performance da parte degli aderenti, sia nel caso dei fondi aperti dove il soggetto valutato è il gestore, sia nel caso dei fondi pensione chiusi nel rapporto aderente - organi del fondo, presenta alcune difficoltà.

I singoli lavoratori non possiedono sicuramente le nozioni di gestione finanziaria che ha invece l'organo di amministrazione, così come non dispongono dello stesso numero di informazioni. Inoltre, l'aderente non può imporre al gestore il proprio benchmark, ma dovrà scegliere uno di quelli proposti con le diverse linee di investimento.

Tuttavia, tale strumento permette al risparmiatore di effettuare scelte più consapevoli e coerenti con il proprio profilo rischio-rendimento.

Il **benchmark** si pone pertanto come punto di riferimento per il cliente, in quanto:

- permette di misurare oggettivamente la qualità della gestione;
- consente di confrontare il prodotto con strumenti finanziari affini;
- sintetizza il profilo rischio-rendimento del prodotto, determinando il rischio tipico del mercato in cui il gestore investe;
- informa sullo stile di gestione seguito dall'intermediario.

Esso rappresenta un punto di riferimento anche per il gestore; infatti:

- permette di definire quantitativamente gli obiettivi della gestione;
- identifica il suo compito, vale adire ottimizzare l'investimento rispetto al benchmark ;
- consente di monitorare continuamente la qualità della gestione, permettendo una tempestiva correzione degli errori.

Grazie alla definizione di un parametro di valutazione chiaro e condiviso, l'asset allocation del capitale può essere condotta in modo più efficace, rafforzando il rapporto di fiducia tra investitore e gestore. Comunicare il benchmark alla clientela significa, quindi, offrire un servizio qualitativamente efficiente, a patto che il parametro scelto sia misurabile e facilmente reperibile dall'investitore. Risulta, quindi, chiaro l'incentivo che muove l'intermediario finanziario nel proporre un benchmark coerente e definito, che consenta al risparmiatore di valutare le caratteristiche finanziarie del prodotto offerto.

Tuttavia, nel giudicare l'attività dei singoli gestori, attraverso il raffronto tra performance ottenuta e performance di riferimento, devono essere considerati alcuni fattori, che influiscono sul processo di valutazione e ne aumentano la complessità. In particolare l'utente deve tenere in considerazione:

- l'orizzonte temporale di riferimento: al fine di effettuare un confronto che risulti significativo, la valutazione deve avvenire sul medio-lungo periodo in quanto, su periodo infra-annuali, le differenze di rendimento potrebbero essere dovuti a componenti puramente stocastiche⁹⁴.
- il fatto che il benchmark è un portafoglio teorico che non sopporta i costi operativi⁹⁵ che gravano sul fondo; inoltre l'andamento del parametro è al netto dell'imposizione fiscale, mentre le quote dei fondi sono calcolate al netto dell'aliquote: questo insieme di costi reali contribuisce a deprimere il valore della quota del fondo che, per definizione, è un valore netto.
- la ponderazione: nelle gestioni patrimoniali, per garantire un confronto tra grandezze omogenee, il gestore dovrebbe ponderare il parametro in relazione ai flussi d'investimento e disinvestimento effettuati dai clienti nel periodo di riferimento;
- lo stile di gestione seguito dal manager: nel caso il fondo adotti una gestione passiva, il portafoglio dovrebbe avere una composizione uguale a quella del benchmark. Questa soluzione presenta il vantaggio potenziale di consentire la definizione preventiva del livello di rischio assunto dal gestore, coerentemente con le preferenze espresse dagli investitori. Se, invece, il gestore adotta una politica di portafoglio attiva, il benchmark consente di valutare la performance prodotta in termini relativi, cioè attraverso il confronto tra portafoglio reale e fittizio in termini di rischio –rendimento.
- la necessaria flessibilità di cui ha bisogno il gestore per mutuare prontamente la composizione del portafoglio, anche allontanandosi dal benchmark, al fine di cogliere le migliori opportunità o ridurre i rischi, in base alla maggiore o minore volatilità dei mercati.

⁹⁴ È nel medio-lungo periodo che si rilevano le differenze dovute a particolari strategie di gestione adottate dal gestore. Si rileva di estrema importanza definire un opportuno periodo di confronto per valutare le attività finanziarie e tale scelta deve in funzione della rischiosità dell'investimento.

⁹⁵ I costi di gestione rappresentano un aggravio per il risparmiatore e comprendono diverse tipologie di commissioni che contribuiscono a far divergere la struttura del portafoglio detenuto dal fondo da quella del benchmark.

5.2. LE MISURE DI PERFORMANCE

Lo scopo del presente capitolo è illustrare i principali strumenti che gli studi in materia finanziaria hanno fornito agli investitori istituzionali per la valutazione dei prodotti finanziari. Tali misure consentono non solo di quantificare il rendimento e il rischio ma anche di confrontare tra loro strumenti finanziari diversi, ottenendo, una classificazione basata su criteri di efficienza.

Sono di seguito esposte le più importanti misure per la valutazione della performance che troveranno applicazione, nel capitolo successivo, nel campo dei fondi pensione.

5.2.1. LE MISURE DI RENDIMENTO E DI RISCHIO

Per esprimere concetti di natura qualitativa in misure capaci di portare ad una valutazione obbiettiva è necessario passare attraverso la traduzione delle due principali variabili di un qualsiasi investimento: il rischio ed il rendimento.

LE MISURE DI RENDIMENTO

Con riguardo ai criteri per la valutazione del rendimento, in letteratura, è unanimemente accettato l'utilizzo del criterio della **media**. Nel caso in esame si farà riferimento ai prezzi delle quote (il c.d. **Nav**⁹⁶) del fondo pensione in un determinato intervallo di tempo. In presenza di un intervallo uni-periodale che va da T_0 a T_1 il rendimento sarà semplicemente calcolato nel seguente modo:

$$R = \frac{V_f - V_i}{V_i} \quad (5.2.1)$$

Dove con V_f indica il valore finale della quota mentre con V_i il valore iniziale. Se si divide tale intervallo in n sottointervalli di pari ampiezza è possibile utilizzare come unità di misura la media.

Secondo il metodo di calcolo, la media può essere aritmetica, la quale esprime un rendimento di natura semplice, o geometrica, che a sua volta esprime un rendimento di natura composta.

LE MISURE DI RISCHIO

La ricerca di adeguati strumenti per fornire una dimensione all'aleatorietà che caratterizza un investimento finanziario ha condotto a diverse misure. In tal modo è possibile quantificare l'incertezza, tramutandola in un preciso valore che possa facilmente prestarsi a confronti. Fra tutte, la varianza è certamente la misura più importante e più utilizzata, per esprimere il concetto di rischio. Altri parametri utilizzati sono la Half – Variance, il Downside Risk, il Value at Risk e l'Expected Shortfall.

LA VARIANZA

La **varianza** è una misura che quantifica la dispersione di una distribuzione rispetto alla sua media. In altri termini, applicandone il concetto all'argomento in questione, misura di quanto il rendimento del fondo pensione si discosti dal rendimento medio. Maggiore è il suo valore, maggiore sarà il rischio associato all'investimento analizzato, in quanto rifletterà incertezza e volatilità. Al contrario, valori bassi rifletteranno un rischio minore. La varianza è calcolata nel seguente modo in cui R_m indica il rendimento medio e R_i è il rendimento riferito all' i -esimo periodo. n , invece, indica il numero di periodi considerati.

⁹⁶ Net Asset Value, calcolato suddividendo il valore di tutti i beni, titoli e liquidità presenti nel portafoglio del fondo per il numero di quote in circolazione.

$$Var = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - R_m)^2 \quad (5.2.2)$$

Limite di questa misura è considerare rischiosi anche gli scostamenti positivi dalla media, che in un investimento rappresentano un elemento positivo poiché riflettono un rendimento superiore alla media. Proprio da questa considerazione è stata ideata la misura che prende il nome di **Half-Variance**, calcolata come segue:

$$HV = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n [\text{Min}(R_i - R_m, 0)]^2 \quad (5.2.3)$$

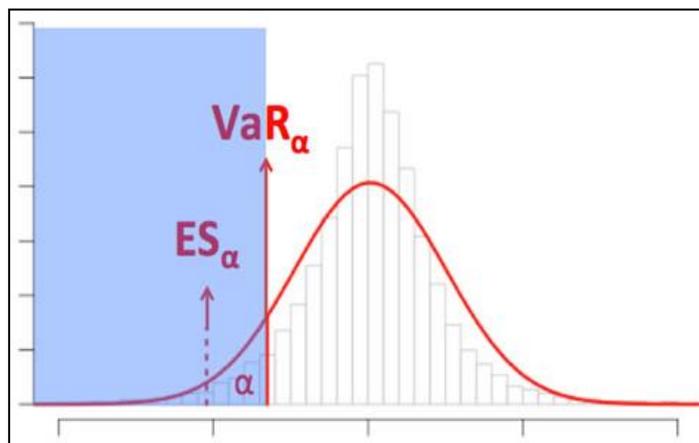
in cui R_i rappresenta il rendimento del portafoglio nell'i-esimo periodo e R_m il rendimento medio. Come si può notare, la formula è limitata superiormente, dato che l'ipotesi di base è che gli investitori siano avversi alle perdite ma non ai guadagni. Partendo da questo presupposto, e inserendo nella precedente formula un fattore che rappresenti il livello di remunerazione considerato dall'investitore il livello minimo accettabile (spesso indicato con l'acronimo **MAR**⁹⁷), è possibile ottenere un'ulteriore misura di rischio (il c.d. **Downside Risk**). Definito nella seguente maniera:

$$DSR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n [\text{Min}(R_i - k, k)]^2 \quad (5.2.4)$$

VALUE AT RISK ED EXPECTED SHORTFALL

Il Value at Risk livello di α (VaR_α) è la perdita massima nella quale l'investitore può incorrere con probabilità pari almeno ad α .

FIGURA 5 - RAPPRESENTAZIONE DEL VAR E DELL' E.S IN UNA DISTRIBUZIONE NORMALE



Negli investimenti finanziari il **VaR** indica la misura del rischio rispetto al capitale investito, ossia qual'è, in un determinato arco di tempo (c.d. **holding period**) e secondo un livello predefinito di probabilità (livello di confidenza, solitamente molto elevato, 95% o 99%), la perdita massima percentuale che, nel caso in esame, l'aderente al fondo può subire.

Il VaR è un indicatore di rischio molto utilizzato dagli operatori finanziari e dagli analisti, anche perché consente di confrontare il rischio di prodotti finanziari molto diversi tra loro.⁹⁸

⁹⁷ Minimum Acceptable Return.

⁹⁸ La Consob, nella Comunicazione n. 5076376 del 17 novembre 2005, rispondendo a un quesito in merito alla possibilità di indicare una misura di rischio in luogo del parametro oggettivo di riferimento nel contratto di gestione individuale, ha precisato che laddove non è possibile specificare un benchmark, è possibile ricorrere a una misura

Tuttavia il VAR non rappresenta la migliore soluzione possibile per descrivere con un'unica cifra il rischio associato ad un investimento, in quanto non fornisce una stima dell'ampiezza delle perdite in quegli scenari in cui la soglia del VaR è superata. Nasce quindi l'esigenza di trovare una misura alternativa che sia coerente anche nel caso di distribuzioni non normali.

La grandezza proposta per tener conto di questo problema è l'**Expected Shortfall**⁹⁹, una misura sub-additiva del rischio che descrive quanto le perdite sono ampie, in media, quando esse eccedono il livello del VaR. Essa misura la media degli α risultati peggiori che si possono ottenere da un investimento, dove α è da intendersi come percentuale (o, meglio, percentile). In altri termini, mentre il VaR risponde alla domanda "Quanto male possono andare le cose?", l'E.S. risponde alla domanda "Se le cose vanno male, quanto ci aspettiamo di perdere?". Esso rappresenta la perdita attesa nell'orizzonte temporale di riferimento condizionata al fatto che ci si trova nella coda delle distribuzioni a sinistra del $(100 - \alpha)$ percentile.

IL CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Il Capital Asset Price Model (**CAPM**) è un modello teorico di equilibrio che deriva dalla diretta applicazione degli studi di Treynor (1961) e Sharpe (1964).

Il risultato del CAPM è una relazione esplicita fra il rendimento atteso di un'attività rischiosa (o di un dato portafoglio di attività) ed il portafoglio di mercato. Nello specifico, il rendimento atteso delle attività rischiose è dato da un coefficiente di rischio sistemico (rischio non diversificabile) detto β , che esprime la loro correlazione con il portafoglio di mercato. Questo coefficiente è assunto come misura per il rischio anche in ottica di portafoglio, sostituendo così la varianza. Il CAPM interpreta il rendimento delle attività rischiose attraverso un unico fattore di rischio, il rendimento del portafoglio di mercato. Il β è il coefficiente associato a questo fattore di rischio ed è calcolato come:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (5.2.5)$$

in cui $Cov(R_i, R_m)$ indica la covarianza fra il rendimento dell' i -esima attività ed il rendimento del mercato mentre $Var(R_m)$ indica la varianza del portafoglio di mercato.

Il CAPM individua, quindi, la seguente relazione:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] \quad (5.2.6)$$

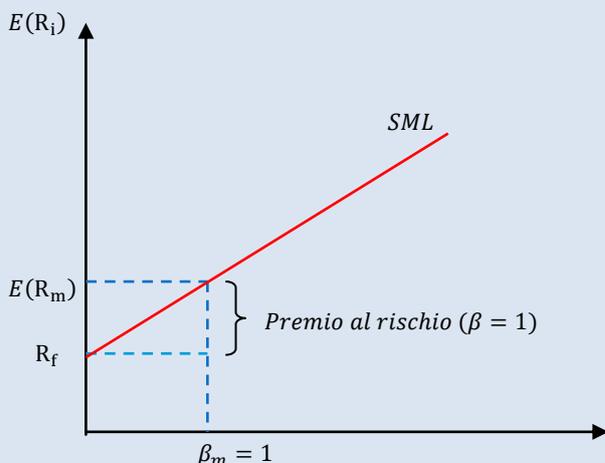
nella quale R_f rappresenta il tasso privo di rischio. Dalla differenza fra il rendimento di mercato e il tasso privo di rischio otteniamo il premio atteso della generica attività rischiosa. Dividendo quest'ultimo per σ_m si ottiene il "prezzo del rischio", la cui formula è sotto riportata.

$$P_r = \frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \quad (5.2.7)$$

del VaR o di sue varianti, da intendersi come massima perdita potenziale del portafoglio stimata in un determinato holding period con un livello di probabilità predefinito.

⁹⁹ Questa misura di rischio, nota anche come "VaR condizionato" (C-VaR) o "tail loss" è stata proposta da ARTZNER, P. DELBAEN, F. EBER, J. -M- e HEATH, D. "Coherent Measures of Risk", *Mathematical Finance*, (1999). Questi autori hanno definito le proprietà che dovrebbero essere soddisfatte dalle misure di rischio e hanno dimostrato che la misura più comune VaR non le soddisfa tutte.

La relazione fornita dal CAPM individua la Security Market Line (SML) evidenziata in rosso in figura.



La figura indica la relazione di equilibrio fra rendimento e rischio espressa dal modello. L'intercetta è data dal tasso privo di rischio mentre la pendenza della retta è espressione del premio per il rischio di mercato. Il β rappresenta la parte di rischio definita sistematica, cioè non diversificabile. Il modello del CAPM descrive una relazione attraverso un rischio che non è possibile eliminare, nemmeno con un'adeguata diversificazione, in quanto l'investitore deve obbligatoriamente assumere una parte (quantificata dal β^{100}) del rischio di mercato. La remunerazione di questo rischio è data dal premio al rischio della generica attività ($R_m - R_f$).

Il CAPM si basa sulle seguenti sei assunzioni:

- 1) gli agenti economici sono avversi al rischio e massimizzatori di profitto;
- 2) è possibile prendere a prestito o investire qualsiasi somma di denaro al tasso di interesse privo di rischio;
- 3) sono assenti costi di transazione e gravami fiscali;
- 4) i titoli sono infinitamente divisibili;
- 5) le decisioni di investimento sono determinate con riguardo ai momenti di primo e secondo ordine dei rendimenti (media e varianza);
- 6) gli investitori hanno aspettative omogenee, in particolare riguardo ai momenti di primo e secondo ordine dei rendimenti.

5.2.2. LE PRINCIPALI MISURE DI PERFORMANCE AGGIUSTATE PER IL RISCHIO

Nel presente paragrafo sono trattate le principali **misure di performance aggiustate per il rischio**, nate e sviluppatesi grazie agli studi di Treynor e Sharpe a metà degli anni sessanta.

Il loro utilizzo è ampiamente diffuso fra gli investitori grazie alla loro semplicità ed immediatezza. La loro applicazione permette un confronto oggettivo fra performance, considerando il rendimento, il rischio e, in alcune misure, anche i costi affrontati dall'investitore.

In base alla presenza o meno del benchmark nella computazione, le misure di performance corrette per il rischio si possono suddividere in **assolute** o **relative**.

¹⁰⁰ Si noti che il valore del β rappresenta una stima ex-ante. Per avere una stima ex-post è necessario osservare i rendimenti realizzati dall'attività i-esima e dal portafoglio scelto come approssimazione di quello di mercato su di un dato intervallo di tempo. In particolare, rispettando le assunzioni sottostanti al CAPM, è possibile definire il β attraverso una regressione lineare, ricorrendo al metodo dei minimi quadrati.

5.2.2.1. LE MISURE DI PERFORMANCE ASSOLUTE

L'INDICE DI SHARPE

L'**indice di Sharpe** è una delle misure di performance aggiustata per il rischio maggiormente utilizzata e rappresenta una diretta continuazione gli studi dello stesso autore sul CAPM¹⁰¹.

L'indice di Sharpe è dato dalla seguente formula:

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (5.2.2.1)$$

In cui la differenza fra R_i e R_f rappresenta il rendimento in eccesso, mentre σ_i rappresenta la deviazione standard dell'attività i -esima, data dalla radice della sua varianza. Si tratta, quindi, di una misura di trade-off fra rischio e rendimento, che rappresenta l'ammontare di rendimento in eccesso per unità di rischio. Questo criterio porta necessariamente ad una scelta tra fondi, individuando il migliore, ponendosi in un piano totalmente diverso rispetto ad alcune soluzioni di ottimizzazione di portafoglio, quali, ad esempio, il criterio di Markowitz.

Il vantaggio che si ha nell'applicare questa misura del rendimento è che si tratta di una misura corretta per il rischio assoluto del fondo. Non essendovi alcuna dipendenza tra la significatività della misura e il grado di correlazione tra rendimento del fondo e rendimento di mercato, è possibile impiegarla in comparazioni tra rendimenti del fondo e rendimenti medi di categoria.

