n. 56/2014

newsLETTER

IN QUESTO NUMERO:

2/4 **Editoriale**

Ecco che cosa cambia con le nuove regole per gli investimenti

Dopo molti rinvii la versione aggiornata del «703» è pronta per vedere la luce. Queste sono le principali novità

5/6 **La parola a... Michele Squeglia**

Il Welfare aziendale si fa così

Le buone pratiche delle aziende per migliorare la vita ai propri dipendenti

7/10 **Tendenze**

La concorrenza funziona: i costi dei fondi diminuiscono

La parificazione delle varie forme di previdenza integrativa sta producendo risultati positivi sotto il profilo degli oneri di gestione, anche se le differenze restano rilevanti

11 **Comunicazione e m@rketing**

L'importanza di capire i comportamenti previdenziali

Gli studi sulla previdenza comportamentale applicati alla comunicazione di un fondo

12 **Spazio news**

ITALIA | Il rating secondo la Covip

L'authority è intervenuta sul merito di credito in diverse occasioni. Che Mefop ha riepilogato

13 MONDO | Stop and go nel 2012 per i sistemi previdenziali

Nazionalizzazione dei patrimoni, incentivazioni, consolidamenti. L'Ocse fa il punto sull'andamento e sulle prospettive dei fondi pensione

14/16 **Sotto la lente**

Quel Dpi può migliorare

Si chiama Documento sulla politica di investimento del fondo pensione. Mefop ne ha messi a confronto 70. Ecco i risultati

Newsletter Mefop n. 56 – aprile 2014 – Anno XII
Aut. tribunale di Roma n.198 del 9/05/2000
Poste Italiane S.p.A. - Spedizione in abbonamento postale - 70% Roma Aut. N° 69/2009

MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Paolo Pellegrini / *Mefop*

Ecco che cosa cambia con le nuove regole per gli investimenti

Approfondimenti

Testo del «nuovo 703» in consultazione nel 2012 http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/Schema_di_DM_limiti_agli_investimenti_e_conflitti_di_interesse.pdf

Parere del Consiglio di Stato www.mefop.it/articoli.php?id=15951

Lo scorso 4 febbraio, con il Parere n. 422/2014, il Consiglio di Stato si è pronunciato sul «nuovo 703» relativo ai nuovi limiti agli investimenti e conflitti di interesse dei fondi pensione.
Nonostante già nel 2004 (cfr. Parere n. 10673/2004 dell'11 ottobre 2004, disponibile a questo linkhttp://www.mefop.it/documento/5844/Parere_Consiglio_di_Stato.pdf), si sia arrivati al parere del Consiglio di Stato senza che a questo sia poi seguita l'adozione del decreto di aggiornamento dei limiti agli investimenti, pare, invece, oggi corretto affermare che vi siano finalmente tutti gli elementi per considerare l'adozione del «nuovo 703» esclusivamente una questione di tempo.
Il contesto attuale, infatti, vede ormai improcrastinabile l'adozione di un testo che sostituisca il vecchio d.m.703/96, data l'ormai insanabile obsolescenza del testo vigente. Come si è avuto modo di sottolineare in più occasioni, dopo 18 anni non poteva che essere così. A titolo di esempio, basti ricordare che la norma sulla copertura valutaria delle attività menziona ancora gli Ecu quale valuta di riferimento domestico.
Oltretutto, una ulteriore ragione di urgenza è rappresentata dalla circostanza che dopo l'aggiornamento del 703 per i fondi pensione, seguirà la messa in consultazione del «nuovo 703 per le Casse», vale a dire il provvedimento di regolamentazione dei limiti agli investimenti, conflitti di interesse e banca depositaria, rivolto alle casse professionali, la cui emanazione è appannaggio del Ministero dell'economia. L'adozione di questo secondo provvedimento, cui le istituzioni stanno lavorando, è particolarmente pressante, atteso che in questa fase le Casse professionali stanno modificando la propria politica di investimento e avrebbero tutto l'interesse di conoscere quanto prima le disposizioni di cui dovranno tenere conto.

