*www.adapt.it*, 4 giugno 2012

# Nei modelli di gestione finanziaria la risposta al rilancio della previdenza complementare

di Michele Squeglia

**Introduzione**

Riflettendo sull'introduzione nel nostro ordinamento previdenziale del sistema di calcolo contributivo, basato sulla commisurazione del trattamento pensionistico ai contributi (M. Persiani *Diritto della previdenza sociale*, Cedam, Padova, 2006, 220) rammentava non solo che esso era in origine l'unico criterio adottato ai fini del calcolo della pensione, posto che il differente regime retributivo veniva generalizzato solo a decorrere dal 1° agosto 1976 (cfr. il d.p.r. 31 dicembre 1991), ma che le modalità tecniche con cui si procedeva al calcolo erano diverse rispetto a quelle che il legislatore stabilirà qualche anno più tardi con la riforma Dini (*rectius* legge n. 335 del 1995).
La recente riforma previdenziale (D.L. n. 201 del 2011, convertito con modificazioni nella legge n. 214 del 2011), ispirata alla regola del "più a lungo si lavora, migliore si presenta il tasso di sostituzione" (ossia il rapporto teorico percentuale atteso tra la prima pensione e l'ultimo reddito), estende il predetto sistema contributivo, a decorrere dal 1° gennaio 2012, anche nei confronti di coloro che potevano vantare almeno diciotto anni di anzianità contributiva al 31 dicembre 1995 e per i quali la riforma Dini aveva consentito l'applicazione del "sistema retributivo" (per intenderci quello fondato " da un lato, dalla media delle retribuzioni percepite negli ultimi anni di lavoro …e, d'altro lato, dall'anzianità di servizio": così M. Persiani, cit., 2006, 221).
Non è interesse di questo contributo soffermarsi sulle dinamiche del criterio di calcolo contributivo e sul principio di adeguatezza delle prestazioni previdenziali su cui la Corte Costituzionale ha segnalato già dagli anni Ottanta "che l'adeguatezza della prestazione assistenziale e del trattamento minimo previdenziale non assurgono al rango di legittimità costituzionale, ma rientrano nella determinazione del livello di bisogno assistibile nella discrezionalità del legislatore, limitata dai canoni di razionalità e ragionevolezza (cfr. C. Cost. 15 luglio 1980, n. 157).
Tuttavia, è opportuno rammentare in questa sede che il problema dell'adeguatezza degli assegni futuri non trova soluzione nella riforma previdenziale del 2011. Ciò perché non è affrontato quello che, ad avviso di chi scrive, era – ed è – uno dei nodi cruciali su cui il legislatore avrebbe dovuto confrontarsi: vale a dire, quello del legame tra la rivalutazione del montante contributivo e la crescita del prodotto interno lordo, specie se si tiene conto delle attuali dinamiche macroeconomiche (il riferimento è all'art. 1, legge n. 335/1995 che stabilisce un accantonamento annuale pari al 33 per cento della retribuzione imponibile nonché una rivalutazione annuale sulla base delle variazioni medie del prodotto interno lordo).
Neppure sembra possa sostenersi che la delicata questione sia stata affrontata dal disegno di legge di riforma del mercato del lavoro n. 3249 del 2012, sebbene il medesimo sia considerato "il naturale completamento alla riforma previdenziale" perché perseguirebbe "l'obiettivo di accrescere l'occupazione e renderla più stabile" (E. Fornero, Il Sole 24 Ore, 17 maggio 2012, 28).
Piuttosto, la sensazione che se ne trae è che il disegno di legge n. 3249 finisca per differire nel tempo i nodi più critici, essendo privo di raccordi indispensabili con la nuova previdenza fondata sul metodo di calcolo contributivo. Gli studi classici fanno venire in mente il detto di Cesare il quale