L'indice di Sharpe può essere strutturato anche per valutare l'efficienza con riguardo ad un determinato benchmark. Sostituendo, infatti, il parametro relativo al rendimento offerto dalle attività prive di rischio con quello relativo al rendimento di un benchmark di riferimento, otteniamo il rendimento in eccesso rispetto a quest'ultimo. Questa quantità viene poi divisa per la deviazione standard, definendo una misura avente lo stesso principio di quella originale ma con un diverso riferimento. La misura è calcolata nel seguente modo:

$$S_{(b)} = \frac{R_i - R_b}{\sigma_i} \quad (5.2.2.2)$$

L'INDICE DI TREYNOR

L'**indice di Treynor** è stato definito dallo stesso autore nel 1966. Anche questa misura deriva direttamente dagli studi sul CAPM.

La sua struttura è simile a quella vista per l'indice di Sharpe; si tratta di un'altra misura di rendimento per unità di rischio, ma in questo caso è utilizzato il rischio sistemico β_i in sostituzione alla deviazione standard. L'indice di Treynor è definito in questo modo:

$$T_i = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (5.2.2.3)$$

Questo indice è utile solo nel caso si detenga una parte del portafoglio di mercato. Ci si trova, quindi, in presenza di portafogli ben diversificati. Il β in questo risulta un indicatore di rischio particolarmente appropriato. Le criticità affiorano in presenza di portafogli con β negativi o scarsamente diversificati.

¹⁰¹ La misura è stata utilizzata per la prima volta nello studio MUTUAL FUND PERFORMANCE nel 1966.

Nel primo caso un $\beta \leq 0$ comporterebbe l'inapplicabilità della misura di Treynor. Infatti, se il rendimento in eccesso (la parte al numeratore) fosse negativa, dividendo tale quantità per un'altra quantità negativa si otterrebbe un indicatore positivo, fuori dalla logica dell'indice stesso. Ciò potrebbe condurre a scegliere un fondo con rendimento negativo. Al contrario, un rendimento in eccesso positivo ed un β negativo darebbero luogo ad una misura con segno negativo, anche in presenza di alti rendimenti, portando, ancora una volta, ad una scelta errata.

Per quanto riguarda la carenza di diversificazione, l'indice di Treynor cattura solamente la parte di rischio sistemico, ma non è in grado di valutare l'impatto della componente residuale di rischio, quella, cioè, dovuta ad una carenza di diversificazione.

L'ALPHA DI JENSEN E IL CONCETTO DI EXTRA-RENDIMENTO

Nel 1967 Jensen, implementando gli studi del CAPM, sviluppò il proprio modello, comunemente indicato come Alpha di Jensen. L'autore, infatti, pur utilizzando la struttura propria del CAPM cercò di superare alcune rigidità alla base di quest'ultimo; in particolar modo ammettendo la possibilità che il rendimento del fondo potesse essere influenzato anche dall'abilità del gestore di condurre una gestione attiva, anticipando i prezzi futuri delle attività.

La misura studiata da Jensen, quindi, rientra fra le misure di performance aggiustata per il rischio ed è particolarmente adatta per la valutazione delle gestioni attive¹⁰². Si ricordi che una gestione attiva comporta la possibilità che il portafoglio differisca sensibilmente rispetto quello di mercato.

Per stimare i parametri si specificherà un modello di regressione di questo tipo:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \epsilon_p \quad (5.2.2.4)$$

in cui ai termini già presentanti nella descrizione del CAPM, si aggiunge il parametro α che esprime il contributo della gestione attiva (o extra-rendimento rispetto al mercato). Questo coefficiente graficamente esprime l'intercetta della regressione. Se positivo, significa che la gestione attiva ha realmente dato luogo ad un extrarendimento rispetto a quello ottenibile investendo direttamente nel portafoglio di mercato. Se negativo, invece, esprime l'esatto contrario; in questo caso sarebbe stato più saggio investire nel portafoglio di mercato.

L'INDICE DI SORTINO

L'**indice di Sortino** esprime il trade-off tra rendimento in eccesso del fondo e la misura di downside risk ed è definito in questo modo:

$$S_i = \frac{R_i - R_{MAR}}{DSR} \quad (5.2.2.4)$$

Dove:

$$DSR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n [\text{Min}(R_i - MAR, MAR)]^2 \quad (5.2.2.5)$$

Come riportato ad inizio paragrafo il concetto di rischio varia da investitore ad investitore. Se si domanda a degli investitori comuni cosa intendano per rischio questi ci indicherebbero la possibilità di

¹⁰² Lo stesso Jensen definisce in questi termini l'utilità della sua misura: "Così, la nostra misura di performance può essere legittimamente confrontata fra fondi con differenti livelli di rischio e attraverso periodi di tempo differenti, a prescindere dalle condizioni economiche e di mercato". Cfr, Jensen, 1967.

avere rendimenti negativi, in quanto rendimenti molto alti (positivi) non vengono considerati affatto come una fonte di rischio. Altri, finanziariamente più consapevoli, indicherebbero come fonte di rischio la possibilità che l'investimento dia rendimenti al di sotto di una certa soglia, variabile da soggetto a soggetto. Questa soglia, quantitativamente, viene espressa dal concetto di **MAR**.

Proprio da queste considerazioni nasce la teoria alla base del concetto di downside risk e dello stesso indice di Sortino. Questa misura rappresenta una netta discontinuità d'ipotesi dall'indice di Sharpe. Adottando questa quantità, infatti, Sortino, a differenza di Sharpe, elimina l'ipotesi che i rendimenti si distribuiscano normalmente, giacché considera solamente la coda destra della distribuzione di probabilità.

5.2.2.2. LE MISURE DI PERFORMANCE RELATIVE

IL TRACKING ERROR

Il **Tracking Error** misura la distanza fra il rendimento di un portafoglio ed il suo benchmark, come definito nella formula sottostante.

$$TE_i = R_i - R_b \quad (5.2.2.2)$$

È uno strumento ampiamente utilizzato nella valutazione della performance sia dei fondi a gestione passiva che a gestione attiva. Questa misura è influenzata da due fattori:

- l'aggressività del gestore;
- il metodo di annualizzazione prescelto.

Con riguardo al primo punto, se si considera il rendimento del fondo come una funzione lineare degli scostamenti tra i pesi delle singole asset class nel portafoglio gestito e nel benchmark, allora tanto maggiori saranno tali scostamenti tanto più il comportamento del fondo sarà aggressivo. Pertanto il **TE** risulta una misura di performance dipendente dal comportamento del singolo gestore.

Per esplicitare il secondo punto è necessario definire la dispersione del **TE** espressa nella sua deviazione standard:

$$TEV = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (TE_i - \overline{TE})^2} \quad (5.2.2.3)$$

Nella pratica, infatti, la **Tracking Error volatility** viene annualizzata nel modo seguente:

$$TEV_{Ann} = \sqrt{n} TEV \quad (5.2.2.4)$$

dove **n** è il numero di periodi per anno. Utilizzando tale metodo si assume che la deviazione standard aumenti con la radice del tempo. Tale assunzione è ammissibile se e solo se le **TE_i** sono tra loro serialmente indipendenti. In caso contrario **TEV_{Ann}** è una stima distorta della deviazione standard annualizzata.

L'INFORMATION RATIO

L'**Information Ratio** è una misura di rendimento aggiustato per il rischio messa a punto da Thomas H. Goodwin nel 1998. Questo indice esprime l'extra-rendimento medio rispetto al benchmark per unità di volatilità dell'extra-rendimento stesso ed è espresso nella seguente formulazione:

$$IR = \frac{TE}{TEV} \quad (5.2.2.5)$$

L'information Ratio è particolarmente utile per testare le abilità dei fondi impegnati nella gestione attiva, giacché utilizza come parametro di confronto il rendimento del benchmark di riferimento del fondo stesso. Di qui, assumerà notevole importanza la scelta del benchmark.

Un benchmark non del tutto appropriato porterà a misure prive di significato, che saranno causa di scelte errate perché il rendimento in eccesso e la relativa deviazione standard non saranno specificate correttamente, finendo col sovrastimare o sottostimare la misura. La misura in parola, come le altre viste sino ad ora, esprime un diretto concetto di efficienza. Più alto sarà l'indice, maggiore saranno i benefici che ne ricaverà l'investitore.

6. PERFORMANCE E RISCHI DEI FONDI PENSIONE APERTI ITALIANI: UN'INDAGINE EMPIRICA

In questo capitolo, si applicano i concetti finora esposti al fine di ottenere una concreta valutazione delle performance dei fondi pensione attraverso l'utilizzo delle più note misure di performance, adattate al prolungato orizzonte temporale d'investimento e alle peculiari caratteristiche degli aderenti. Nell'analisi è posta particolare enfasi al confronto tra le alternative d'investimento a disposizione del lavoratore.

La parte computazionale è stata demandata a un programma dedicato al fine di ottimizzare il processo di valutazione e applicare innovativi modelli di simulazione per la stima del montante previdenziale

L'analisi empirica si sofferma sul mercato dei fondi pensione aperti¹⁰³ e considera un campione costituito da 95 fondi.

6.1. PROCESSO

Operazione preliminare del processo consiste nella raccolta, dal Database **MoneyMate**¹⁰⁴ e dai siti web delle società di gestione coinvolte, dei dati sui valori dei NAV dei fondi pensione aperti a cadenza mensile dal giugno 2000 al giugno 2014.

Sono considerati sette comparti d'investimento: azionario, bilanciato azionario, bilanciato, bilanciato obbligazionario, obbligazionario, monetario e flessibile.

I NAV mensili dei fondi, appartenenti al comparto oggetto di analisi, sono importati nel software statistico R¹⁰⁵, al fine di calcolare i rendimenti e la loro volatilità per il periodo prescelto. Si assume inizialmente tutto il periodo campionario e in seguito sono eseguite indagini su dei sottocampioni.

Si procede quindi ad un'analisi descrittiva che ha come obiettivo la produzione di sintesi grafica per l'utilizzatore finale ossia l'aderente al fondo; vengono creati grafici rappresentanti i rendimenti dei prodotti finanziari nel tempo, per evidenziare periodi di crisi o espansione, e le misure di rendimento aggiustate per il rischio. L'utente può accedere, in modo interattivo, a queste informazioni che gli consentono una maggior flessibilità sia nella valutazione degli strumenti finanziari, sia nella scelta degli orizzonti di investimento.

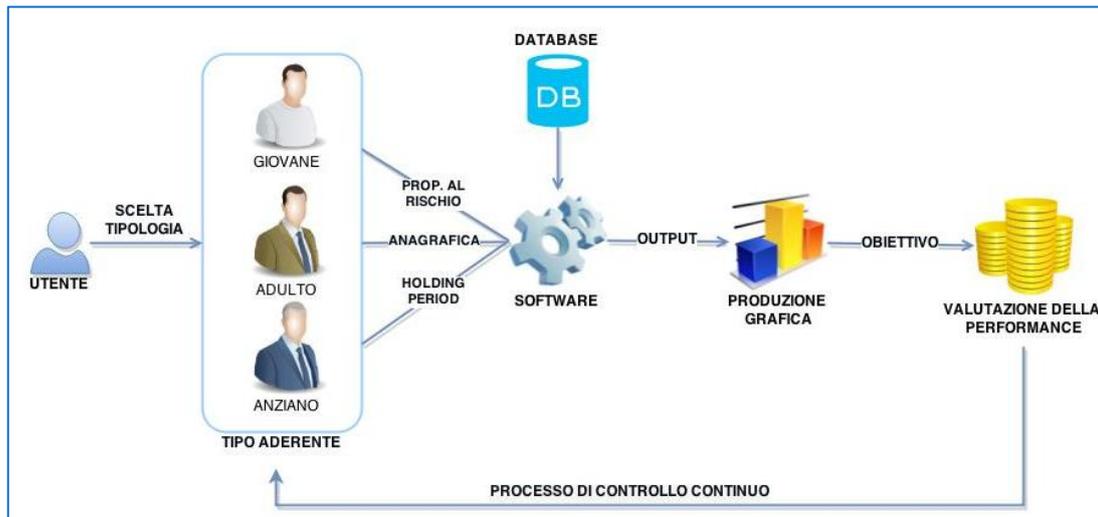
Viene poi fatto un passo in più nell'analisi ovvero la creazione di diversi scenari di investimento e la simulazione dei possibili andamenti futuri degli stessi. Lo scopo è valutare quali possono essere le evoluzioni del montante nel tempo e darne una distribuzione di probabilità. Tale analisi, attraverso specifici calcoli attuariali, consente di fornire all'utente una stima della sua pensione complementare. L'aderente, data la sempre minor quota derivante dal primo pilastro della previdenza, può dunque prendere consapevolezza del grado di copertura offerto dalle forme complementari su base individuale a contribuzione definita. Di seguito viene schematizzato il processo appena descritto.

¹⁰³ L'analisi si limita ai soli fondi pensione aperti essenzialmente per due motivi: la possibilità di adesione su base individuale/collettiva e la disponibilità di serie storiche mensili afferenti il valore delle quote (il valore della quota è calcolato mensilmente l'ultimo giorno lavorativo del mese e pubblicato sul sito del gestore). Contrariamente ai fondi pensione negoziali, inoltre, posso aderire ai fondi pensione aperti tutti coloro che, indipendentemente dalla situazione lavorativa (lavoratore dipendente o autonomo/libero professionista), intendano costruirsi una rendita integrativa della pensione di base.

¹⁰⁴ R è un ambiente di sviluppo basato sul linguaggio di programmazione S, per la gestione e l'analisi statistica di dati e la produzione di grafici, disponibile gratuitamente sotto i vincoli della GPL (General PublicLicence).

¹⁰⁵ **MoneyMate® Investment Data Management** è tra i più importanti provider internazionali di prodotti e soluzioni per il supporto decisionale nell'ambito dei processi di investimento e ha una leadership riconosciuta nella gestione dei dati, in particolare sull'universo del Risparmio Gestito.

FIGURA 6 - FLOW DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE



Fonte: a cura dell'autore.

6.2. VINCOLI E ASSUNZIONI

Sono di seguito riportate le principali assunzioni su cui si basa la presente analisi:

1. Le linee di investimento dei fondi pensione aperti sono classificate, secondo il modello di classificazione dei prodotti di risparmio gestito elaborato da Assogestioni¹⁰⁶, in sette categorie ognuna delle quali si caratterizza per una percentuale minima e/o massima di titoli azionari detenibili in portafoglio:
 - Azionari: azioni in portafoglio per almeno il 70%;
 - Bilanciati Azionari: azioni in portafoglio comprese tra 50% e 90%;
 - Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra 30% e 70%;
 - Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra 0% e 50%;
 - Obbligazionari: nessun investimento azionario, duration minima di portafoglio pari a 1 anno;
 - Monetari: nessun investimento azionario, duration massima di portafoglio pari a 2 anni;
 - Flessibili: azioni in portafoglio da 0% a 100% come da regolamento del fondo.
2. Si assume la normalità dei rendimenti dei fondi pensione considerati sebbene essi siano generalmente leptocurtici¹⁰⁷.
3. I coefficienti mensili di rivalutazione per il Trattamento di fine rapporto sono ricavati, come previsto dall'articolo 2120 del codice civile, sommando il 75% dell'aumento del costo della vita

¹⁰⁶ Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio e rappresenta la maggior parte delle società di gestione del risparmio italiane e straniere operanti nel nostro Paese, oltre a banche e imprese di assicurazione attive nella gestione individuale e collettiva del risparmio.

¹⁰⁷ Le distribuzioni empiriche presentano cioè delle code più alte. Ciò significa che i rendimenti particolarmente elevati, positivi o negativi, sono più frequenti nella realtà di quanto ritenuto con l'approssimazione normale. Ciò è particolarmente evidente per i rendimenti giornalieri e tende invece a diminuire con l'aggregazione temporale per il teorema centrale del limite. La caratteristica della leptocurtosi è legata al fatto che ampie variazioni dei rendimenti tendono ad essere seguite da ampie variazioni e piccole variazioni da piccole, a prescindere dal segno delle variazioni medesime. Questo comportamento, che vale soprattutto per i titoli azionari, significa che le variazioni di prezzo tendono a non essere indipendenti nel tempo, ma sono caratterizzate dall'alternarsi di periodi di stabilità e periodi più variabili.

per gli operai e gli impiegati (F.O.I) accertato dall'ISTAT nel mese in esame rispetto al mese di dicembre dell'anno precedente, e un tasso fisso pari all'1,5% su base annua.

4. Il VaR ed Expected Shortfall sono proiettati su base mensile ed hanno un intervallo di confidenza di default pari al 95%.
5. Sono esclusi dall'analisi i fondi pensione caratterizzati da serie storiche il cui orizzonte temporale sia inferiore a 14 anni, in modo da garantire la massima omogeneità nelle valutazioni.
6. Nella valutazione dei fondi sono utilizzati come benchmark di riferimento, oltre al tasso di rivalutazione del TFR, i seguenti indici:
 - "Ftse Mib¹⁰⁸" per i comparti azionario, bilanciato azionario e flessibile;
 - "EuroMTS Investment Grade Eurozone Government Bond 15+Y¹⁰⁹" per i comparti bilanciato, bilanciato obbligazionario e obbligazionario;
 - "EuroMTS Eonia Investable¹¹⁰" per il comparto monetario.
7. Nel calcolo della pensione complementare dell'aderente si assume che sia rispettato il vincolo di anzianità contributiva minima.
8. Nella simulazione del montante previdenziale, si assume un unico investimento al tempo 0 di un capitale pari a 100.
9. Per la stima della pensione complementare sono mantenute le ipotesi di calcolo fissate dalla Covip riguardanti le condizioni per il coefficiente di trasformazione in rendita (base demografica IPS55, tasso tecnico 0%).

6.3. DATABASE DI RIFERIMENTO

Il database sorgente è il risultato dalla combinazione tra la banca dati di MoneyMate® e i Nav pubblicati mensilmente nei siti internet dei principali gestori di fondi pensione aperti.

6.4. MATRICE INPUT- OUTPUT DELLE FUNZIONALITÀ/REQUISITI

Viene di seguito elencata la mappatura delle funzionalità perseguite dalla presente analisi e dei requisiti necessari per il loro raggiungimento, esplicitando gli input e gli output ad essi collegati.

| Funzionalità | Requisiti | Input | Output |
|--|---|--|--|
| F1 - Valutazione delle performance dei FPA | Req1 - Calcolo delle misure di performance e confronto con il benchmark | Impliciti: <ul style="list-style-type: none"> • calcolo del tasso di rivalutazione del Tfr; • scelta del benchmark del comparto. Espliciti: <ul style="list-style-type: none"> • selezione del comparto; • selezione dell' | Calcolo: <ul style="list-style-type: none"> • rendimenti annualizzati; • rendimenti cumulati; • indice di Sharpe modificato; • Value at Risk; • Expected Shortfall. |

¹⁰⁸ "Ftse Mib" è il principale indice di benchmark dei mercati azionari italiani. Questo indice, che coglie circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna, è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata nei diversi settori ICB in Italia.