Il nuovo 703 per le Casse Professionali
«Le nuove regole della gestione finanziaria delle Casse professionali», di Paolo Pellegrini, in *Osservatorio Giuridico* n. 33 – gennaio 2014, Sezione Speciale Casse, pag. 33

Il Consiglio di Stato, pur suggerendo alcuni possibili miglioramenti del testo, sostanzialmente conferma nel suo parere la correttezza dell'impianto normativo sottoposto alla sua attenzione.
Ma quali sono le novità principali della nuova regolamentazione? Va innanzitutto pre-

messo che le nuove regole entreranno in vigore dopo un regime transitorio di 18 mesi, adattarsi non dovrebbe comportare quindi problemi particolari.
Nel nuovo testo, pur mantenendo principi e criteri di gestione analoghi a quelli attuali, l'obbligo di esporre un parametro oggettivo di riferimento viene riferito non più necessariamente al *benchmark*, quando questo tipo di indicatore non è coerente con gli obiettivi e la politica di investimento posta in essere dal fondo pensione. Questa previsione normativa, congiuntamente a quella analoga contenuta nelle disposizioni sul processo di attuazione delle politiche di investimento, apre di fatto a gestioni alternative a quelle a benchmark, prevalentemente adottate oggi dai fondi pensione.
La semplificazione poi riguarda anche la griglia delle restrizioni quantitative, in favore di uno spostamento dell'attenzione del regolatore – e dell'autorità di vigilanza – sul modello organizzativo di gestione e controllo del rischio, che deve essere proporzionato alle caratteristiche della gestione del fondo pensione. L'idea centrale è che, al di là delle residue restrizioni quantitative, è tendenzialmente ammesso qualsiasi tipo di investimento a patto che il fondo sia in grado di gestire (in caso di gestione diretta) o controllare (per la gestione convenzionata) l'andamento della gestione. Il tutto sotto il controllo attento della Covip, che avrà a disposizione, quale primaria fonte di informazione, cui eventualmente aggiungere le risultanze delle visite ispettive, il *Documento sulla politica di investimento*, nel frattempo adottato dai fondi pensione sulla base della regolamentazione di cui alla Delibera del 16 marzo 2012.
Rispetto al d.m.703/96, che limitava l'universo investibile a un numero chiuso di attività, lo schema di regolamento appare ben più ampio riferendosi a categorie giuridiche note – soprattutto alla luce delle definizioni, allineate al *Testo unico della finanza* – e potenzialmente suscettibili di coprire l'intero universo investibile: strumenti finanziari, Oicr, depositi bancari, derivati, ecc.
Restano non ammesse, invece, le vendite allo scoperto e le operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto.
Come accennato, alcuni limiti quantitativi vengono conservati. In particolare, si prevede un limite minimo agli investimenti in strumenti finanziari quotati pari al 70%, equiparando comunque gli Oicr armonizzati aperti agli strumenti finanziari quotati. La nozione di mercati regolamentati, rinviando alla disciplina finanziaria, richiama i mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea, consentendo al fondo pensione di indicarne altri che possano essere equiparati ai primi. Si prevede, poi, un limite di concentrazione del 5% in titoli emessi da un unico emittente (portato al 10% per gli investimenti nel gruppo), che però non opera per i titoli di Stato. Circa l'esposizione valutaria, si consente un investimento non denominato in euro fino al 30% del totale, restringendo il limite attuale che è pari a 2/3 del portafoglio.
I derivati, come oggi, sono ammessi se utilizzati per finalità di copertura o gestione più efficiente, lasciando inalterata la leva del portafoglio del fondo pensione. Si prescrive, però, che i contratti siano stipulati con una controparte centrale. Da ultimo, si consente l'investimento in strumenti finanziari connessi a merci per non più del 5%.
Merita attenzione anche la disciplina degli investimenti in Oicr. In linea generale, il ricorso agli Oicr è ammesso a patto che il fondo motivi adeguatamente le ragioni che lo hanno indotto a tale forma di investimento, ad esempio per le dimensioni ridotte del portafoglio, perché necessario per perseguire una determinata politica di investimento oppure per ragioni di efficienza o di efficacia. Inoltre, occorre che l'investimento sia coerente con la politica di investimento del fondo pensione, generi una concentrazione del rischio compatibile con i parametri definiti dal fondo, il quale deve poi possedere le capacità di monitorarne il rischio e il rispetto dei principi e criteri indicati nello schema di regolamento. Rispetto ai costi, l'investimento in Oicr non deve comportare oneri aggiuntivi oltre a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti nella nota informativa. Sussistono comunque rispetto agli Oicr alcune restrizioni quantitative. Ad esempio, l'investimento in fondi chiusi e alternativi va contenuto entro il 20% del patrimonio del fondo pensione e il 25% del patrimonio del fondo chiuso/alternativo oggetto di investimento.
Restano ferme le deroghe previste per i fondi preesistenti dal d.m. 62/07, i quali, pur