– secondo la biografia di Plutarco – avrebbe affermato che "è meglio essere primi in un piccolo villaggio delle Gallie che essere secondi a Roma".
Allora se intervenire sul rapporto tra la rivalutazione del montante contributivo e il prodotto interno lordo è un'esigenza cui non può sottrarsi la previdenza obbligatoria, ci si può domandare come quella complementare, basata – è bene rammentarlo – su un sistema volontario e a capitalizzazione, possa trascinare il primo pilastro, pur sempre mantenendo un impianto normativo governabile, trasparente e poco dispendioso, nella consapevolezza che l'assegnazione del ruolo secondario che le è stato fin qui assegnato è frutto delle sue croniche debolezze interne.
Nelle due arene, prefigurate da A. Tursi (La nuova disciplina della previdenza complementare. D.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 in NLCC, 2007), quella del mercato della gestione finanziaria dei capitali accumulati, in cui competono ordinariamente i soli soggetti for profit a ciò abilitati e quella in cui prendono corpo, con modalità eterogenee, le forme e le strutture deputate a far da tramite tra la prima arena e i destinatari della previdenza complementare (i fondi pensione), è tempo ora di confrontarsi ed attendersi modifiche legislative che considerino la necessità di ridisegnare le regole sulla massimizzazione dei rendimenti delle forme pensionistiche complementari.
Riprendendo in parte il ragionamento prospettato in maniera più esaustiva nel mio contributo "La gestione finanziaria nei fondi pensione negoziali tra vincolo previdenziale, massimizzazione dei rendimenti e modelli alternativi", pubblicato sul Massimario di Giurisprudenza del Lavoro (n. 5 del 2011, 345- 362), si intende dare sostanza a quanto M. Cinelli (La previdenza volontaria nel sistema italiano e comunitario di sicurezza sociale. Art. 2123. Codice civile commentato, Milano, 2010, 21, in nota n. 44) aveva già lucidamente sostenuto, affermando segnatamente che "…che qualsiasi, pur labile, vincolo di impiego …implicando una resistenza alla regola del libero mercato non può che risolversi in una minore redditività degli investimenti stessi e, conseguentemente, in un freno al decollo alla previdenza complementare, vanificando, così, il disegno dell'attuale legislatore".
D'altronde, la gestione finanziaria del fondo pensione negoziale (o chiuso) si presenta, per molti aspetti, dissimile da quella di altri patrimoni, in considerazione delle peculiarità attinenti ai flussi finanziari, degli obiettivi da raggiungere, del processo dell'investimento, dei vincoli posti dalla legge in funzione delle innate caratteristiche.
Occorre allora chiedersi se il moderno sistema di risparmio ai fini previdenziali, introdotto in Italia nel 1993 e riformato nel 2005, operando secondo una rigorosa, razionale, logica prudenziale finisca per rendere evanescente la prospettiva che invece dovrebbe prefiggersi la forma pensionistica complementare, specie quella negoziale, che è quella di ottenere un rendimento stabile e più elevato, dal momento che il vincolo di impiego delle risorse accumulate può risolversi in una minore redditività degli investimenti stessi.
Dai dati pubblicati di recente dall'Autorità di Vigilanza (Relazione COVIP, 23 maggio 2012, 48 e ss. in Bollettino ordinario Adapt, 29 maggio 2012, n. 20) si scorge che "…nel 2011 i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati nella media inferiori alla rivalutazione del TFR; quest'ultima, sospinta dal riacutizzarsi di pressioni inflazionistiche, si è attestata al 3,5 per cento. I fondi pensione negoziali hanno reso lo 0,1 per cento, mentre sono stati negativi i risultati dei fondi pensione aperti, -2,4 per cento. Per quanto riguarda i piani previdenziali individuali, a fronte di un -5,7 per cento registrato dai prodotti unit linked di ramo III, il rendimento delle gestioni separate di ramo I è stato del 3,5 per cento".
L'analisi dei dati sui rendimenti conseguiti se, per un verso, pare rassicurare anche il più ostinato dei detrattori della previdenza di secondo pilastro – a costoro sarebbe sufficiente richiamare alla mente che nell'anno 2011 la Borsa di Milano era – 25% mentre i fondi pensione hanno oscillato intorno allo 0, così da azzerarne i rischi – per un altro verso, può convincere il legislatore che la strada intrapresa può essere migliorata, e finanche perfezionata, pur sempre nel rispetto delle finalità segnatamente previdenziali.
2. Modelli alternativi di gestione finanziaria dei fondi pensione: una diversa soluzione
Il modello attuale di gestione finanziaria è basato su uno schema composto da un mix di norme di natura legislativa (ed amministrativa) e di regole tecnico-finanziarie che, pur in presenza di alcuni