¹⁰⁹ L'indice "EuroMTS Investment Grade Eurozone Government Bond 15+Y" è rappresentativo dei titoli di Stato di tipo Investment Grade più importanti e maggiormente negoziati nella zona Euro nel segmento delle scadenze superiori a 15 anni.

¹¹⁰ L'indice "EuroMTS Eonia Investable" rappresenta l'andamento di un deposito fruttifero di interessi al tasso overnight offerto dal mercato interbancario.

| | | | |
|--|--|--|--|
| | | holding period. | |
| F2- Stima della distribuzione di probabilità del montante previdenziale finale | Req2 - Simulazione dell'andamento derivante dall'investimento in FPA | <p>Impliciti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • calcolo della media storica dei rendimenti; • calcolo della volatilità storica. <p>Espliciti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • scelta del fondo di riferimento; • scelta dell'holding period. | <ul style="list-style-type: none"> • Distribuzione di probabilità risultante dal metodo Monte Carlo; • Distribuzione di probabilità risultante dal metodo GARCH. |
| F3- Calcolo della pensione complementare | Req3 - Simulazione ed evoluzione del montante previdenziale | <p>Impliciti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • tavola di mortalità IPS55; • coefficienti di conversione in rendita. <p>Espliciti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • dati anagrafici; • tasso tecnico. | Conversione in rendita del montante previdenziale |

Fonte: a cura dell'autore.

6.4.1. F1 - VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE DEI FONDI PENSIONE APERTI

L'obiettivo perseguito, in questa prima parte dell'indagine empirica, è quello di sviluppare una valutazione comparativa dei profili di rischio e rendimento delle opzioni d'investimento ad oggi offerte ai lavoratori dalla previdenza complementare sotto forma di fondi pensione aperti.

Si parte dalla constatazione che, mentre le quote di Tfr accumulate presso il datore di lavoro o presso il fondo INPS, confluiscono in una sorta di portafoglio risk-free, che beneficia solo della rivalutazione correlata con il tasso dell'inflazione, quelle investite in un fondo pensione confluiscono in un portafoglio rischioso, la cui aleatorietà dipende dal comparto di investimento selezionato e dalla capacità del gestore del fondo.

6.4.1.1. REQ1 - CALCOLO DELLE MISURE DI PERFORMANCE E CONFRONTO CON IL BENCHMARK

Il modello di valutazione, applicato a un campione di fondi pensione aperti italiani opportunamente selezionati, sviluppa l'analisi dei basilari indicatori di performance e di rischio.

➤ Input

E' data la possibilità all'utente di scegliere il comparto di investimento e impostare l'holding period da utilizzare per la valutazione dei fondi pensione aperti ad esso appartenenti.

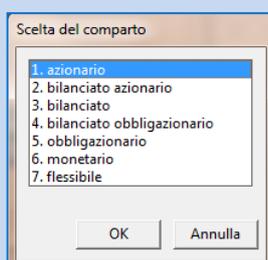


FIGURA 7 - INPUT: SCELTA COMPARTO D'INVESTIMENTO

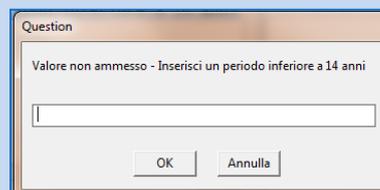


FIGURA 8 - ERRORE: REINSERIMENTO HOLDING PERIOD

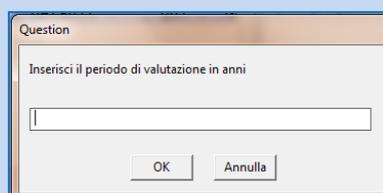


FIGURA 9 - INPUT: SCELTA HOLDING PERIOD

Come raffigurato in Figura 8, è previsto un controllo sul numero di anni inseriti come input al fine di rispettare l'assunzione n. 5.

➤ **Sviluppo**

Sono calcolati e memorizzati in una matrice i rendimenti annualizzati di ogni singolo fondo appartenente al comparto selezionato, in base alla seguente formula:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (6.4.1.1)$$

dove P_t è il NAV mensile del fondo al tempo t.

L'analisi procede con il calcolo dell'indice di Sharpe "modificato" con l'utilizzo del tasso di rivalutazione del Tfr anziché il classico tasso Risk Free¹¹¹:

$$S_{fp} = \frac{(r_{fp} - r_{tfr})}{\sigma_{fp}} \quad (6.4.1.2)$$

dove r_{fp} è il rendimento del fondo e σ_{fp} la sua deviazione standard.

Tale operazione consente una valutazione calibrata della scelta d'investimento che il lavoratore deve fronteggiare sulla base dell'unica alternativa ipotizzata che è il Tfr. Come già esposto in precedenza, l'indice di Sharpe misura il premio per il rischio offerto dal fondo. Se i valori risultanti sono positivi segnalano l'esistenza di un excess-return calibrato rispetto al TFR e quindi una preferibilità del fondo. Viceversa, un valore negativo segnala l'incapacità del fondo di produrre un rendimento superiore al Tfr e quindi di remunerare il corrispondente rischio.

La graduatoria tra i vari fondi, costruita sulla scorta del valore dell'indicatore, consente di evidenziare i fondi preferibili a cui sono associati indicatori più alti. Tuttavia, la valutazione soggettiva rispetto al Tfr non esaurisce la tematica della valutazione più ampia della performance oggettivamente raggiunta dai fondi pensione in relazione al mercato finanziario di riferimento. In tal senso è pertinente effettuare anche una valutazione comparativa della performance del fondo rispetto al benchmark. La valutazione rispetto al benchmark costituisce una stima della capacità del gestore di battere il mercato di riferimento. La stessa valutazione, condotta con riferimento ad un benchmark omogeneo, consente di esprimere un giudizio più approfondito sulle performance dei fondi e diventa particolarmente utile quando dalla prima fase valutativa non dovesse emergere un ampio numero di fondi con excess-return positivo. Vengono quindi calcolati i rendimenti cumulati dei fondi pensione aperti, del Tfr e del benchmark di riferimento del comparto.

$$R_{cum} = \frac{(P_t - P_0)}{P_0} \quad (6.4.1.3)$$

Dove P_t è il NAV mensile al tempo t, P_0 è il prezzo iniziale. Nel caso in esame, i rendimenti cumulati sono calcolati a partire dalla somma dei rendimenti mensili:

$$R_{cum} = \sum_{i=1}^T \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (6.4.1.4)$$

P_t e P_{t-1} sono rispettivamente:

¹¹¹ Nell'ipotesi del CAPM, il tasso risk-free svolge la funzione di definizione del parametro di riferimento che consente agli investitori di valutare in maniera uniforme l'extraprofitto, dato che per ipotesi il risk-free rate è unico. Mutatis mutandis, per l'investitore-lavoratore, che fronteggia un set delle opportunità definibile in base all'offerta dei fondi pensione e del TFR, il tasso di rivalutazione previsto svolge la medesima funzione del risk-free rate del CAPM e non risente di alcuna difficoltà di identificazione essendo, per tutti i lavoratori, univocamente definito.

- nel caso del fondo, il NAV su base mensile;
- nel caso del TFR, la quota di rivalutazione nei periodi t e t-1;
- nel caso del benchmark, il valore dell'indice su base mensile.

La fase si conclude con il calcolo delle misure di rischio:

- VaR, il quantile 5% della distribuzione. Il VaR è espresso in percentuale non avendo una vera e propria esposizione monetaria. Dalla distribuzione dei rendimenti mensili, estratti per il periodo di riferimento, viene calcolato il 5% peggiore, ovvero il quinto percentile della distribuzione stessa.

$$VaR_{\alpha} = R_{\alpha} \quad (6.4.1.5)$$

Dove α è il quantile e R la distribuzione dei rendimenti mensili.

- Expected Shortfall è invece la perdita media oltre a quel 5%.

$$ES_{\alpha}(R) = E(R|R < VaR_{\alpha}) \quad (6.4.1.6)$$

In altri termini, si tratta della media dei rendimenti condizionata al fatto che gli stessi sono inferiori al VaR.

Con riferimento all'ultimo punto, va evidenziata la decisione di abbandonare la volatilità come misura del rischio per sostituirla con una misura più "estrema". La volatilità offre un quadro delle fluttuazioni medie, ma non riesce a fornire una visione dei rischi estremi, ovvero di quella tipologia di rischi che fortemente impatto il risultato/montante finale. L' ES_{α} invece offre una misura dei rischi estremi, poiché misura la perdita media al di sotto del Var. È ciò che determina l'andamento del lato sinistro della distribuzione dei rendimenti, fornendo così una risposta alla domanda "se i mercati si muovessero davvero nella direzione sbagliata, quale potrebbe essere l'entità media delle nostre perdite?".

➤ Output

Sono prodotti i grafici a barre dei rendimenti annualizzati, per evidenziare la performance di ciascun fondo pensione aperto. È incluso nel confronto anche il tasso di rivalutazione annualizzato del Tfr.

Sono prodotti in successione i grafici dei rendimenti cumulati, visualizzabili come grafici di serie storica. In questo caso compare sia il rendimento cumulato del Tfr sia quello del benchmark relativo al comparto di riferimento (riferimento all'assunzione n.6).

Successivamente vengono generati gli indici di Sharpe "modificati" per i soli fondi del comparto al fine di visualizzare il rendimento per unità di rischio.

Sono poi computate le ulteriori misure di rischio VaR e Expected Shortfall, che enfatizzano rispettivamente il quantile 5% della distribuzione e la perdita media oltre tale 5%.

Per tutti i grafici prodotti, ad esclusione di quello afferente i rendimenti cumulati di lungo periodo, i fondi pensione aperti vengono classificati, in ordine decrescente sulla base dei valori ottenuti (es. Sharpe, VaR, etc...). In tal modo si è in grado di fornire all'utente una visione quanto più chiara e intuitiva delle performance e dei rischi associati a ciascuna opportunità d'investimento previdenziale.

6.4.2. F2- STIMA DELLA DISTRIBUZIONE DI PROBABILITÀ DEL MONTANTE PREVIDENZIALE FINALE

Data la sempre maggiore importanza che non sola COVID, ma anche l'EIOPA (l'Autorità di vigilanza europea sulle assicurazioni e sui fondi pensione occupazionali) attribuisce all'informativa agli iscritti, in questa seconda fase si cerca di fornire alcune proiezioni circa le prestazioni che gli iscritti ai fondi pensione possono ragionevolmente attendersi di ricevere al momento del pensionamento. Tali proiezioni, lungi dal rappresentare una promessa, costituiscono una sorta di guida per il lavoratore, incoraggiandolo a tenere sotto controllo il proprio piano pensionistico e ad adottare per tempo le opportune azioni correttive.

6.4.2.1. REQ2 - SIMULAZIONE DELL'ANDAMENTO DERIVANTE DALL'INVESTIMENTO IN FPA

Per simulare l'andamento derivante dall'investimento in fondi pensione aperti sono utilizzati i metodi **Monte Carlo** e **GARCH**. Il primo si basa sull'assunzione di normalità dei rendimenti, mentre il secondo rilassa l'assunzione di omoschedasticità ed assume che i rendimenti abbiano dei periodi di alta volatilità e dei periodi di bassa volatilità.

➤ Input

In questa sezione è permesso all'utente di scegliere direttamente:

- Il fondo pensione aperto da utilizzare per la simulazione;
- il numero di anni da utilizzare per la stima dei parametri della simulazione;
- il numero di periodi futuri da simulare.

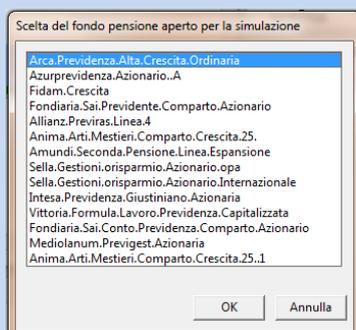


FIGURA 10 - SCELTA FONDO PENSIONE APERTO PER LA SIMULAZIONE

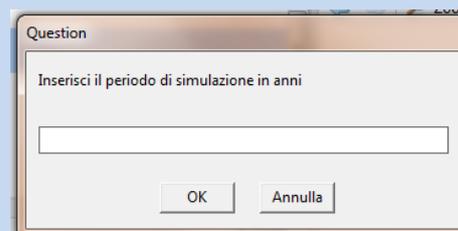


FIGURA 11 - INSERIMENTO DEL PERIODO DI SIMULAZIONE

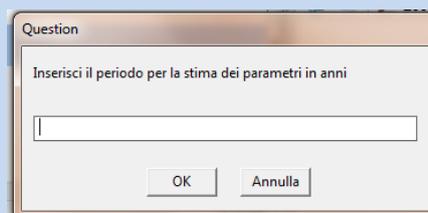


FIGURA 12 - SCELTA PERIODO PER LA STIMA DEI PARAMETRI

Anche in questo caso è previsto il messaggio di allert raffigurato in figura 8, associato al vincolo del numero di anni da utilizzare per la stima dei parametri.

Gli input inseriti sono validi sia per la simulazione con il metodo Monte Carlo sia per quella che fa riferimento al modello GARCH. Con riguardo agli sviluppi sono pertanto percorsi due metodi paralleli ma accumulati dallo stesso obiettivo: la simulazione del montante previdenziale dell'aderente, sotto l'ipotesi forte di investimento iniziale unico e di ammontare pari a 100.

➤ **Sviluppo: distribuzione di probabilità risultante dal metodo Monte Carlo**

L'obiettivo di questa fase di analisi è ricavare la distribuzione della posizione maturata dal lavoratore nei vari anni, dalla quale sarà poi possibile calcolare quella della prestazione attesa. Partendo dalla funzione di probabilità dei rendimenti si calcola la distribuzione del montante analiticamente stimandone i parametri.

In un piano pensionistico, tuttavia, la presenza di una pluralità di versamenti nel tempo rende l'impresa estremamente complessa. Per tale motivo, viene ipotizzato solo un investimento iniziale pari a 100. La tecnica a cui si fa ricorso è quindi quella del campionamento statistico.¹¹²

Sotto il profilo concettuale il funzionamento del **metodo Monte Carlo** è abbastanza semplice. Per simulare la prestazione finale di un piano previdenziale di durata k-ennale si generano, per ogni mese, dei rendimenti fittizi estratti casualmente in base alla funzione di probabilità stimata a partire dai dati storici (media e varianza della distribuzione dei rendimenti del fondo pensione).

L'insieme di k rendimenti, detto traiettoria, fa riferimento a tutta la storia di partecipazione dell'iscritto. Le traiettorie vengono dunque utilizzate, insieme all'ipotesi sulla contribuzione, per calcolare il montante finale. Una volta che si hanno a disposizione i rendimenti, è possibile ovviamente verificare l'impatto sul montante finale.¹¹³

Ad ogni traiettoria corrisponde un montante diverso. A questo punto si ha a disposizione la distribuzione delle prestazioni finali; a partire da questa si possono effettuare le statistiche e le analisi di interesse.

L'impiego delle simulazioni Montecarlo consente di analizzare l'aleatorietà del possibile montante futuro e il quadro risultante può fornire indicazioni preziose e sicuramente non desumibili da un'analisi deterministica.

➤ **Output: distribuzione di probabilità risultante dal metodo Monte Carlo**

La simulazione ottenuta si basa sull'utilizzo del metodo Monte Carlo, che, come sopra descritto, produce una distribuzione normale di parametri, con media pari al rendimento medio storico dei fondi e deviazione standard pari alla deviazione standard storica.

Il risultato della simulazione è la distribuzione di probabilità del montante previdenziale dell'aderente. Essa varierà in base al fondo selezionato, al periodo inserito per la stima dei parametri e all'orizzonte di proiezione prescelto dall'utente. Al fine di aiutare quest'ultimo a comprendere a pieno il grafico del montante finale, sono evidenziate con due linee verticali il montante iniziale, assunto pari a

¹¹² Tale metodo fu formalizzato da John von Neumann e Stanislaw Ulam, che lavoravano entrambi nel laboratorio di Los Alamos, intorno alla metà degli anni 40. Ulam, che aveva un *background* matematico piuttosto esteso, sapeva che esistevano una serie di tecniche di campionamento statistico cadute in disuso per la lunghezza dei calcoli. Quando Ulam si accorse della potenza e della velocità dell'ENIAC, il primo computer elettronico, si rese conto che quelle tecniche potevano essere resuscitate. Ne parlò quindi con von Neumann, il quale intuì la rilevanza dell'idea.

¹¹³ Nel caso in esame, la procedura viene iterata 10.000 volte, al fine di tracciare 10.000 traiettorie della evoluzione del montante previdenziale.

100, ed il montante derivante dalla sola rivalutazione al tasso del Tfr. Viene, inoltre, tracciato un istogramma con la distribuzione ed evidenziate la percentuale di perdita e di valori inferiori al montante del Tfr.

Si sottolinea che la parte computazionale è eseguita tramite l'ausilio del software R e i conseguenti risultati sono elaborati in forma grafica per ottenere degli output facilmente comprensibili al lavoratore.

➤ Sviluppo: distribuzione di probabilità risultante dal metodo GARCH

Dopo aver sperimentato un modello che fa riferimento a distribuzioni con parametri che rimangono costanti nel tempo, in questa fase si passa ad un modello con parametri che cambiano nel tempo. Tra i modelli di questo tipo, uno che ha avuto particolare successo è il cosiddetto modello ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity model). Si tratta di un modello che cerca di tenere esplicitamente conto del fatto che le serie dei rendimenti dei fondi analizzati sono caratterizzate dall'alternarsi di periodi di maggiore stabilità a periodi più variabili. L'ipotesi è che la previsione della varianza possa essere migliorata utilizzando l'informazione contenuta nei valori passati della serie. Per fare questo la varianza (detta condizionale, in quanto dipende dall'informazione passata) viene ipotizzata come funzione degli errori di previsione dei periodi precedenti.

Sebbene la storia dei modelli ARCH sia abbastanza recente, in questi anni di vita la letteratura che li riguarda si è estesa notevolmente, dando origine a innumerevoli varianti, tra cui i modelli **GARCH**. Il modello GARCH (Generalized Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity) si riferisce ai processi per i quali la volatilità non è costante ma variabile nel tempo secondo un processo auto regressivo. Tale modello estende il modello ARCH facendo dipendere la varianza dai suoi ritardi e dai ritardi dell'errore quadratico; in tal modo riesce a catturare varianze che variano "lentamente" usando un numero inferiore di parametri rispetto al modello ARCH. Entrambi i modelli hanno comunque lo scopo di misurare e prevedere la volatilità, mutevole nel tempo, dei rendimenti degli strumenti finanziari.