«… da un universo investibile limitato si passa a un universo investibile più ampio…»

«…una maggiore libertà di investimento implica una maggiore responsabilità del fondo…»

applicando la disciplina del d.m.703/96 a decorrere dal 31 maggio 2010, mantengono – e manterrebbero anche in prospettiva – le specifiche deroghe relative alla gestione assicurativa, alla gestione immobiliare diretta (che è stata ricondotta comunque entro il 20% entro 31 maggio 2012, salvo deroga), nonché la possibilità di mantenere il modello della gestione diretta, eventualmente senza banca depositaria, obbligatoria solo in caso di gestione finanziaria convenzionata.
Come si è già accennato, la nuova disciplina ribalta completamente l'approccio passato. Da un universo investibile limitato, caratterizzato da molte restrizioni quantitative, si passa a un universo investibile molto più ampio, con pochi limiti quantitativi reputati tuttora essenziali. Ciò, però, è ammesso, non solo a patto che il fondo lo sappia gestire (in caso di gestione diretta, ove ammessa) o controllare (in caso di gestione convenzionata), ma anche che gli investimenti scelti siano funzionali agli obiettivi del fondo pensione, formalizzati nel *Documento sulle politiche di investimento*.
Il nuovo decreto rende l'investimento tendenzialmente più libero, ma si tratta tuttavia di una libertà che implica una maggiore responsabilità.
Qualche ulteriore ritardo nell'approvazione – verosimilmente di non più di qualche settimana – potrebbe arrivare per la necessità di tenere conto del recepimento della *Direttiva Aifmd* in materia di fondi alternativi, appena introdotta nel nostro ordinamento con il d.lgs. 44 del 4 marzo 2014. Questo recepimento, pur non essendo particolarmente rilevante per i fondi pensione, potrebbe imporre comunque un approfondimento al fine di garantire la piena coerenza dei richiami normativi che i due testi fanno al *Testo unico della finanza*, nella parte in cui sono definiti i diversi strumenti finanziari oggetto di possibile investimento.

Direttiva AIFMD
«Ora i fondi alternativi sono a portata di pensione», in *Newsletter* n. 54 ottobre 2013

Nel frattempo, il 27 marzo scorso è stata approvata anche la proposta di revisione della *Direttiva sugli enti pensionistici aziendali e professionali* (Iorp II). Rispetto alle nuove proposte la normativa italiana risulta già molto avanzata, sotto più punti di vista. Ad esempio, sul versante della trasparenza e della valenza organizzativa del documento sulla politica degli investimenti, la nostra regolamentazione è già al passo con le nuove proposte, anche nella parte in cui per la funzione di controllo di rischio (funzione finanza) e di *audit* si richiede che siano svolte da soggetti diversi da quelli che svolgono l'operatività (art. 25). Alcuni aspetti, tuttavia, se saranno confermati nel testo finale della direttiva, ci richiederanno l'adozione di qualche accorgimento, ad esempio sulla *governance* per la quale si prevede l'obbligo di pubblicità delle politiche di remunerazione degli organi direttivi (art. 24). Qualche ritocco riguarderà anche la parte relativa alla gestione finanziaria, per la quale è stata annunciata la prossima adozione di una comunicazione relativa all'incoraggiamento di investimenti di lungo periodo. Alla luce di queste considerazioni, il «nuovo 703» rappresenterà sicuramente un tassello importante per l'evoluzione dei modelli gestionali degli investitori previdenziali. Altrettanto evidente, però, è la circostanza che esso non potrà che essere una tappa di passaggio, cui dovranno seguire rapide e ulteriori evoluzioni.