nodi critici, provano a contemperare l'esigenza di libertà nelle movimentazioni del portafoglio dei fondi pensione con quella del rispetto di limiti che deve porsi la «persona prudente» (art. 18, direttiva 3 giugno 2003 n. 2003/41/CE). In sostanza, ogni fondo pensione investe, per il tramite di gestori finanziari, specializzati ed abilitati, almeno cinquecento titoli divisi per Paese, settore e tipologia, tenendo conto i principi e i limiti stabiliti dall'art. 2 del D.M. n. 703 del 1996 avendo riguardo agli obiettivi di: a) diversificazione degli investimenti; b) efficiente gestione del portafoglio; c) diversificazione dei rischi, anche di controparte; d) contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo; e) massimizzazione dei rendimenti netti.
In qualche Stato si afferma un modello di regolazione degli investimenti dei fondi pensione, mutuato dall'esperienza delle banche, basato su una risk-based supervision, vale a dire incentrato su buone pratiche di gestione del rischio, con progressivo distacco dalle restrizioni quantitative. Un sistema che, prevedendo la partecipazione di diversi soggetti qualificati in possesso di adeguati requisiti professionali nonché di un elevato livello di specializzazione (i componenti del fondo pensione, l'autorità di vigilanza, gli operatori di mercato, includendovi i revisori, gli attuari, i membri di fondi, le società di rating, gli analisti di mercato), devolve al fondo pensione la capacità di identificare, misurare e controllare tutti i rischi rilevanti.
Trattasi di metodi basati sul rischio che manifestano una maggiore predilezione ad essere applicati nei sistemi pensionistici a prestazione definite (Cfr. l'analisi di Campbell, John Y., Yeung Lewis Chan and Luis M. Viceira, A Multivariate Model of Strategic Asset Allocation in Journal of Financial Economics, 2003, 67, 41-80). Il passaggio da un sistema fortemente normato e vincolato a restrizioni quantitative, diversificato per singole tipologie di valori mobiliari, ad un altro regolato e aperto presuppone la capacità di identificare, di misurare e di gestire i rischi rilevanti, a cui dovrebbe fare riscontro una architettura interna di gestione dei rischi del fondo pensione, ricorrenti controlli interni, e verifiche periodiche ad opera delle autorità di vigilanza. In alcuni contesti (ad esempio, la Danimarca e il Messico) l'adozione di schemi diversi da quelli tradizionali è stata giustificata dalla ricerca di più elevati rendimenti e di una maggiore efficienza dei fondi pensione. In quei casi, il regime degli investimenti è stato progressivamente liberalizzato e i fondi pensione sono stati legittimati a impiegare le risorse accumulate in investimenti ritenuti tradizionalmente rischiosi. L'adozione di tali schemi non pare contrastare con la direttiva 2003/41/CE e, in particolare, con l'art. 18 sull'obbligo di indirizzo della limitazione di tipo quantitativo degli investimenti e sulla possibilità degli Stati membri, in conformità dei paragrafi da 1 a 4 della medesima direttiva, "di emanare regole più dettagliate per gli enti pensionistici aventi sede nel loro territorio, incluse regole quantitative, purché giustificate da criteri prudenziali, al fine di tenere conto del complesso degli schemi pensionistici gestiti da tali enti". La direttiva impone dagli Stati membri l'adozione di regole, anche dettagliate, che abbiano per oggetto una gestione prudente delle risorse. Tra di queste sono indubbiamente da annoverare quelle che fissano soglie quantitative agli investimenti ma non sembra possa escludersi la presenza di regole alternative, modellate sull'atteggiamento della «persona prudente», il cui snodo sarebbe rappresentato dal rafforzamento della governance delle forme pensionistiche. Ne esaminiamo alcune per saggiare l'adattabilità al nostro sistema di regolazione dei fondi pensione negoziali.

### 2.1. L'esperienza messicana

I fondi pensione messicani hanno adottato un modello specifico e dettagliato di gestione del rischio, trasfuso in un specifico regolamento rilasciato dall'autorità di vigilanza. L'alleggerimento delle norme in ordine agli investimenti (più rischiosi anche attraverso l'impiego di derivati) è stata accompagnata da altre regole destinate a limitare l'assunzione di rischi eccessivi. A differenza della esperienza danese e di quella australiana che non prevedono alcuna unità per la gestione del rischio, tutti i fondi pensione presentano all'interno del Consiglio amministrazione due commissioni di gestione del rischio, di cui la prima con l'obbligo di vigilare sul rischio operativo e la seconda su quello finanziario. Ogni commissione deve essere composta da almeno cinque membri, di cui tre