Anche nell'analisi dei fondi pensione possiamo individuare periodi di alta volatilità e periodi di maggiore stabilità, per cui è appropriato utilizzare la modellizzazione GARCH.

Al fine di stimare i parametri in maniera corretta, nella presente analisi viene inoltre utilizzato il **metodo bootstrap**: sono individuate quattro finestre temporali decennali (2004-2014, 2003-2013, 2002-2012, 2001-2011) per mezzo delle quali vengono stimati i coefficienti di 4 processi GARCH distinti. In particolare, per ogni singola finestra temporale sono stimati i parametri di un modello GARCH (1,1)¹¹⁴. La scelta è dettata dal fatto che la volatilità segue un processo ARMA(1,1) da cui i parametri del modello GARCH. L'utilizzo di quattro finestre temporali è attuata dal fine di garantire che i parametri non siano sensibili a valori anomali. A partire da questi parametri è stata creata una simulazione futura, che comprende le proiezioni dei rendimenti cumulati del fondo pensione selezionato e dell'andamento dell'inflazione.

Un modello GARCH(1,1) è generalmente descritto dalla formula:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 \quad (6.4.2.1)$$

Dove σ_t^2 è la varianza e u è, invece, lo shock di volatilità di un singolo periodo. α_0 è il coefficiente che indica la varianza media (è la costante del modello di regressione), mentre β_1 è il coefficiente che indica il termine auto regressivo nella regressione, ovvero la persistenza della varianza rispetto ai propri ritardi. α_1 , infine, è il coefficiente relativo allo shock di volatilità, ovvero quanto un singolo shock influenza la stima della varianza.

¹¹⁴ La scelta dell'ordine di ritardi (1,1) è dettata dal confronto con altri ordini di ritardi basati sull'indice di Akaike.

Il GARCH(1,1) equivale a un modello ARMA(1,1) sui quadrati, con coefficiente auto regressivo dato da $(\alpha_1 + \beta_1)$.

$$\begin{aligned} u_t^2 &= E(u_t^2 | I_{t-1}) + v_t = \sigma_t^2 + v_t = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \beta_1 (u_{t-1}^2 - v_{t-1}) + v_t \quad (6.4.2.2) \\ &= \alpha_0 + (\alpha_1 + \beta_1) u_{t-1}^2 + v_t - \beta_1 v_{t-1} \end{aligned}$$

Dove I_{t-1} rappresenta l'informazione disponibile fino al tempo $t - 1$, u_t^2 è il vero valore della varianza, mentre σ_t^2 è il valore stimato. v_t rappresenta, invece, il termine di errore nella stima di σ_t^2 . Il modello deve rispettare le seguenti condizioni di stazionarietà:

$$\alpha_0 > 0, \alpha_1 > 0, \beta_1 > 0, (\alpha_1 + \beta_1) < 1 \quad (6.4.2.3)$$

Da cui: $Var(u_t) = \frac{\alpha_0}{1 - \alpha_1 - \beta_1}$ (6.4.2.4)

Per ogni finestra temporale sono stimati il coefficiente α_0 , il coefficiente α_1 ed il coefficiente β_1 . Nella simulazione saranno poi utilizzati i 4 set di parametri, ottenuti da ciascun modello GARCH, con l'obiettivo di rendere la stima più robusta.

➤ **Output: distribuzione di probabilità risultante dal metodo GARCH**

Il risultato finale è dato dai seguenti grafici:

- la serie storica dell'inflazione attesa, simulata attraverso il modello GARCH(1,1);
- le simulazioni delle traiettorie dei rendimenti cumulati del fondo selezionato (sono impostate di default 5.000 traiettorie per ciascuna "rolling window");
- l'istogramma dei montanti finali, risultante dall'unione delle 20.000 traiettorie derivanti da ciascun modello GARCH(1,1), basato sull'assunzione di capitale investito iniziale pari a 100. Sono anche tracciati nell'istogramma i quantili 25% e 75% del Tfr e del fondo al fine di permettere all'utente di giudicare la possibilità di guadagno e le probabilità di perdita.

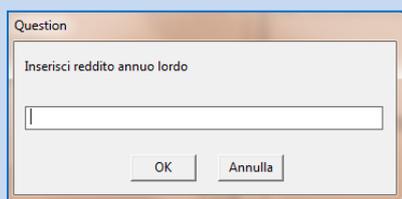
6.4.3. F3- CALCOLO DELLA PENSIONE COMPLEMENTARE

6.4.3.1. REQ3 - SIMULAZIONE ED EVOLUZIONE DEL MONTANTE PREVIDENZIALE

Dopo aver esposto i risultati delle simulazioni ovvero il montante finale, la fase successiva consiste nel passare alla prestazione attesa. Per fare questo è sufficiente dividere tale montante per il cosiddetto “coefficiente di trasformazione”, che si determina sulla base di tavole attuariali che tengono conto dell’aspettativa di vita al momento del pensionamento.

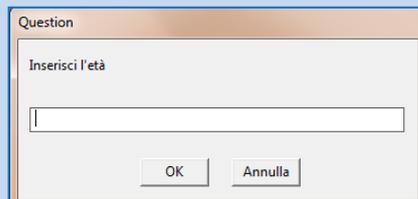
➤ Input:

L’utente fornisce il proprio reddito annuo, la percentuale di reddito che intende versare, il proprio contributo pregresso al fondo, la propria età, il tasso tecnico, il sesso, l’età in cui prevede di andare in pensione. È inoltre prevista la possibilità di scegliere tra un singolo fondo o la media del comparto come base per la simulazione.



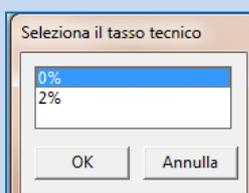
A dialog box titled "Question" with the text "Inserisci reddito annuo lordo" and a single-line text input field. At the bottom are "OK" and "Annulla" buttons.

FIGURA 13 - INSERIMENTO REDDITO ANNUO LORDO



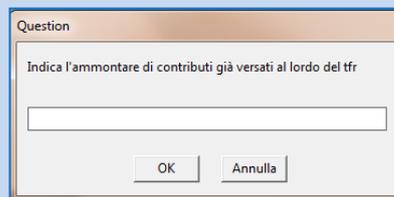
A dialog box titled "Question" with the text "Inserisci l'età" and a single-line text input field. At the bottom are "OK" and "Annulla" buttons.

FIGURA 14 - INSERIMENTO ETÀ ANAGRAFICA IN ANNI



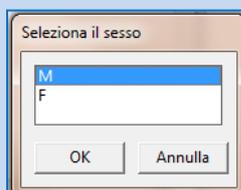
A dialog box titled "Seleziona il tasso tecnico" with a list box containing "0%" and "2%". At the bottom are "OK" and "Annulla" buttons.

FIGURA 15 - SELEZIONE TASSO TECNICO



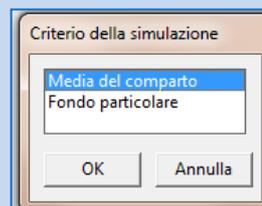
A dialog box titled "Question" with the text "Indica l'ammontare di contributi già versati al lordo del tfr" and a single-line text input field. At the bottom are "OK" and "Annulla" buttons.

FIGURA 16 - INDICAZIONE CONTRIBUTI VERSATI



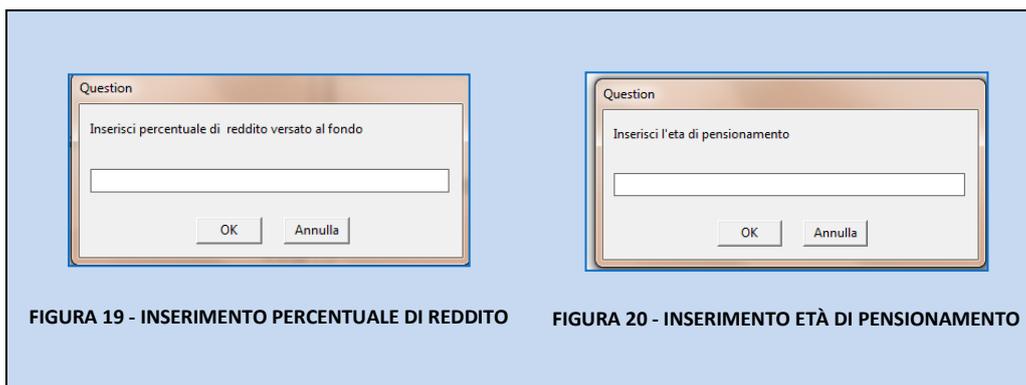
A dialog box titled "Seleziona il sesso" with a list box containing "M" and "F". At the bottom are "OK" and "Annulla" buttons.

FIGURA 17 - INDICAZIONE DEL SESSO



A dialog box titled "Criterio della simulazione" with a list box containing "Media del comparto" and "Fondo particolare". At the bottom are "OK" and "Annulla" buttons.

FIGURA 18 - CRITERIO PER LA SIMULAZIONE



➤ **Sviluppo**

Grazie ai parametri introdotti viene calcolato il montante finale previsto dall'investimento, ottenuto sempre grazie all'utilizzo del metodo Monte Carlo. Questo montante viene, in seguito, tramutato in rendita attraverso i coefficienti di conversione basati sulla tavola di mortalità IPS₅₅.

$$Rendita = \frac{M_t}{conv_t}$$

Dove M_t è il montante al tempo t, mentre $conv_t$ è il valore della tavola di conversione calcolato come $a_{n|i}$ (valore attuale di una rendita perpetua a partire dall'età di pensionamento).

➤ **Output**

Risultato finale è il diagramma a barre che rappresenta il rapporto tra reddito mensile, pensione complementare percepita e quota derivante dal conferimento del Tfr alla forma pensionistica.

6.5. ANALISI DEI RISULTATI

Al fine di arrivare a una chiara esposizione dei risultati ottenuti, risulta opportuno definire una duplice classificazione. La prima classificazione è impostata a livello di linea d'investimento e porta a identificare i seguenti macrocomparti:

- **comparto a rischio basso:** l'obiettivo che si intende perseguire con tale gestione consiste nel proteggere il capitale investito dal rischio di oscillazioni di valore;
- **comparto a rischio medio:** si propone di garantire la conservazione del patrimonio, conseguire rendimenti in linea con l'andamento dei tassi del mercato obbligazionario e ottenere una certa rivalutazione del capitale per effetto degli investimenti azionari;
- **comparto a rischio elevato:** il comparto intende garantire una consistente crescita del patrimonio accumulato.

Ogni lavoratore sceglie il portafoglio d'investimento e dunque il profilo di rischio che ritiene maggiormente compatibile con le sue aspettative. La seconda classificazione è quindi funzionale alla definizione di tre profili di lavoratore/aderente:

- **aderente giovane:** si tratta di un lavoratore di età compresa tra i 20 e i 35 anni. La sua scelta è orientata alle linee più rischiose: l'obiettivo è massimizzare il valore del risparmio previdenziale e dei rendimenti ottenuti dal suo impiego, avendo a disposizione un arco temporale molto lungo per compensare gli effetti di volatilità delle attività finanziarie;
- **aderente adulto:** si tratta di un lavoratore con età compresa tra i 35 e i 50 anni. Il comparto a rischio medio rappresenta in tal caso la soluzione più coerente;
- **aderente anziano:** è un soggetto prossimo al pensionamento che si pone come obiettivo la semplice conservazione del capitale accumulato, aderendo a linee d'investimento che comportino il minor rischio.

6.6. ACRONIMI E ABBREVIAZIONI

| Voce | Descrizione |
|-------|---|
| ES | Expected Shorfall |
| VaR | Value at Risk |
| HP | Holding Period |
| TFR | Trattamento di fine rapporto |
| GARCH | AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity model |
| FPA | Fondo Pensione Aperto |

6.6.1. SCENARIO 1: ADERENTE GIOVANE – COMPARTO A RISCHIO ELEVATO

Le giovani generazioni, le più interessate dal calo del tasso di sostituzione, devono prendere coscienza dei propri bisogni previdenziali e quindi pretendere soluzioni che consentano di affrontare efficacemente i rischi finanziari a cui sono sottoposti. Tale affermazione è ancor più valida con riferimento ai fondi pensione a contribuzione definita caratterizzati da un trasferimento di rischi importanti a carico del lavoratore.

Come anticipato, tale tipologia di aderente si caratterizza per un'elevata propensione al rischio dato il lungo orizzonte temporale di riferimento. Egli investirà con ogni probabilità nel comparto azionario: il periodo contributivo è molto lungo e la teoria finanziaria ci insegna che di fronte ad un orizzonte d'investimento minimo di 40 anni lo strumento che permette di difendere il potere d'acquisto e incrementare il capitale accantonato è rappresentato da titoli azionari.

Vengono ora esposti i vari strumenti di valutazione forniti all'utente per effettuare paragoni tra vari fondi. Il primo metro di giudizio è il confronto tra il rendimento annualizzato dei fondi e del Tfr.

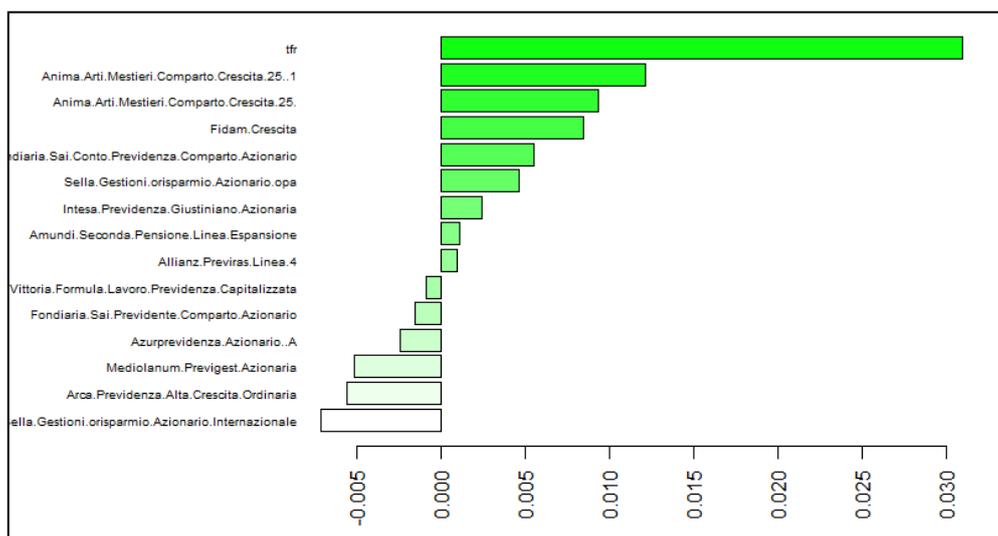


FIGURA 21 - COMPARTO AZIONARIO: RENDIMENTO ANNUALIZZATO A 14 ANNI

Il grafico rappresenta i rendimenti annualizzati calcolati su una base di 14 anni. Com'è possibile notare, il TFR si caratterizza per il massimo rendimento. Il motivo è che i fondi risentono delle due profonde crisi (2001-3 e 2007-9), mentre il TFR, essendo agganciato solamente all'inflazione, non ha risentito di tale criticità. Per gli ultimi 5 anni, invece, la situazione è opposta, essendo il TFR la meno performante delle alternative. Questo è dovuto principalmente al fatto il tasso d'inflazione è diminuito fino ad arrivare ai minimi storici, mentre i rendimenti azionari sono cresciuti molto nell'ultimo periodo di valutazione.

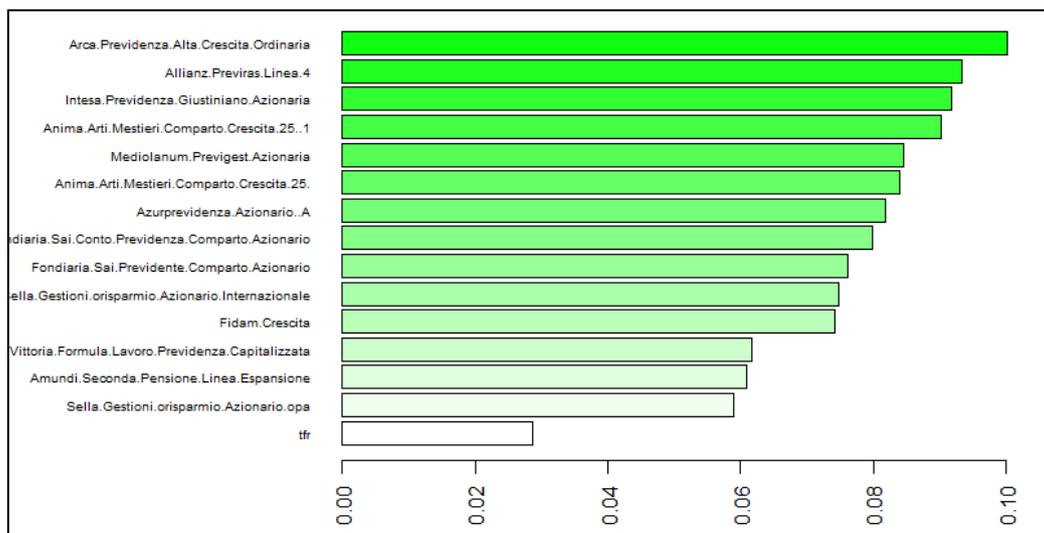


FIGURA 22 - COMPARTO AZIONARIO: RENDIMENTO ANNUALIZZATO A 5 ANNI

Per avere una visione complessiva degli andamenti dei fondi pensione aperti appartenenti al comparto azionario, si produce il grafico dei rendimenti cumulati a 14 anni.