Testo della proposta di Direttiva IORP II
Proposta Comunicazione Commissione su investimenti di lungo periodo
http://www.mefop.it/articoli.php?id=16052

Michele Squeglia / *Università degli Studi di Milano*

Il Welfare aziendale si fa così*

L'espressione «welfare aziendale» è impiegata per indicare in modo breviloquente l'insieme di *benefit* e servizi, forniti ai propri dipendenti al fine di migliorarne la vita privata e lavorativa, che vanno dal sostegno al reddito familiare, allo studio e alla genitorialità, alla tutela della salute, fino a proposte per il tempo libero, ai contributi, alle borse di studio per le spese scolastiche e alle agevolazioni di carattere commerciale. D'altronde, la libertà dei privati, sancita a livello costituzionale (artt. 18, 33, 38 e 39), di organizzarsi per finalità previdenziali, assistenziali, culturali e di istruzione avvalora la convinzione che «lo sviluppo del welfare privato, e segnatamente di quello aziendale, non è posto in contraddizione con le basi del welfare pubblico; ma è legittimato ad arricchirlo, ampliando la capacità di risposta dell'intero sistema alla domanda di qualità sociale e al benessere delle persone»[1].

Sul piano giuridico, la nozione di welfare aziendale si presenta «disorganica e a-sistematica», riconducendosi ad essa: *a)* la previdenza e l'assistenza integrativa e/o complementare, comprensiva della previdenza complementare disciplinata dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252[2]; *c)* gli ammortizzatori sociali contrattuali di cui alla recente riforma del mercato del lavoro (legge 28 giugno 2012, n. 92); *b)* l'assistenza sanitaria integrativa disciplina dall'art. 9, decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502; *d)* le forme di retribuzione non monetarie (*fringe benefits*, retribuzione in natura, beni e sevizi aziendali per la generalità dei dipendenti o loro familiari)[3]. Non vi è però dubbio che tra i contenuti del welfare aziendale, la previdenza e la sanità rivestono un'importanza fondamentale che trova un'inequivocabile conferma sia dalle risorse investite sia dall'ambito di diffusione. Se gli esempi attuali e più diffusi di welfare aziendale si rinvengono nella grande impresa, proponendosi come «isole di benessere»[4], le piccole e medie imprese, non beneficiando di risorse finanziarie sufficienti, non sono in grado di realizzare piani di welfare progettati sulla base dei bisogni previdenziali e assistenziali dei lavoratori dipendenti. Ed è in questo contesto che il welfare aziendale attecchisce, presentando una diversità di modelli, la cui scelta finisce per essere condizionata da esigenze economiche contingenti e dalle opportunità riconosciute sul piano fiscale.

In primo luogo, gli interventi di welfare possono essere soddisfatti ricorrendo all'iniziativa unilaterale del datore di lavoro, il quale di fronte ad una richiesta di bisogni di diverso genere e natura, giunge alla conclusione di costruire un piano di welfare modellato ad immagine dei bisogni previdenziali e sociali dei dipendenti della propria azienda. In questo modello il sindacato è consultato quale mediatore tra l'azienda e il consenso dei lavoratori senza essere però coinvolto nel *decision making* e nella gestione[5].

Diverse si presentano le «iniziative di rete» che nascono dalla condivisione progettuale e di risorse tra gli attori locali pubblici e privati al fine di sostenere i territori e le realtà imprenditoriali locali nello sviluppo di misure innovative di welfare aziendale,

** Il presente contributo riprende le riflessioni contenute in Squeglia M., «La "previdenza contrattuale". Un modello di nuova generazione per la tutela dei bisogni previdenziali socialmente rilevanti» in Galantino L. e Hernandez S. (diretta da), «Studi di diritto del lavoro», Giappichelli, Torino, 2014 in corso di pubblicazione.*

interaziendale e di respiro territoriale (cfr. art. 3, comma 4-*ter*, decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5, convertito con legge 9 aprile 2009, n. 33 e successive modificazioni). Con esse si realizza una forma di cooperazione interaziendale per unire competenze ed esperienze[6] e ottenere vantaggi di scala sulla materia del welfare, come del resto dimostrano alcune recenti evidenze empiriche[7].