componenti del Consiglio. Almeno uno dei membri del Consiglio deve essere indipendente. Gli altri membri sono costituiti dal Chief Executive Officer (CEO) e dal Chief Risk Officer (CRO). In particolare, il Chief Risk Officer è responsabile di un'unità di gestione del rischio (Uaria), indipendente e centrale, e deve riferire al Consiglio, al Capo Executive Officer e al Pension supervisors. Il regolamento specifica nel dettaglio i compiti e gli obblighi del Chief Risk Officer, tra cui le interazioni con altri componenti chiave, come il Chief Investment Officer. Il regolamento impone inoltre la presenza di un responsabile con il compito di garantire il rispetto delle norme. Il modello di gestione seguito in Messico riflette le particolari caratteristiche del sistema messicano che tiene conto del numero esiguo dei fondi pensioni presenti in tale paese. Non mancano perplessità sull'eventuale importazione di questo tipo di regolazione in sistemi in cui siano presenti un numero maggiore di fondi pensione. Le limitazioni sono stabilite nella forma di un indicatore denominato "value at risk". Esso rappresenta la stima della perdita potenziale sulle posizioni in portafoglio derivante da movimenti avversi del mercato, espressa in termini monetari e verificabile con un certo livello di probabilità su uno specifico orizzonte temporale. Sotto questo profilo, il Messico è considerato il precursore dell'impiego del VaR in ambito previdenziale, stante l'applicazione unicamente riservata al settore bancario e assicurativo. Tale modello rimane controverso a causa della sua adattabilità ad orizzonti di investimento di breve periodo, poco coerenti con gli obiettivi previdenziali (cfr. Campbell, John - Luis Viceira, Strategic Asset Allocation. Portfolio Choice for Long-Term Investors. Oxford University Press, 2002, Oxford).

**2.2.Segue: Danimarca**

La Danimarca ha adottato un modello di gestione finanziaria che viene qualificato ibrido (Così Brunner, Hinz and Rocha, Risk-Based Supervision of Pension Funds, Financial Policy Development Unit, The World Bank, Paper 4491, 2008, 18 e ss.), dal momento che aggiunge al controllo del margine di solvibilità minimo dei fondi pensione - basato sulla valutazione corrente delle passività - un "stress test" sul rischio, denominato " "traffic light system", effettuato sulla composizione del patrimonio. La prima verifica sullo stato di solvibilità del fondo, monitora - due volte l'anno- le fluttuazioni dei tassi di interesse e dei costi delle attività. Il traffic light system costituisce un sistema di segnalazione dei rischi e si compone di una luce verde conferita a quei fondi pensione che si trovano in stato di solvibilità accettabile; di una luce gialla per quelli che risultano in una situazione di pericolo potenziale; infine, di una luce rossa nel caso di gravi ed immediate criticità. Lo scopo di tale sorveglianza è quella di aumentare la consapevolezza dei rischi della gestione dei fondi pensione. Quando ad un fondo pensione viene accordata una segnalazione di colore rosso significa che quel fondo viene sottoposto a interventi decisi affinché non siano pregiudicati gli interessi degli aderenti e delle altre parti interessate. Tuttavia, una luce rossa non implica necessariamente che il fondo pensione sarà immediatamente interessato alla gestione della crisi. Se il fondo pensioni permane in una situazione di luce rossa per un lungo periodo, sarà richiesto ad esso di apportare tutte le misure indispensabili per ridurre i rischi. All'Autorità di Vigilanza di norma viene sottoposta una relazione mensile dal fondo pensione, seguita dall'impegno di non aumentare l'esposizione al rischio. I relativi piani di rientro e di azione elaborati dal fondo devono essere presentati all'autorità di vigilanza. La Danish Financial Supervisory Authority (DFSA) individua il termine massimo per il ripristino della situazione finanziaria, a seconda delle dimensioni del deficit e degli sviluppi del mercato. A differenza del modello olandese in cui sono richiesti specifici interventi per favorire il ripristino dello stato di solvibilità, in quello danese i fondi pensioni sono mantenuti all'interno del margine di solvibilità attraverso i predetti dispositivi di segnalazione.