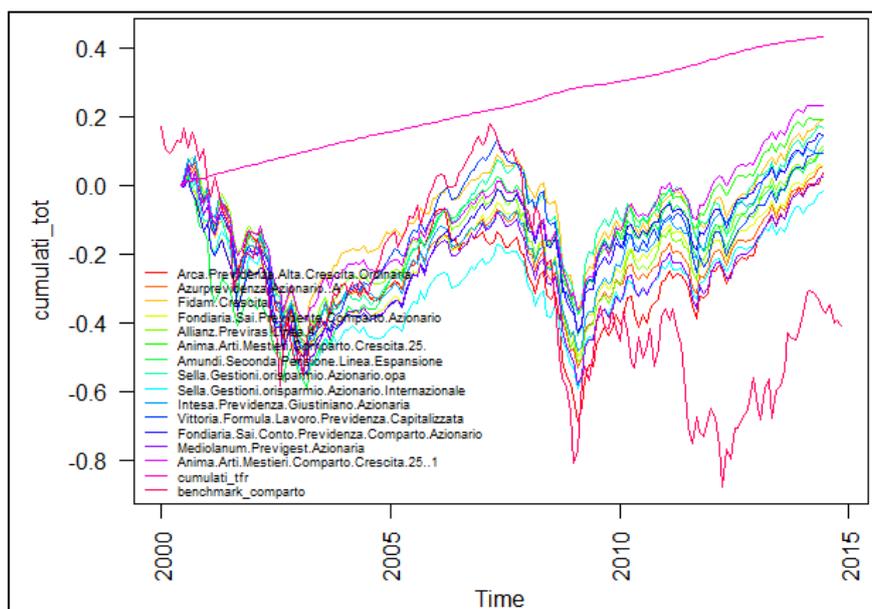


FIGURA 23 - COMPARTO AZIONARIO: RENDIMENTI CUMULATI A 14 ANNI

Il grafico evidenzia le forti cadute, da parte di tutti i fondi, negli intervalli temporali 2001- 03 e del 2007-09. In particolare, è il contagio trasmesso dalla recente crisi del credito a indurre un forte shock degli investimenti nel sistema pensionistico. A causa della forte esposizione ai mercati mobiliari globali, in particolare a quelli azionari, i fondi pensione aperti italiani hanno riportato gravi perdite di valore all'apice della crisi. La nota rilevante è che tali perdite sono ricadute direttamente sui beneficiari. L'aumento della disoccupazione, inoltre, ha ulteriormente ridotto il volume di risparmi a fini previdenziali, con negative ripercussioni sulle rendite pensionistiche. Fortunatamente, a partire dal 2009, è iniziato il recupero e la ripresa del mercato azionario è stata d'aiuto per gli investitori nei fondi pensione a contribuzione definita.

Negli ultimi 5 anni si nota, anche a livello grafico, una forte crescita. Anche il benchmark utilizzato si pone al di sotto dei rendimenti cumulati dei singoli fondi, mentre quello associato al Tfr è stabilmente al di sopra.

L'indagine empirica continua con il calcolo dell'indice di Sharpe, il quale fornisce una misura del rendimento per unità di rischio. Nel grafico sotto riportato è rappresentato il rendimento in eccesso ottenuto grazie alla maggiore volatilità accettata con l'investimento in un fondo rischioso.

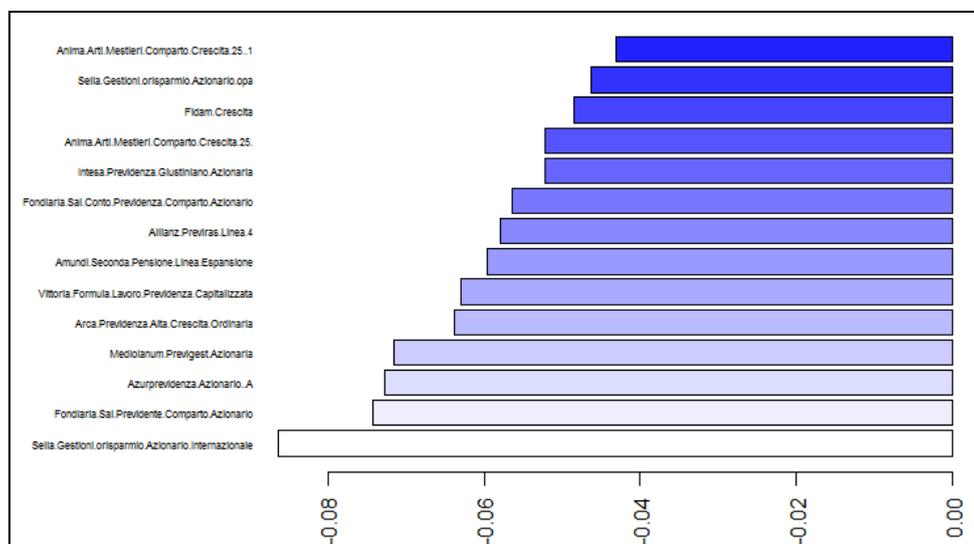


FIGURA 24 - COMPARTO AZIONARIO: INDICE DI SHARPE "MODIFICATO" A 14 ANNI

Nel caso la valutazione sia impostata a 14 anni, tutti gli indici Sharpe "modificati" risultano negativi. Questo evidenzia come il rendimento dei fondi esaminati sia stato molto inferiore a quello del risk-free (il tasso di rivalutazione del TFR). La situazione cambia sostanzialmente se guardiamo ai soli ultimi 5 anni, confermando ulteriormente il radicale cambiamento che comporta la variazione della finestra di analisi e giustificando l'utilizzo di più finestre temporali per la stima dei parametri del successivo modello GARCH.

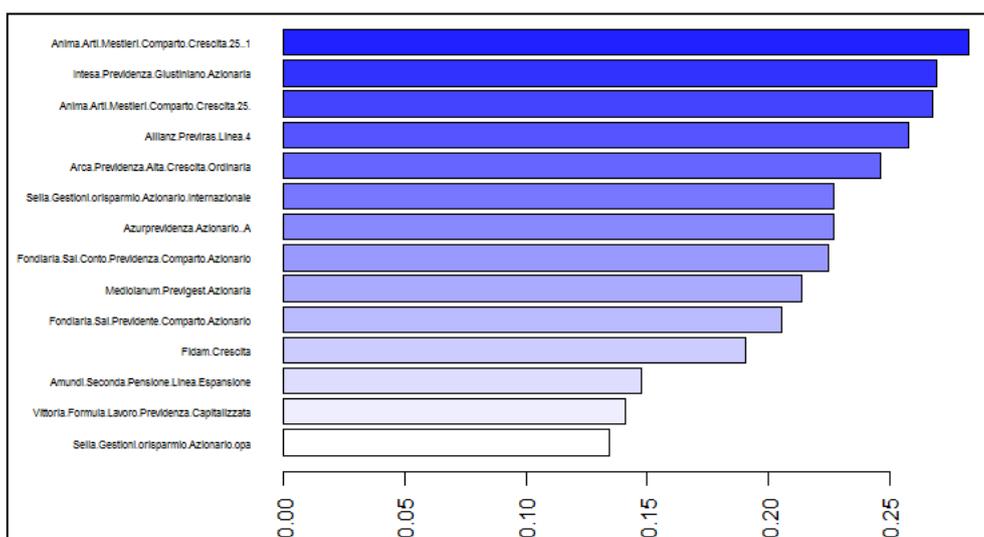


FIGURA 25 - COMPARTO AZIONARIO: INDICE DI SHARPE "MODIFICATO" A 5 ANNI

Il grafico di VaR (a destra) e Expected Shortfall (a sinistra) è utile per valutare la massime perdita potenziali e la perdita media attesa dall'investimento in fondi pensione.

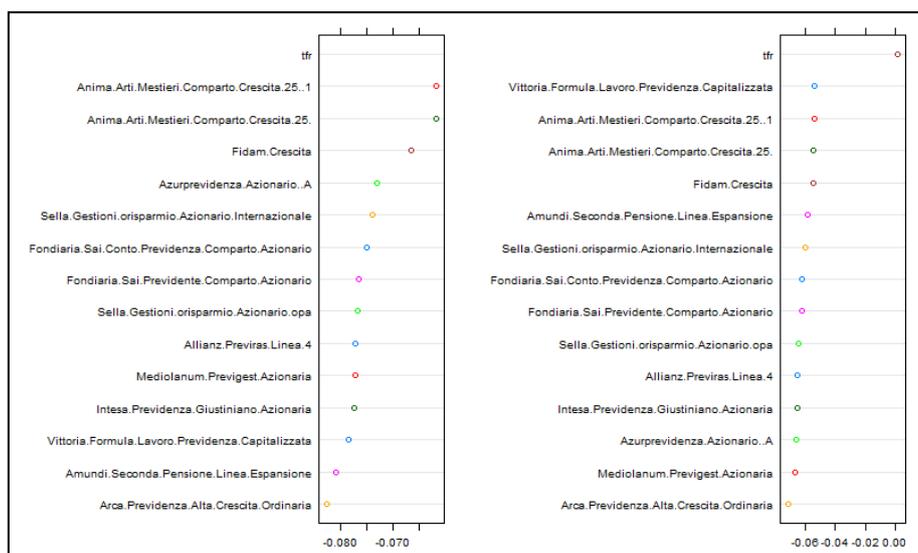


FIGURA 26 - COMPARTO AZIONARIO: E.S. E VAR MENSILE – H.P. 14 ANNI

Il grafico sopra riportato, riferito ad un orizzonte temporale di 14 anni, evidenzia come vi siano forti perdite potenziali per quasi tutti i fondi (il quantile 5% indica una perdita massima del 7% su base mensile), mentre il TFR è prossimo a zero (questo avviene per costruzione, giacché esso è ottenuto come $1,5\% + 0,75 \cdot \text{inflazione}$). La situazione cambia, anche in questa circostanza, se si applicano le stesse misure di rischio al rendimento a 5 anni: vi sono comunque perdite ma più contenute. L'ES, tenendo conto della forma della distribuzione, si può ritenere una misura più appropriata per quantificare il rischio massimo. Si nota, infatti, come esso sia in genere più elevato del VaR e conduca una classificazione diversa dei fondi.

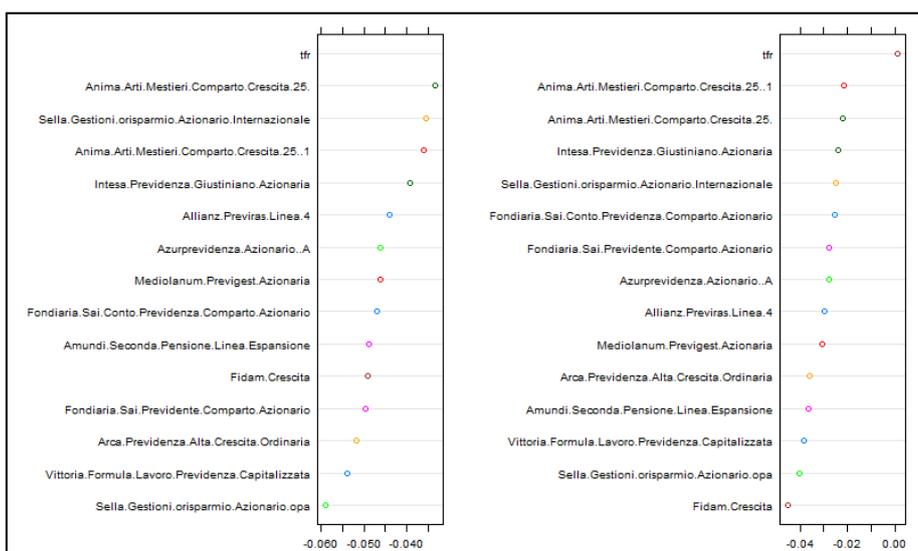


FIGURA 27 - COMPARTO AZIONARIO: E.S. E VAR MENSILE – H.P. 5 ANNI

A questo punto, è data facoltà all'aderente o potenziale tale di scegliere il fondo (o una media del comparto) da utilizzare per simulare il montante previdenziale finale. Supponiamo che l'aderente scelga il fondo "Anima Arti e Mestieri"¹¹⁵, in quanto classificatosi tra i migliori sia a livello di rendimento che di rischio. Questo il grafico della simulazione Monte Carlo.

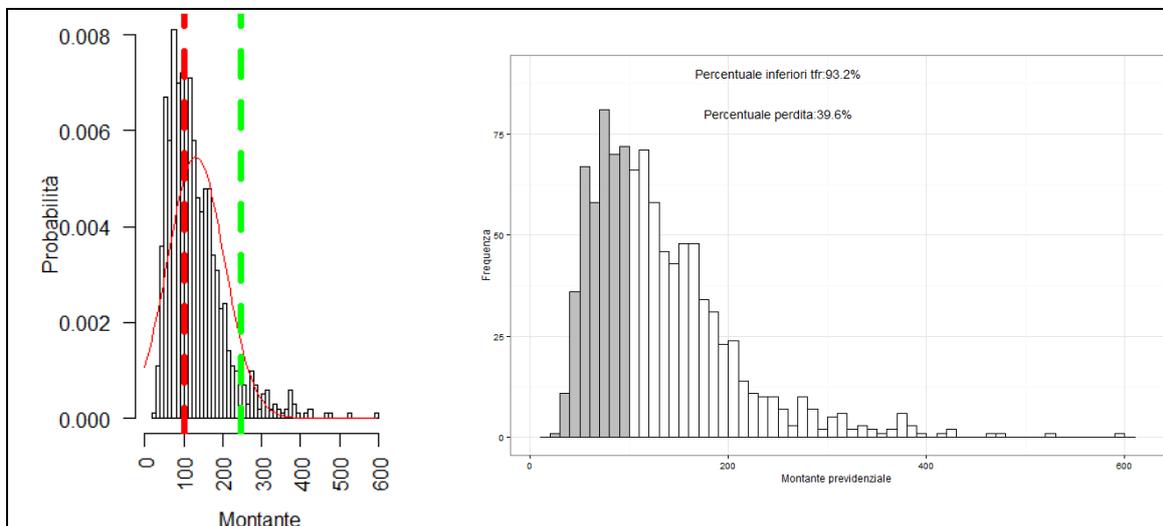


FIGURA 28 – COMPARTO AZIONARIO: MONTANTE PREVIDENZIALE - IPOTESI 1

Il grafico, risultante dalla simulazione Monte Carlo, rappresenta la distribuzione di probabilità della crescita di un capitale iniziale di 100 euro in 40 anni di simulazione, con dati storici stimati in 14 anni. La linea rossa denota il capitale iniziale, mentre la verde tratteggiata la crescita in regime di TFR. Quest'ultima si pone nella coda destra della distribuzione dei montanti, indicando che molto raramente i fondi del comparto azionario hanno superato il TFR. Come si evince dal grafico adiacente, quasi il 40% delle volte il fondi è addirittura in perdita, mentre il 93% delle volte è un investimento peggiore rispetto al Tfr.

¹¹⁵ Il fondo selezionato investe principalmente in strumenti finanziari e fondi di natura azionaria, denominati in Euro e/o in valuta estera, quotati nei mercati regolamentati degli Stati dell'Unione Europea, degli Stati Uniti e del Giappone, emessi da società a vario grado di capitalizzazione, con ampia diversificazione nei settori economici. L'investimento nei mercati dei Paesi emergenti è residuale. Gli investimenti negli strumenti di natura obbligazionaria sono contenuti e rivolti ad emissioni di titoli di Stato, organismi sovranazionali e società con alto merito creditizio. Esso adotta uno stile di gestione attivo.

Anche in questo caso, appare utile confrontare tali risultati contro l'andamento simulato con base dati 2009-2014.

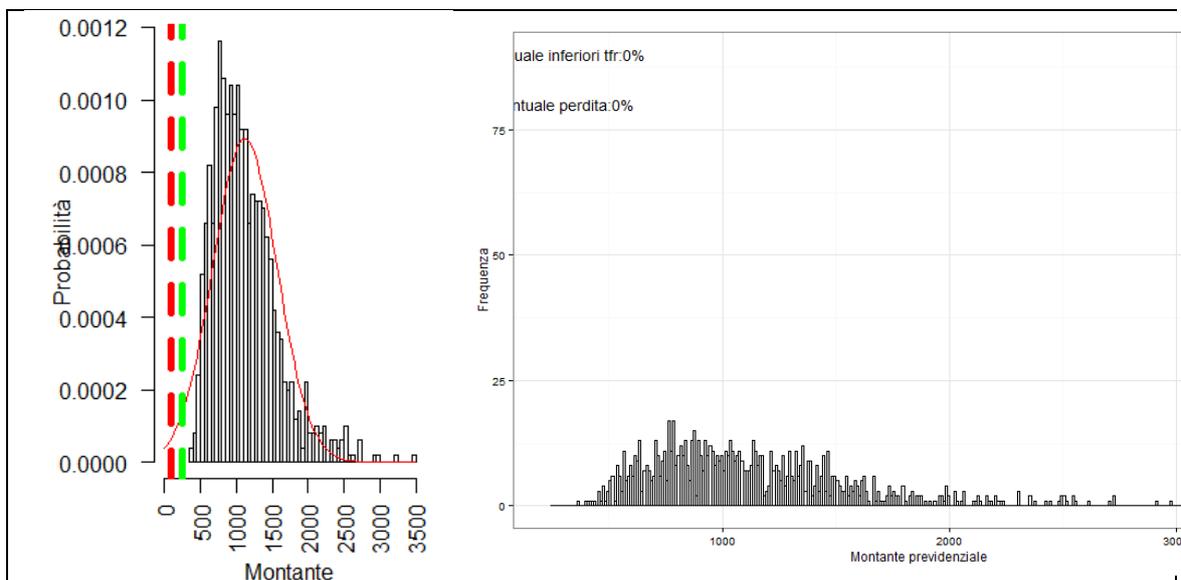


FIGURA 29 – COMPARTO AZIONARIO: MONTANTE PREVIDENZIALE - IPOTESI 2

L'istogramma risultante è sempre riferito alla crescita in 40 anni ma, in questo caso, i risultati sono molto diversi: quasi sempre i fondi pensione permettono di ottenere un montante superiore a quello derivante dal solo TFR ed gli aderenti arrivano ad ottenere valori 10 volte più elevati del capitale iniziale.

In seguito, è impostata la simulazione basata su modello GARCH(1,1) e rolling windows (4 periodi di 10 anni ciascuno su base dati mensile), al fine di conseguire una stima più consistente dei valori target e fornire all'utente una proiezione più affidabile del montante finale. Rispetto alla precedente simulazione, qui si assume di essere in presenza di eteroschedasticità, ovvero che i rendimenti non siano normali ma bensì abbiamo dei periodi di maggior volatilità e dei periodi di minor volatilità.

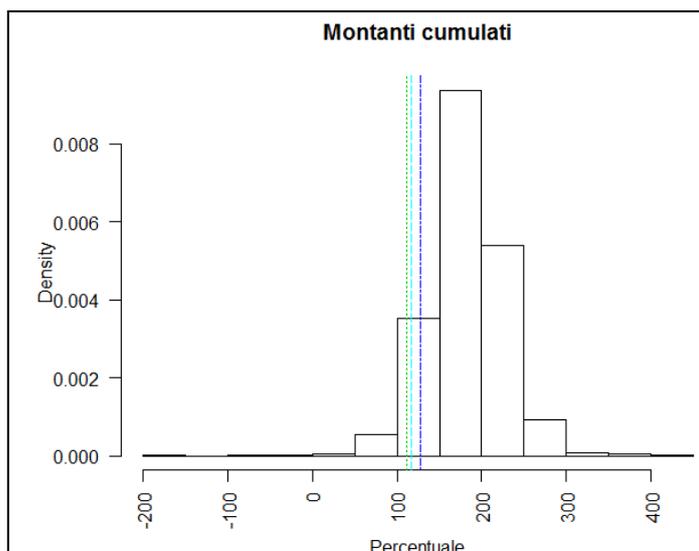


FIGURA 30 – COMPARTO AZIONARIO: MONTANTE PREVIDENZIALE - SIMULAZIONE GARCH

L'effetto è più mitigato: non si presentano montanti troppo alti o troppo bassi, a causa della maggior variabilità dei rendimenti. La maggior parte dei valori (il 90%) è superiore al TFR, mentre le linee tratteggiate rappresentano i quantili 25%, 50% e 75% del TFR stesso. Viene superato quasi sempre il quantile 75%, ciò porta ad affermare che nella maggior parte dei casi il fondo si rileva un'alternativa migliore al TFR.