Un altro esempio di welfare che presenta la peculiarità di essere interamente autofinanziato dai lavoratori è previsto nel settore pubblico e offre una variegata tipologia di prestazioni con l'obiettivo di promuovere il benessere individuale e collettivo dei dipendenti e pensionati pubblici. Si tratta della previsione contenuta nell'art. 1, comma 245, legge 23 dicembre 1996, n. 662 e nel decreto del Ministro del Lavoro e della Previdenza Sociale, di concerto con il Ministro del Tesoro, del 28 luglio 1998, n. 463 secondo cui tutte le prestazioni di welfare (creditizie e sociali), sono finanziate in via esclusiva dalla *Gestione unitaria delle prestazioni creditizie e sociali* (il cd. «Fondo credito»), alimentata dal contributo obbligatorio degli iscritti, dagli interessi dei prestiti e dei mutui ipotecari concessi, dal contributo per le spese di amministrazione e dal premio compensativo dei rischi derivante delle operazioni di credito. Un esempio, neppure tanto recente, di ricorso alla mutualità che palesa una soluzione affine a quella prospettata dal legislatore a favore degli enti previdenziali di diritto privato intesa ad autofinanziare, sia pure con diverse modalità, misure e interventi di «welfare professionale»[8].

«Il modello emergente e virtuoso di welfare contrattuale collettivo trova alcune rigidità nel sistema fiscale dei benefits»

Infine, negli ultimi anni è dato rilevare, in alternativa alle politiche aziendali di stampo paternalistico, un modello che devolve una rilevante funzione alla contrattazione collettiva, specie a quella aziendale. Si tratta del tentativo di recuperare sul piano delle relazioni industriali la progressiva perdita di acquisto dei salari e la sempre maggiore riduzione degli aumenti salariali mediante la contrattazione nazionale (per poi essere successivamente integrata da accordi territoriali o aziendali) di un'ampia gamma di prestazioni e di servizi. Ciò discende dalle gravi disparità che il welfare nazionale ha negli anni manifestato, spingendo le parti sociali e la contrattazione collettiva a svolgere «un'opera di tappabuchi» e di supplenza in termini complementari rispetto al welfare pubblico[9]. Si tratta però di un modello che riceve notevoli resistenze dal legislatore nazionale a causa della particolare costruzione fiscale esistente che distingue tra beni/servizi erogati in assenza di obbligo di contratto collettivo e beni/servizi erogati in forza di norma di contratto collettivo, con esclusione dal reddito d'impresa ai fini fiscali/contributivi solo nella prima ipotesi e non anche nella seconda. Sebbene talune tipologie di welfare contrattuale (tipicamente la previdenza complementare e gli ammortizzatori contrattuali) trovino il loro terreno di elezione nel livello contrattuale nazionale, il livello naturale di alcune forme di welfare aziendale rimane la dimensione decentrata: datoriale/aziendale, ma anche quella territoriale, specie con riferimento alle piccole imprese. In effetti, l'una e l'altra tipologia di contrattazione (aziendale e territoriale) appaiono intimamente correlate, trattandosi di obiettivo che non può essere perseguito unicamente con iniziative delle singole imprese, richiedendo per converso un'azione congiunta sul territorio. Un percorso, questo, che è stato già attuato in alcune realtà territoriali ove le associazioni imprenditoriali con i sindacati locali hanno elaborato schemi di welfare modellati alle piccole aziende, e hanno offerto assistenza per la loro fattibilità e per la gestione in comune fra le imprese[10].

Accanto all'opzione del welfare aziendale di natura partecipativa, occorre considerare il modello «eso-aziendale o interaziendale» nel quale si conviene, attraverso uno specifico accordo collettivo, un insieme di interventi e di misure di ispirazione mutualistica, finanziati dalla contribuzione volontaria del datore di lavoro, gestiti pariteticamente e in piena autonomia delle parti attraverso l'istituzione di enti bilaterali e fondi interprofessionali o di categoria. Una ulteriore conferma di come la bilateralità si ponga nell'attuale assetto istituzionale come «un sottosistema del sistema di relazioni industriali» in quanto affianca, ma non sostituisce, gli altri strumenti dell'azione