## 2.3.Segue: Australia

L'introduzione di nuovo modello di gestione finanziaria in Australia è stato motivato dal numero elevato di fondi pensione e dalla necessità di assicurare una vigilanza efficiente sia a favore di quelli esposti a rischi maggiori sia nei confronti di quelli con capacità di gestione del rischio più debole (Cfr. Black, The Development of Risk Based Regulation in Financial Services: Canada, the UK, and Australia, Center for the Analysis of Risk and Regulation, London School of Economics, 2004, UK; Thompson, Risk-Based Supervision of Pension Funds in Australia, Unpublished manuscript, The World Bank, 2006,Washington DC).
L'Australia ha fatto notevoli progressi nella costruzione di un sistema globale del rischio, attraverso l'individuazione di risk scoring model che viene applicato con diversi adattamenti a seconda del tipo di fondo pensione. L'Australian Prudential Regulatory Authority (APRA) esamina l'adeguatezza degli investimenti, dei processi di gestione, incluse le strategie di investimento, l'asset allocation, la diversificazione, la liquidità, la misurazione delle prestazioni, il monitoraggio e il benchmarking. Tale verifica non attiene solo il rispetto delle regole di investimento, ma anche la gestione del rischio a fronte di buone pratiche del settore.
Il modello di rischio adottato prende in considerazione l'esposizione ai rischi finanziari (nonché la capacità a gestire tali rischi e le misure attuate per mitigarne gli effetti) attraverso un sistema a punteggio (cd. Probability and Impact Rating System). In questo modo, il voto conseguito dal fondo pensione consente all'autorità di vigilanza di realizzare un'attenta attività di monitoraggio e verifica. I fondi pensione definiti "normal' category" sono sottoposti ad una regolare attività di vigilanza; quelli "oversight' category" sono assoggettati a controlli frequenti; quelli "mandated improvement""sono subordinati a piani di miglioramento; quelli "restructure" sono destinatari di controlli intensi e azioni specifiche e immediate. Tale modello, come è stato evidenziato (Brunner, Hinz and Rocha, Risk-Based Supervision of Pension Funds, Financial Policy Development Unit, The World Bank, Paper 4491, 2008, 18 e ss.), permette all'APRA di destinare maggiori risorse a quei fondi pensione il cui fallimento avrebbe un impatto maggiore sul sistema finanziario. In Australia sono previste unità specializzate che forniscono assistenza tecnica su diversi tipi di rischi anche ai fini della definizione di una politica di azione. Peraltro, tra i compiti dell'APRA vi è quello di emanare una nota di orientamento nella quale individuare i criteri di gestione del rischio.
Dunque, l'esperienza australiana devolve alla autorità di vigilanza sui fondi pensione una serie di strumenti per garantire l'introduzione di una sana gestione del rischio (cfr. APRA, Annual Report, 2006), fornendo nel contempo la necessaria flessibilità per i fondi pensione di diverse dimensioni.

## 3. Conclusioni

Dall'esperienza di altri paesi, anche europei, è possibile ricavare la peculiare attenzione assicurata alla struttura organizzativa, ai processi decisionali dei fondi pensione e al monitoraggio degli investimenti e dei rischi. Ciò in quanto si riconosce che buone pratiche di gestione del rischio sono intraprese nell'interesse delle parti e sono premiate dal mercato attraverso rendimenti più elevati. Tali modelli enfatizzano l'opportunità di affiancare ai principi generali sulla gestione la presenza di un parametro oggettivo con funzione di verifica dei risultati di gestione.
Sotto questo profilo, l'esperienza messicana sull'impiego dell'indicatore VaR (value at risk), si presenta compatibile con l'impostazione della «persona prudente» cui fa riferimento la Direttiva del 2003 e, sotto certi aspetti, consente un apprezzamento del rischio in modo intuitivo e economico, consentendo la valutazione integrata delle varie asset class presenti nel portafoglio del fondo pensione. Esso si presta ad essere differenziato per ciascun comparto, secondo una struttura naturalmente coerente con i diversi livelli di rischio, superando una delle criticità dell'attuale benchmark. Ad ogni modo gli eventuali e diversi criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti dovrebbero essere indicati nello statuto della forma pensionistica. Ed è proprio in quella sede che andrebbero contemplati i principi di riferimento e gli

indici predefiniti (ad esempio, il VaR in sostituzione del benchmark) ai fini dell'orientamento degli impieghi delle risorse, assicurando una configurazione elastica dei relativi poteri ed un'equilibrata agibilità operativa del fondo pensione.
Peraltro, in questi modelli l'aderente dovrebbe avere una precisa conoscenza del modello di gestione del fondo pensione (cfr. l'art. 19, d.lgs. n. 252/2005), confrontando le linee di investimento che più si adattino alla contestualizzazione del rischio nell'ambito della previdenza, nella consapevolezza, per un verso, che è la diversità delle funzioni e dei ruoli a svolgere un'essenziale protezione del risparmio accumulato nel fondo pensione, al di là dei limiti normativi e gestionali che pure si presentano necessari; e, per un altro verso, che la massimizzazione dei risultati è obiettivo raggiungibile a fronte di schemi gestionali che controllino, e non evitino o semplicemente limitino, i rischi legati agli investimenti del fondo pensione negoziale.

***Michele Squeglia***
Scuola internazionale di Dottorato in Formazione della persona e mercato del lavoro
Adapt-CQIA, Università degli Studi di Bergamo