L'ultima parte dell'analisi riguarda il calcolo della prestazione futura ovvero della probabile pensione per un soggetto giovane e entrato recentemente nel mercato del lavoro. Si assume un reddito di 15000 euro, un'età di 25 anni, sesso maschile, percentuale del reddito versato del 10%, pensione a 67 anni. Da sottolineare che il parametro di riferimento per la simulazione (basata sul metodo Monte Carlo) è in questo caso la media del comparto, in termini di rendimento e volatilità storica.

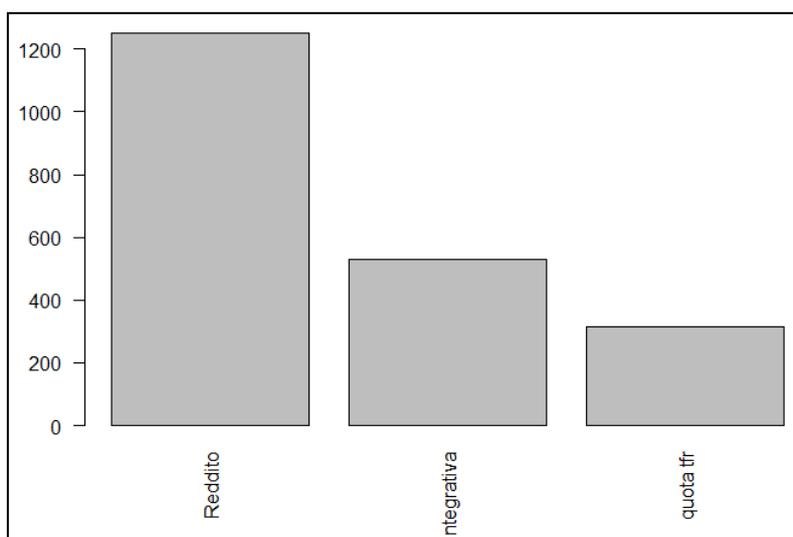


FIGURA 31 - COMPARTO AZIONARIO: PENSIONE COMPLEMENTARE

Dal paragone tra reddito, pensione integrativa e quota del TFR si nota che per un reddito di 1200 euro mensili, di cui versati 120, è prevista una pensione integrativa di 500 €, con una quota TFR di circa 300 €. Si può ritenere tale valore soddisfacente: dato il livello salariale ipotizzato, la rata pensionistica integrativa ammonta a quasi la metà della retribuzione mensile. Questo flusso integrativo consente di "arrotondare" la pensione statale che, di anno in anno, diventa sempre più esigua.

6.6.2. SCENARIO 2: ADERENTE ADULTO – COMPARTO A RISCHIO MEDIO

L'aderente adulto si caratterizza per un'esposizione al rischio moderata e un periodo di aderenza al fondo compreso tra i 30-20 anni. La sua scelta è indirizzata verso quei comparti che garantiscano una certa continuità dei risultati ma, al contempo, permettano di cogliere le opportunità offerte dai mercati. Il comparto d'investimento più opportuno risulta, quindi, quello bilanciato o bilanciato - obbligazionario.

Anche in questo caso l'analisi parte con la produzione grafica dei rendimenti annualizzati a 14 anni. Nel lungo periodo, i fondi pensione bilanciati hanno un rendimento positivo ma inferiore a quello del TFR. Trattandosi di rendimenti annualizzati, possiamo affermare che ogni anno il TFR renda circa il 3%.

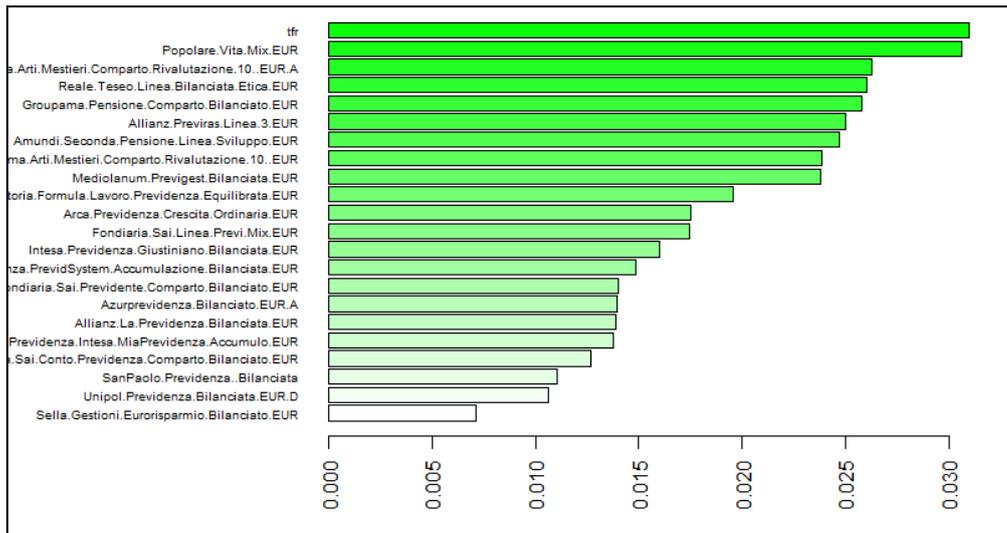


FIGURA 32 - COMPARTO BILANCIATO:RENDIMENTO ANNUALIZZATO A 14 ANNI

Nel breve periodo (5 anni) l'andamento si inverte: sono i fondi a rendere di più del TFR, fino a raggiungere l'8% annuo.

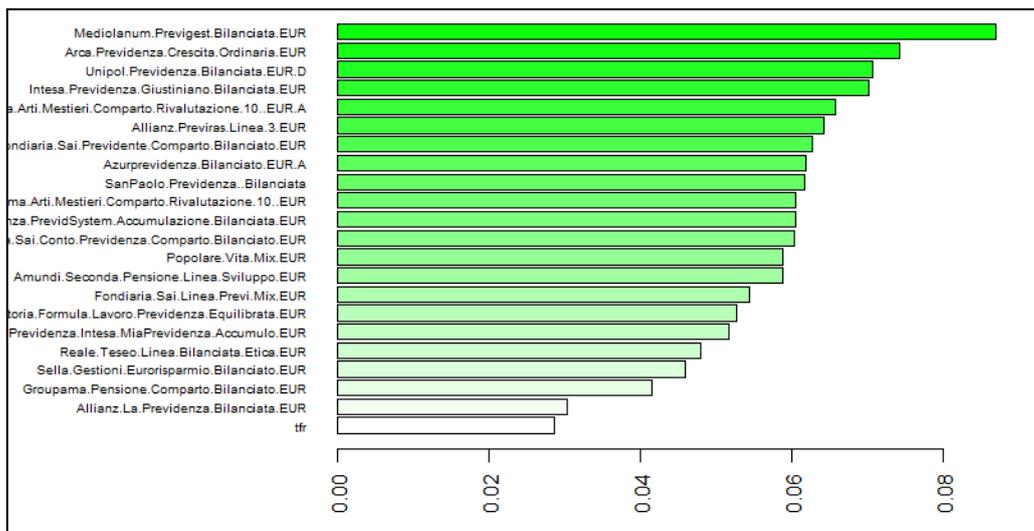


FIGURA 33 - COMPARTO BILANCIATO:RENDIMENTO ANNUALIZZATO A 5 ANNI

Per quanto riguarda l'indice di Sharpe, la performance è generalmente negativa con riferimento ad un orizzonte temporale di 14 anni, ad esclusione del fondo "Popolare Vita Mix"¹¹⁶.

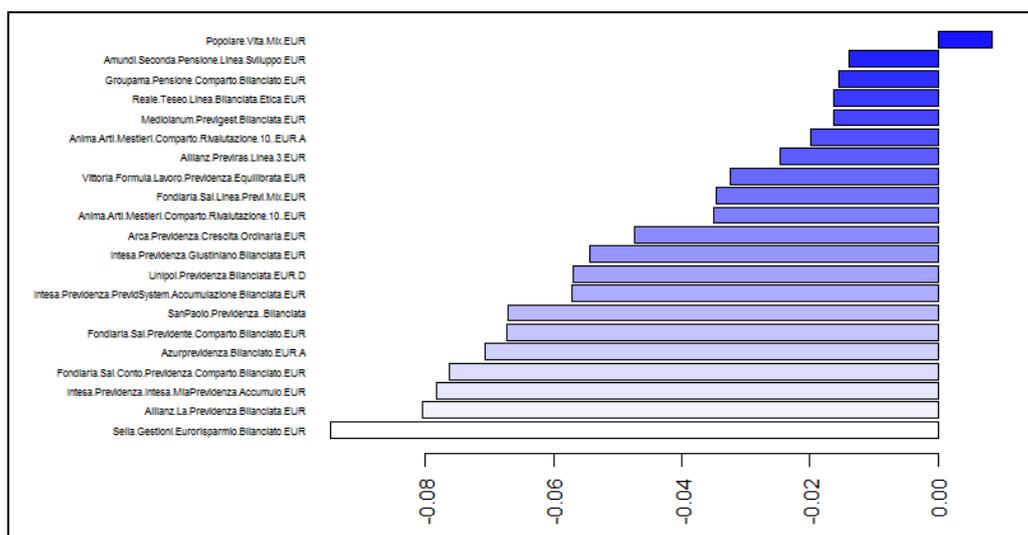


FIGURA 34 - COMPARTO BILANCIATO: INDICE DI SHARPE "MODIFICATO" A 14 ANNI

Come per il comparo azionario, le performance dei fondi migliorano nettamente prendendo in considerazione il periodo di uscita dalla recente crisi: un'ulteriore riprova di come l'investimento in fondi pensione si rilevi, sotto le attuali condizioni macroeconomiche, un investimento non solo necessario ma anche conveniente per tutti i lavoratori.

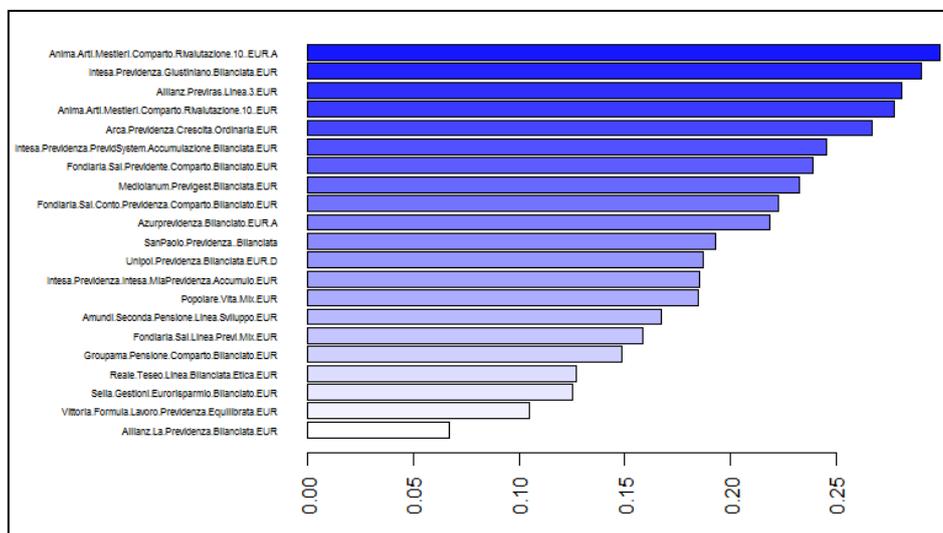


FIGURA 35 - COMPARTO BILANCIATO: INDICE DI SHARPE "MODIFICATO" A 5 ANNI

Al fine di avere una visione complessiva sull'andamento dei rendimenti cumulati dei fondi pensione aperti appartenenti al comparto bilanciato, viene prodotto nuovamente il grafico rappresentante l'evoluzione delle serie storiche. Tutti i fondi risentono particolarmente della crisi del 2001-2003 e del 2007-2009, anche se in misura nettamente minore rispetto al comparto azionario. I fondi analizzati

¹¹⁶ Il fondo investe tendenzialmente in modo bilanciato sia in strumenti finanziari di tipo azionario sia obbligazionario, espressi in Euro e in valute estere.

tendono, comunque, ad avere un andamento positivo. Il TFR si mantiene generalmente al di sopra dei restanti fondi, mentre il benchmark viene costantemente battuto.

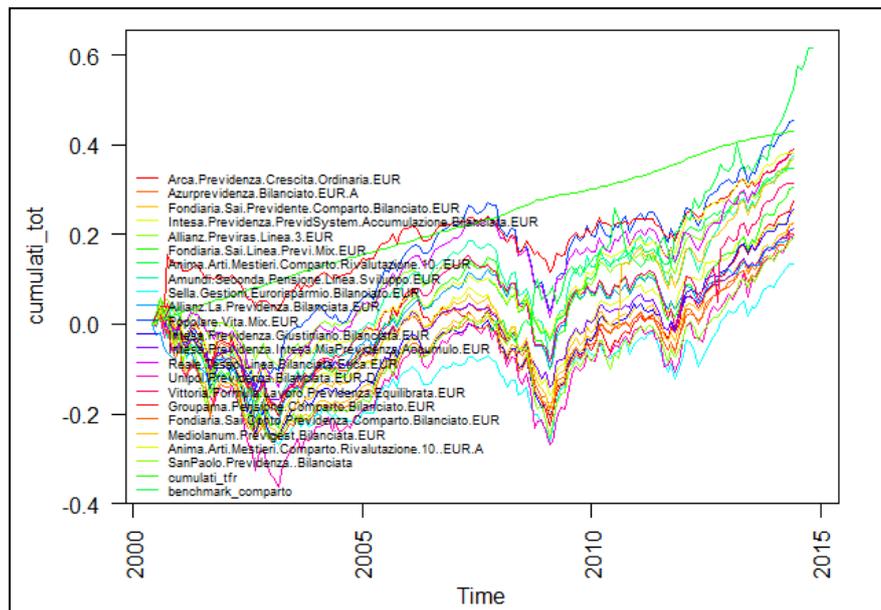


FIGURA 36 - COMPARTO BILANCIATO: RENDIMENTI CUMULATI A 14 ANNI

Si passa quindi alla discussione sulla distribuzione del VaR (a destra) e ES (a sinistra): la maggior parte dei fondi presenta perdite rispettivamente pari al 4% e 3% mensile (percentuali dimezzate rispetto al comparto azionario).



FIGURA 37 - COMPARTO BILANCIATO: E.S. E VAR MENSILE – H.P. 14 ANNI

Con la riduzione del periodo di valutazione si assiste ad un'ulteriore abbassamento dei valori delle due principali misure di rischio utilizzate.

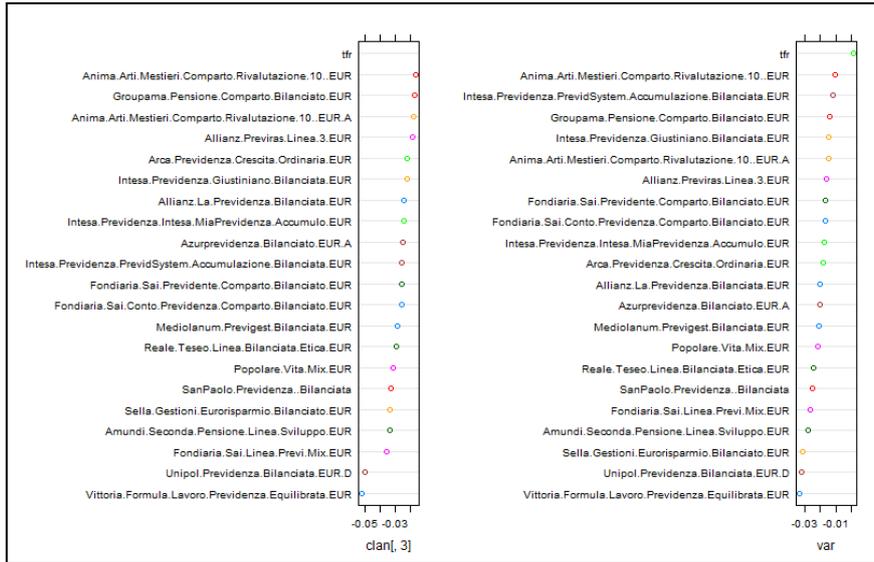


FIGURA 38 - COMPARTO BILANCIATO: E.S. E VAR MENSILE – H.P. 5 ANNI

Per quanto concerne la distribuzione del montante previdenziale finale (calcolata su una base dati di 14 e per un periodo futuro pari a 30 anni), si nota come quasi tutti i montanti finali siano superiori al capitale inizialmente investito, ma molti di essi non superino il montante derivante dal solo tasso di rivalutazione del TFR. Più precisamente, nel 57% dei casi il fondo selezionato (“Popolare Vita Mix”), conduce ad un montante inferiore.

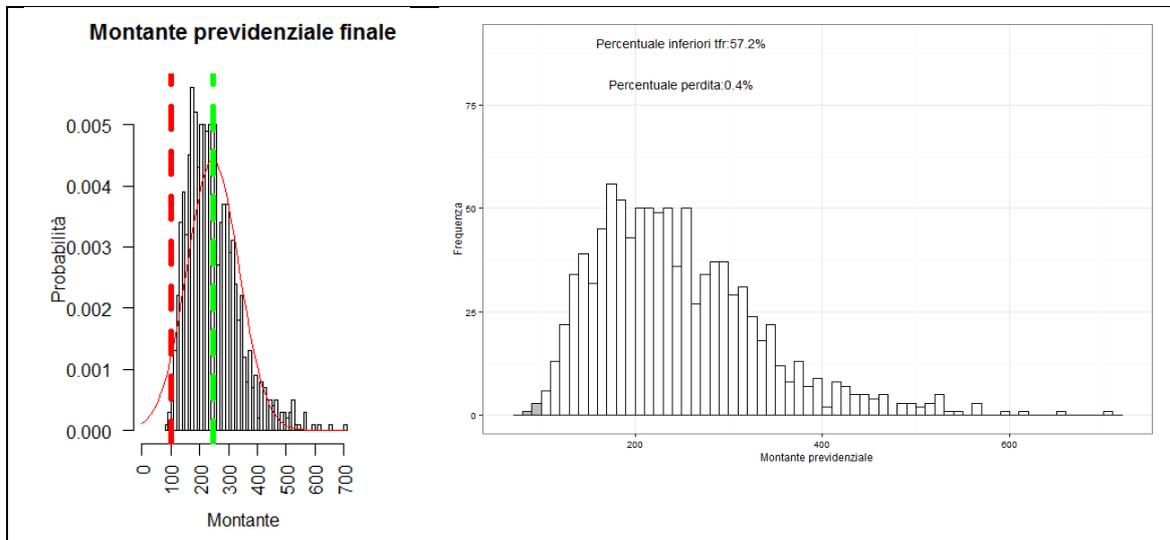


FIGURA 39 – COMPARTO BILANCIATO: MONTANTE PREVIDENZIALE - IPOTESI 1

Per quanto riguarda la simulazione a 5 anni, l’output è il seguente: il fondo batte, in tutti gli scenari ipotizzati, il Tfr, e spesso riesce a raggiungere un montante di cinque volte superiore al capitale iniziale su base trentennale.

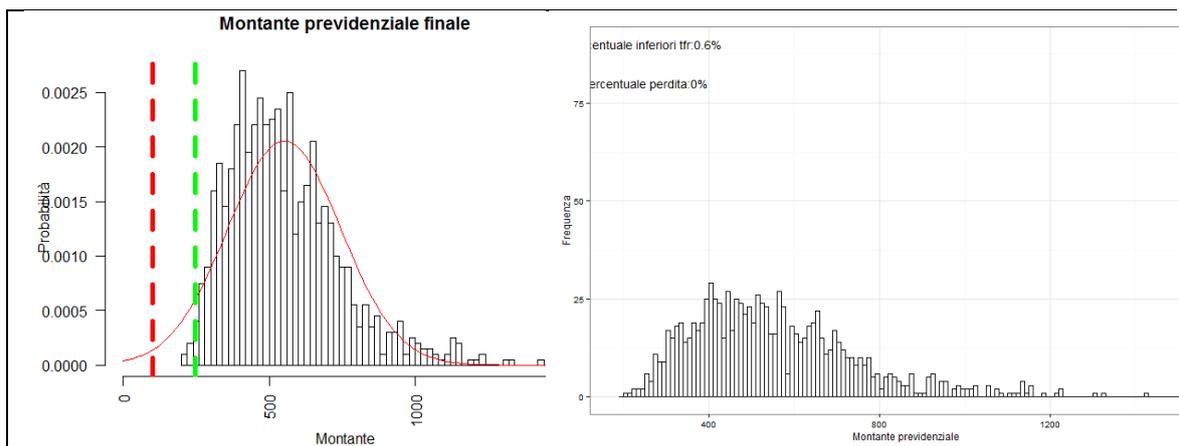


FIGURA 40 – COMPARTO BILANCIATO: MONTANTE PREVIDENZIALE - IPOTESI 2

Ripetendo la simulazione con riferimento a diversi fondi appartenenti al comparto bilanciato, si presentano situazioni in linea con quella del fondo preselezionato a fini esemplificativi: il montante risulta sempre più elevato del capitale iniziale, mentre è più variabile la percentuale di montanti inferiori rispetto al montante-Tfr.

L'ultima simulazione è quella relativa al metodo di simulazione basato sul modello GARCH(1,1). Nel grafico sono evidenziati i quantili 25%, 50% e 75% della distribuzione del TFR, dai quali si evince che con alta frequenza (75%) l'investimento in un fondo pensione aperto, caratterizzato da linea d'investimento bilanciata, porta a prestazioni migliori.

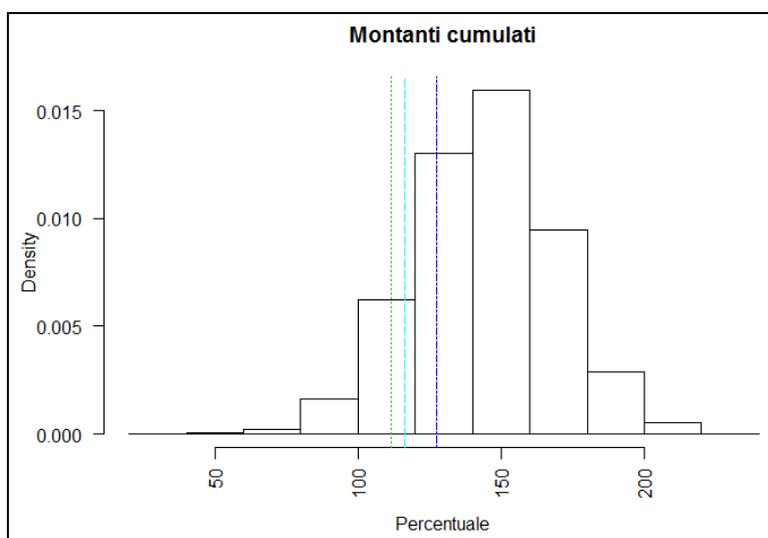


FIGURA 41 – COMPARTO BILANCIATO: MONTANTE PREVIDENZIALE - SIMULAZIONE GARCH

Anche per questa tipologia di aderente, l'indagine si conclude con la stima della pensione integrativa derivante dall'investimento in un fondo con rendimento pari al rendimento medio del comparto. Si assume un reddito di 20.000 euro, un'età di 35 anni, sesso maschile, percentuale del reddito versato del 10%, età di pensionamento 67 anni. Sono inoltre previste due diverse ipotesi di calcolo: la prima prevede il versamento pregresso al fondo di un ammontare di contributi, al loro del Tfr, pari a 40000 €, mentre la seconda non contempla questa assunzione (prima adesione ad un fondo pensione).

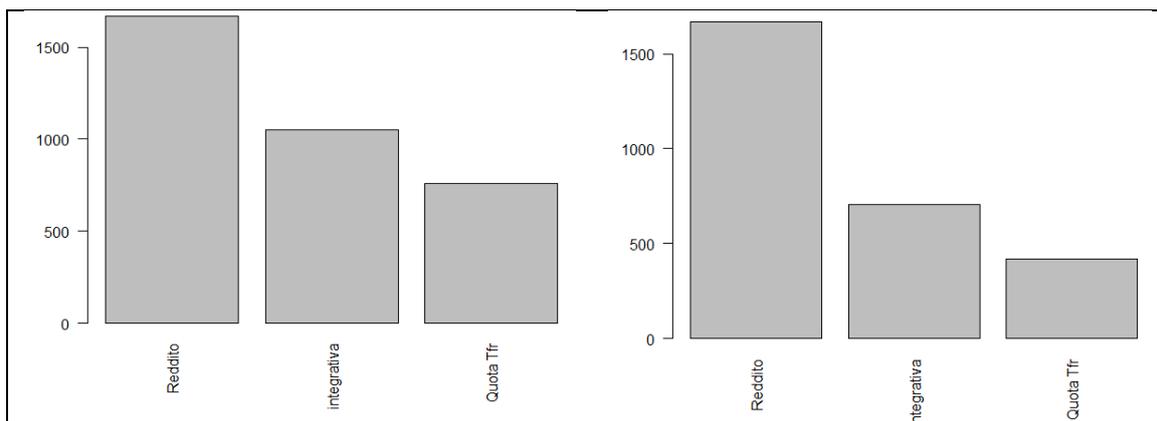


FIGURA 42 - COMPARTO BILANCIATO: PENSIONE COMPLEMENTARE

Dalla comparazione tra i due grafici emergono i seguenti aspetti:

- L'adesione al fondo pensione all'inizio della carriera lavorativa permette al lavoratore di accumulare un'importante base contributiva che, grazie alla rivalutazione trentennale, consente di ottenere una rata pensionistica elevata e in grado di soddisfare ampiamente il fabbisogno previdenziale dell'aderente;
- L'iscrizione al fondo pensione bilanciato in età matura consente, comunque, di mantenere un adeguato tenore di vita, unita alla quota derivante dal sistema pubblico. La pensione integrativa è superiore a quella derivante dall'investimento in un comparto azionario ma va evidenziato come, nonostante il periodo di permanenza al fondo sia minore, vari di molto il flusso contributivo dell'aderente.

In entrambi i grafici, va sottolineata l'influenza del versamento aggiuntivo annuale (pari al 10% del reddito annuo lordo) sulla definizione del montante finale dell'aderente e l'importanza di garantire una costante conferimento delle quote Tfr al fondo pensione.

6.6.3. SCENARIO 3: ADERENTE ANZIANO – COMPARTO A RISCHIO BASSO

In seguente paragrafo è dedicato agli iscritti più anziani per i quali l'orizzonte della pensione è più vicino. Questi soggetti sono caratterizzati da una bassissima propensione al rischio e aderiscono a quei comparti la cui gestione è orientata in primo luogo al mantenimento del capitale pensionistico accumulato e alla sua prevenzione dall'eventuale manifestarsi di improvvise e inattese accelerazioni inflazionistiche. Tali peculiarità inducono ad affermare che la linea d'investimento target per questa tipologia di aderenti è quella monetaria.

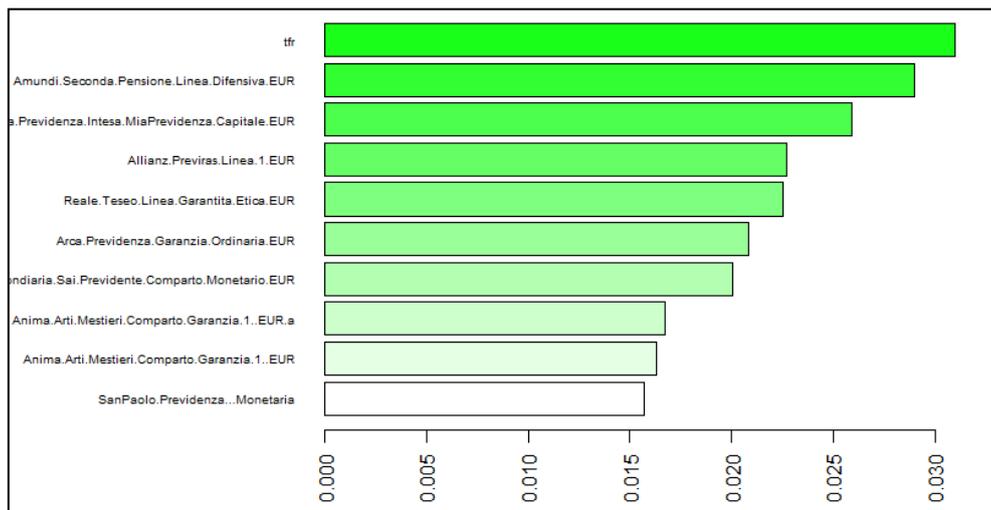


FIGURA 43 - COMPARTO MONETARIO: RENDIMENTO ANNUALIZZATO A 14 ANNI

Si presenta, anche per il comparto in esame, la dominanza del rendimento annualizzato associato al Tfr rispetto ai fondi di categoria. La novità è che tale supremazia persiste anche con riferimento ad un periodo di 5 anni.

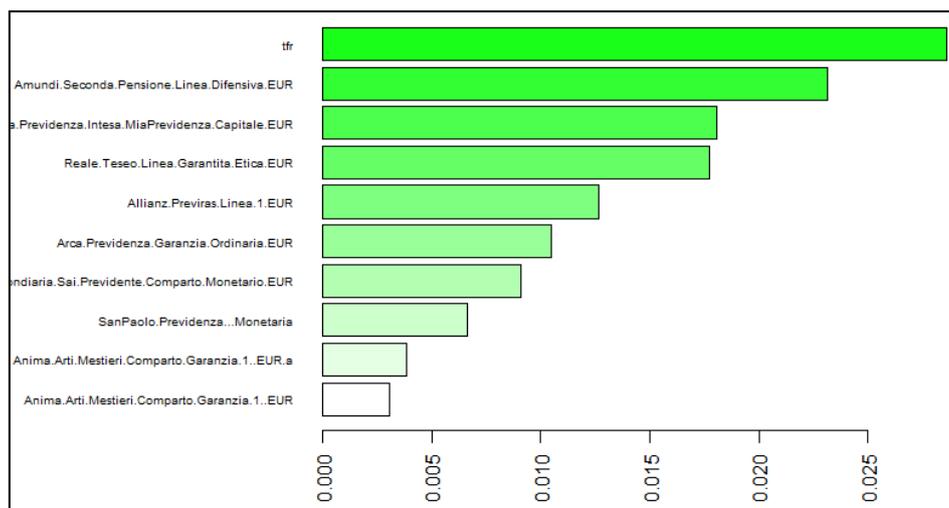


FIGURA 44 - COMPARTO MONETARIO: RENDIMENTO ANNUALIZZATO A 5 ANNI

La rappresentazione dei rendimenti cumulati di lungo periodo consente di esaminare con maggiore dettaglio i motivi alla base di tali classificazioni.

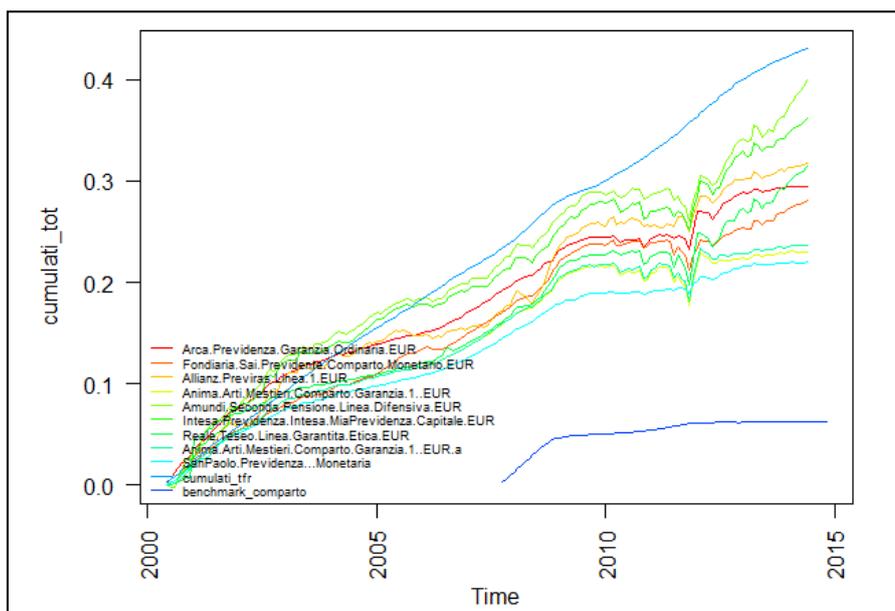


FIGURA 45 - COMPARTO MONETARIO: RENDIMENTI CUMULATI A 14 ANNI

Dall'analisi del grafico, infatti, è evidente come il Tfr sia la soluzione migliore per proteggere i propri risparmi: il suo rendimento cumulato si rileva costantemente un'ipotesi d'investimento migliore sia dei fondi monetari sia del benchmark di riferimento. Già da prima valutazione, appare quindi chiaro come per questa categoria di investitori l'adesione ad un fondo pensione non risulti una scelta vincente.

Un'altra conferma giunge dai risultati derivanti dal calcolo degli indici di Sharpe.

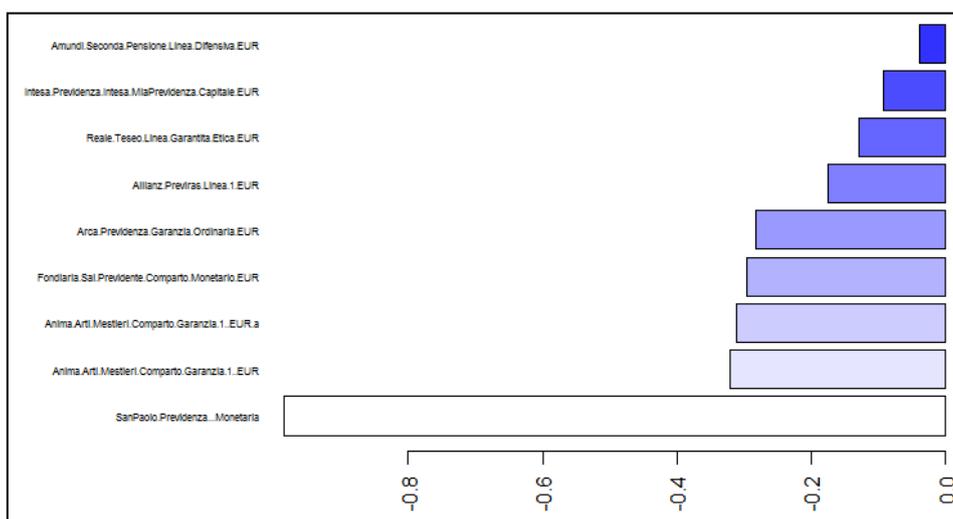


FIGURA 46 - COMPARTO MONETARIO: INDICE DI SHARPE "MODIFICATO" A 14 ANNI

Tutti gli indici di Sharpe sono negativi, sebbene con valori in media minori rispetto a quegli degli altri comparti, sia quelli calcolati su un periodo di 14 anni sia quelli a 5 anni. Allarmante appare la situazione del fondo “San Paolo Previdenza. Monetaria”¹¹⁷.

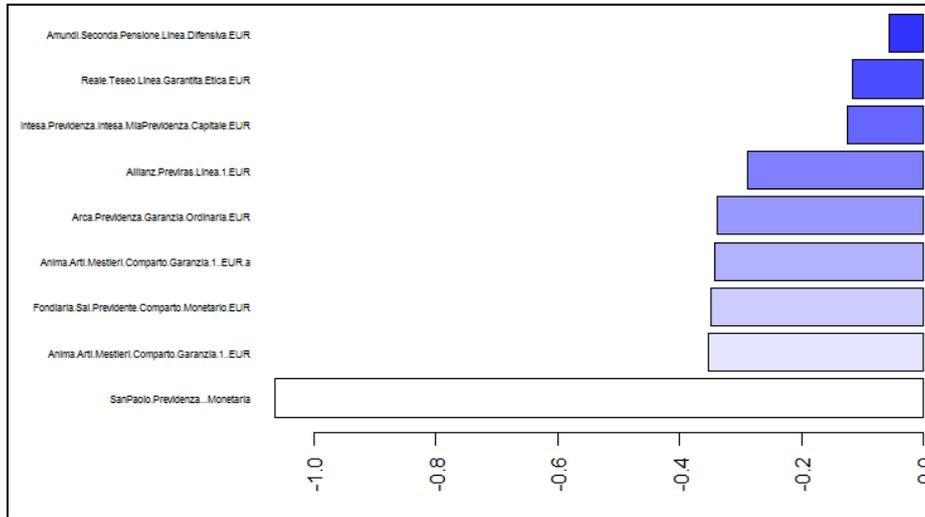


FIGURA 47 - COMPARTO BILANCIATO: INDICE DI SHARPE "MODIFICATO" A 5 ANNI

Gli indicatori di rischio VaR ed Expected Shortfall assumono dei valori contenuti, in linea con la politica d’investimento del comparto, che tuttavia tendono a crescere al diminuire dell’holding period.

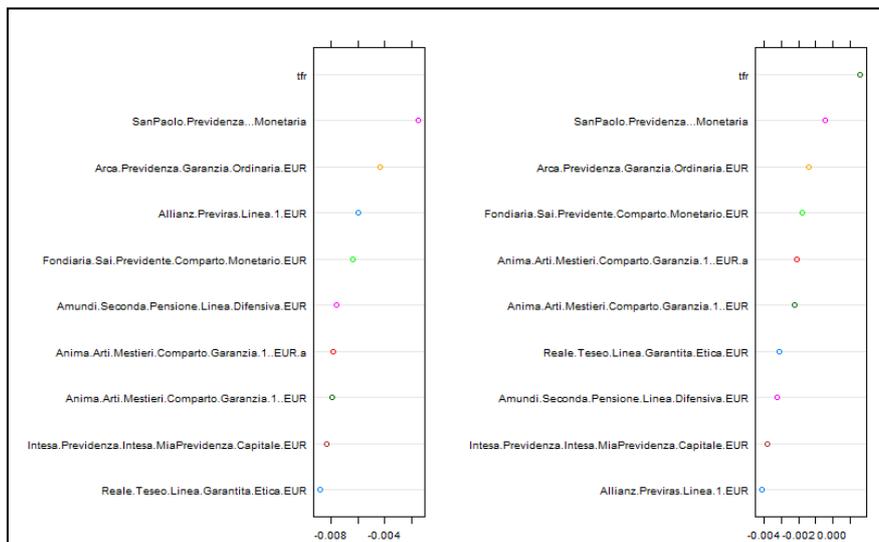


FIGURA 48 - COMPARTO MONETARIO: E.S. E VAR MENSILE – H.P. 14 ANNI

¹¹⁷ Il fondo ha l’obiettivo di ricercare la conservazione del valore degli investimenti effettuati ed è diretta ad assicurare una composizione del portafoglio orientata prevalentemente verso investimenti di natura monetaria denominata in euro.

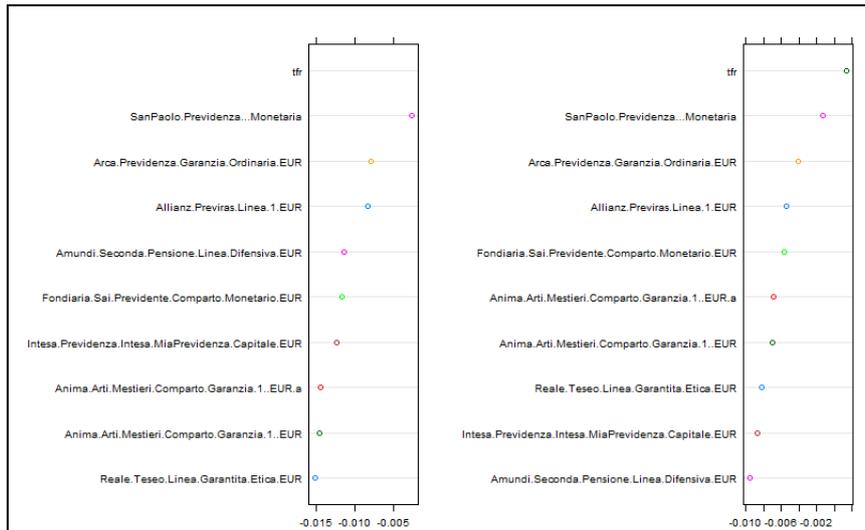


FIGURA 49 - COMPARTO MONETARIO: E.S. E VAR MENSILE – H.P. 5 ANNI

La simulazione del montante finale conferma quanto emerso nelle valutazioni precedenti. L'adesione ad un fondo pensione monetario consente di conseguire un montante previdenziale stabile e con un'alta garanzia di protezione del capitale investito. Tuttavia, come anticipato nell'analisi dello Sharpe ratio, è elevata la probabilità (70%) di ottenere un montante inferiore rispetto a quello derivante dalla semplice rivalutazione al tasso di rivalutazione del Tfr.

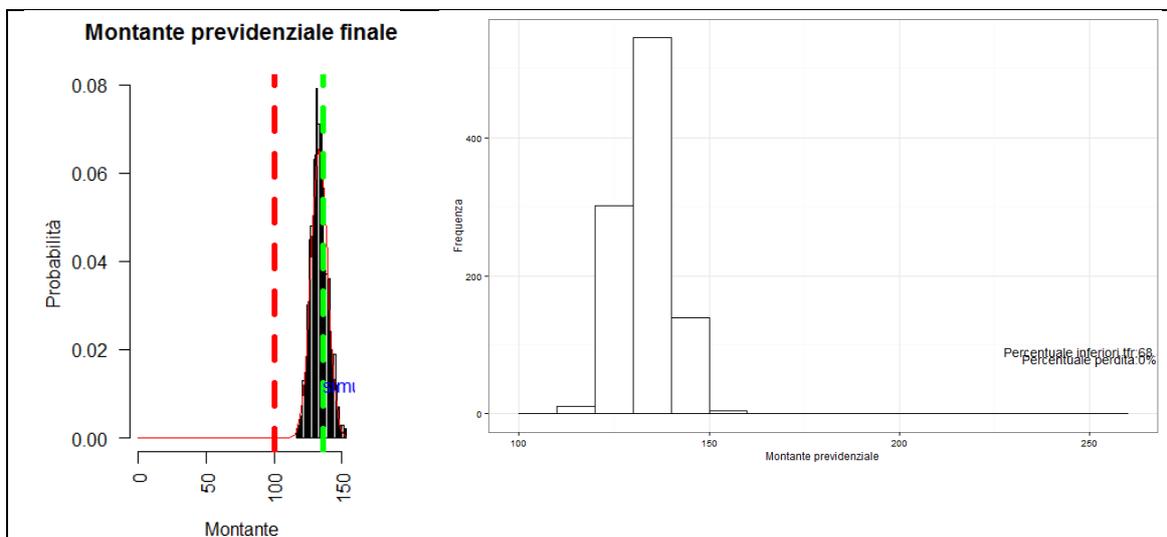


FIGURA 50 – COMPARTO MONETARIO: MONTANTE PREVIDENZIALE - IPOTESI 1

La possibilità di conseguire un montante non coerente con le aspettative dell'aderente aumenta, in controtendenza rispetto alle simulazioni eseguite per gli altri comparti, se si considera l'intervallo temporale 2009-2014 per la stima dei parametri. La percentuale di risultati inferiori all'alternativa Tfr tocca il 90% dei casi.

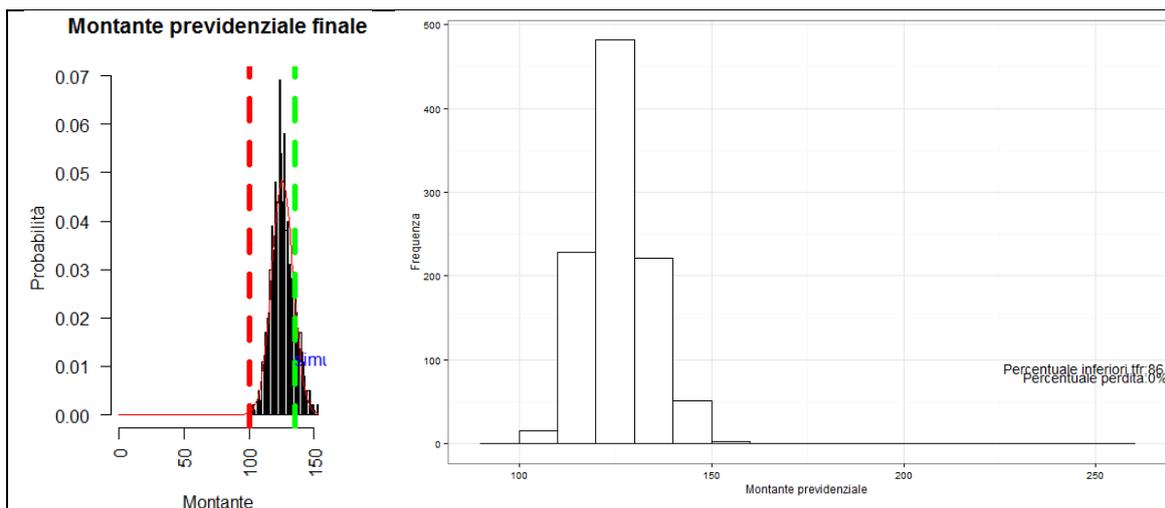


FIGURA 51 – COMPARTO MONETARIO: MONTANTE PREVIDENZIALE - IPOTESI 2

Anche la simulazione tramite modello GARCH porta alle medesime conclusioni: il montante previdenziale non appare adeguato e in grado di soddisfare le aspettative dei lavoratori.

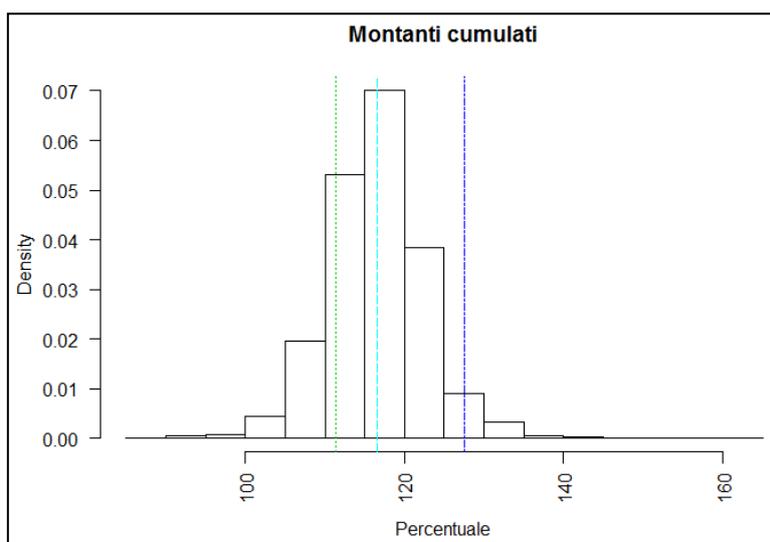


FIGURA 52 – COMPARTO MONETARIO: MONTANTE PREVIDENZIALE - SIMULAZIONE GARCH

L'indagine empirica arriva, quindi, alla stima della pensione complementare derivante dall'investimento in un fondo con rendimento pari al rendimento medio del comparto monetario. Si assume un reddito di 25.000 euro, un'età di 55 anni, sesso maschile, percentuale del reddito versato del 10%, età di pensionamento 67 anni. È inoltre ipotizzato un capitale accumulato, al loro del Tfr, pari a 80.000 €.

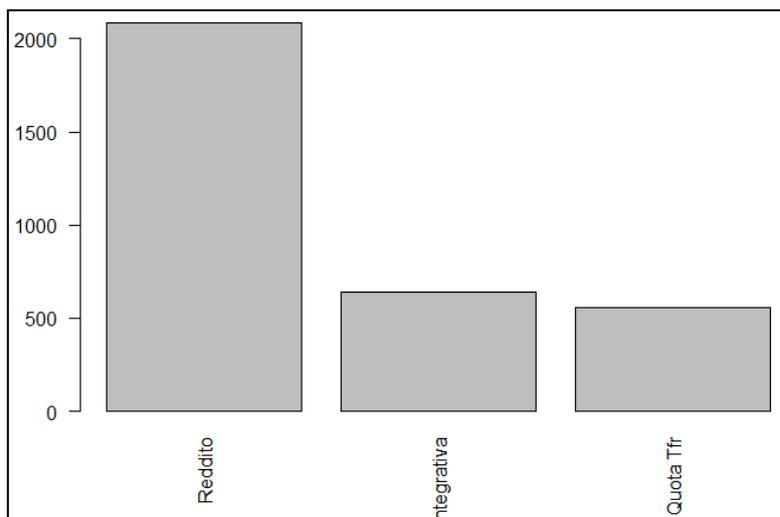


FIGURA 53 - COMPARTO MONETARIO: PENSIONE COMPLEMENTARE

La pensione complementare non risulta in linea con quella delle altre ipotesi d'investimento in quanto notevolmente più bassa se confrontata con la rata pensionistica derivante da una prolungata adesione ad un fondo del comparto bilanciato. La linea monetaria non si rileva quindi un'ideale alternativa in base ai dati di input inseriti come base di calcolo, ma consente comunque di ottenere una discreta copertura del capitale investito.

6.7. CONCLUSIONI

Date l'attuale situazione del sistema previdenziale pubblico, diventa sempre più importante valutare con attenzione a quale piano pensionistico sia più opportuno destinare parte dei propri risparmi e, in particolare il proprio Trattamento di fine rapporto. È ormai chiaro come sia indispensabile destinare risorse a queste forme previdenziali per potersi assicurare in futuro un tasso di sostituzione adeguato e compensare la quota sempre minore derivante dal sistema pubblico. Questo è il messaggio forte della previdenza complementare e, se si vuole, di un nuovo welfare, che non destina tutte le competenze allo Stato ma che rende l'individuo protagonista e, al contempo, responsabile della tempestiva pianificazione e costituzione di un montante previdenziale integrativo. Dato questo scenario, si comprende l'importanza dell'indagine effettuata, sebbene limitata ai soli fondi pensione aperti italiani e vincolata ad una serie di ipotesi, che pur se forti, consentono di garantire una valutazione valida e coerente delle performance del secondo/terzo pilastro della previdenza complementare.

Dalle analisi svolte è emerso come la scelta del periodo da tenere in considerazione per la stima dei parametri storici sia molto importante ai fini della valutazione: lo slittamento dell'intervallo di analisi da 14 a 5 anni muta radicalmente i risultati ottenuti. Nella maggior parte dei casi, infatti, nel breve periodo i fondi pensione esaminati presentano una performance superiore rispetto al semplice investimento al "fondo INPS - Tfr". Le conclusioni sono diverse se si prevede una stima a 14 anni: tutti i fondi risentono pesantemente delle due crisi finanziarie, mentre il tasso di rivalutazione annuo del Tfr garantisce un tasso del 3% annuo e proteggendo il lavoratore dal rischio d'inflazione.

Al fine di ovviare alla variabilità degli esiti, in parallelo alla simulazione tramite metodo Monte Carlo, è impostata una simulazione del montante previdenziale basato sul modello GARCH(1,1) con finestre decennali variabili per la stima dei parametri in modo da mitigare l'influenza dominante delle crisi finanziarie sulle performance a lungo periodo dei fondi presi come campione. Tale tecnica consente di tener conto della maggior volatilità di alcuni periodi ed è più affidabile in quanto non assume la normalità dei rendimenti. L'output ottenuto, con riferimento ai vari comparti, permette di affermare che l'investimento in fondi pensione aperti costituisce una scelta preferibile al semplice investimento al tasso del Tfr.

BIBLIOGRAFIA

- ASSOGESTIONI, *Guida alla classificazione*, 2003
- BODIE, Z., KANE, A., J. MARCUS, A., *Investments*, McGraw-Hill Irwin, Boston, 2009, pp. 825 – 857.
- BONGINI, P., GREGORIO, I., *Il ruolo dei fondi pensione in un'economia globale*, Il mulino, Bologna, 2011.
- BRIFI, F., GIORGIANTONIO, C., *La governance dei fondi pensione in Italia: miglioramenti possibili*, *Questioni di Economia e di Finanza*, Banca d'Italia, n. 56, 2010.
- CAZZOLA, G., *Fondi pensione : istruzioni per l'uso*, Edibank, Roma, 2007.
- CAZZOLA, G., *Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi*, Edibank, Roma, 2005.
- CESARI, R., *TFR e fondi pensione*, Il mulino, Bologna, 2007.
- COVIP, *Come cambia la tutela previdenziale: i giovani e la previdenza complementare*, Roma, 17 Settembre 2013.
- COVIP, *Il bilancio dei fondi pensione e altre disposizioni in materia di contabilità*, *Deliberazione 17 giugno 1998*, 1998.
- COVIP, *La centralità della comunicazione nella previdenza complementare*, *Quaderni tematici*, Bologna, 19 settembre 2002.
- COVIP, *La rappresentazione del rischio nella stima della pensione complementare. Documento per la discussione*, Febbraio 2013.
- COVIP, *Previdenza complementare principali dati statistici. Primo trimestre 2014*, Giugno 2014.
- COVIP, *Relazione per l'anno 2013*.
- COZZOLINO, M., DI NICOLA, F., RAITANO, M., *Il futuro dei fondi pensione: opportunità e scelte sulla destinazione del TFR*, Istituto di Studi e Analisi Economica, Roma, Marzo 2006
- ELTON, E. J., GRUBER, M. J., BROWN, S. J., GOETZMANN, W. N., *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, edizione italiana a cura di Anna Maria D'Arcangelis, Giampaolo Gabbi, pp.707-717.
- GALLO, A., *La performance dei fondi pensione*, Università degli Studi di Napoli "Federico II", 2002
- FORNERO, E., *L'economia dei fondi pensione : potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia, 1999*, Il mulino, Bologna, 1999.
- HINZ, R., RUDOLPH, H. P., ANTOLIN, P., YERMO, J., *Evaluating The Financial Performance Pension Funds*, The World Bank, Washington, 2010.
- HULL, J. C., *Opzioni, futures e altri derivati*, Pearson Italia, Milano, 2012, edizione italiana a cura di Emilio Barone, pp- 514-520.
- MARÉ, M., *Definizione dell'asset allocation e nuovo assetto della previdenza obbligatoria*, MEFOP, Roma, 19 Giugno 2012.
- MEPOF, *Contributo alla discussione su "La rappresentazione del rischio nella stima della pensione complementare"*, Roma, 15 Luglio 2013.
- MESSORI, M., *la previdenza complementare in Italia*, il Mulino, Bologna, 2006.
- MINISTERO DELLE ECONOMIE E DELLE FINANZE – DIPARTIMENTO DELLA RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO, *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario – Aggiornamento 2014*, Roma, Giugno 2014.
- PENSIONSEUROPE POSITION, *European Long-term Investment Funds*, 25 Novembre 2013.
- PENSIONSEUROPE STATEMENT con IORP II, *PensionsEurope Statement on the proposal for a directive on the activities and supervision of Institutions for occupational retirement provision (IORP II)*, 2014
- PICCOLO, D., *Statistica per le decisioni*, Il Mulino, Bologna, 2010, pp. 375-396.
- SCIENZA, B., *La pensione tradita*, Fazi Editore, Roma, 2007.
- STOCK, J.H., WATSON, M. W., *Introduzione all'econometria*, Pearson Italia, Milano, 2012, edizione italiana a cura di Franco Peracchi, pp.491-507.