sindacale quali lo sciopero, la contrattazione collettiva, ecc.[11].
Al di là dell'aspetto dimensionale che può assumere il welfare aziendale (unilaterale, organizzato, contrattuale), resta il fatto che, sotto la spinta di una crescente domanda di servizi da parte dei lavoratori e alla luce delle significative agevolazioni fiscali riconosciute dalla normativa vigente, un numero crescente di imprese integra il proprio sistema di welfare aziendale, adottando una politica definita di «total reward», nell'ambito della quale strumenti di tipo monetario (salario e retribuzione variabile) sono affiancati da strumenti non monetari (*benefit* e servizi) per perseguire obiettivi di ottimizzazione fiscale e contributiva, di fidelizzazione, motivazione e attrazione delle risorse umane e di costruzione di una solida e duratura *corporate identity*. Basti riflettere anche sui modelli innovativi di welfare privato che «entrano prepotentemente nella prassi aziendale, soprattutto transnazionale, e trovano sviluppo in forma di *vouchers*, *crèche facilities*, beni/servizi alla persona e dal nucleo familiare del lavoratore, servizi ai figli, borse di studio, *wellness*, *flex-time*, periodi sabbatici, prestiti agevolati, palestra, vacanze, tempo libero, etc., contrattualizzati o unilateralmente (volontariamente) erogati dal datore di lavoro»[12]. Da questo punto di vista «il *total reward* tende a diventare, da forma di remunerazione del lavoro, forma o modalità di lavoro stesso che può avvalersi del sostegno (o assistenza) pubblico, integrato o sostituito da politiche aziendali *ad hoc*»[13].

«Il total reward tende a diventare, da forma di remunerazione del lavoro, forma o modalità di lavoro stesso che può avvalersi del sostegno (o assistenza) pubblico, integrato o sostituito da politiche aziendali ad hoc»

Ad ogni modo, il raggio di azione del welfare aziendale si presenta molto più ampio rispetto a quello che la cd. «previdenza contrattuale» mirerebbe ad assicurare. Con tale espressione si vuole fare riferimento ad uno schema unitario di previdenza di forme decentrate e autogestite di tutela finalizzate tanto all'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio quanto all'erogazione di strumenti di sostegno al reddito e all'occupazione nei settori esclusi dal sistema degli ammortizzatori sociali pubblici, alla somministrazione di prestazioni sanitarie superiori ai livelli minimi e essenziali garantiti dal Servizio Sanitario nazionale e, più in generale, alla soddisfazione di bisogni previdenziali socialmente rilevanti[14]. Una piattaforma che ha una genesi comune, l'autonomia collettiva, e che ricompone la frammentazione del sistema previdenziale tradizionalmente accolto dal legislatore, senza che vengano meno le esigenze di «liberazione dal bisogno»[15] e il dovere generale di solidarietà[16] in linea con le direttrici di sviluppo di un moderno *Welfare State*, auspicato non solo in ambito europeo[17]. Allora anche parte del welfare aziendale può rientrare nella nozione di «previdenza contrattuale»: se una differenza c'è tra di esse, questa si spiega argomentando che è a livello di azienda che si può meglio verificare l'utilità delle iniziative di welfare, rispetto alla «previdenza contrattuale», su diversi profili: miglioramento del clima aziendale, fidelizzazione e senso di appartenenza dei dipendenti, attrazione delle alte professionalità, risultati positivi sia per l'azienda (riduzione dell'assenteismo, livello di *engagement* del dipendente, qualità della produzione), sia per i dipendenti (risparmi dei tempi e delle spese personali e familiari, migliore rapporto fra quanto erogato dall'azienda e quanto percepito).

Le note del presente contributo continuano a pagina 16.

[1] Treu T. (a cura di), «Welfare aziendale. Migliorare la produttività e il benessere dei dipendenti», Milano, 2013, 5.
[2] V. la significativa indagine di Mefop, «La previdenza pubblica e privata: cosa ne pensano i lavoratori?», Roma, Mefop, 2012.
[3] Tursi A., «Welfare aziendale: profili istituzionali», in «Riv. Pol. Soc.», 3, 2012, 215.
[4] Mallone G., «Imprese e lavoratori: il welfare aziendale e quello contrattuale» in Maino F., Ferrera M. (a cura di), «Primo rapporto sul secondo welfare in Italia», 2013, 68 e ss.
[5] In tale modello (Colombo S., «Il ruolo delle organizzazioni sindacali nelle scelte di welfare aziendale», in «Riv. Pol. Soc.», 3, 2012, 123).
[6] Secondo i dati di Confindustria RetImpresa del 2013 i contratti di rete sono oggi stipulati da più di mille imprese sul territorio nazionale.

Maria Dilorenzo e Antonello Motroni / *Mefop*

La concorrenza funziona: i costi dei fondi diminuiscono

Mefop ha condotto una nuova indagine sugli oneri della previdenza complementare, in cui vengono analizzate le principali voci di costo amministrative e finanziarie, nonché i due indicatori sintetici Isc e Ter di tutti i fondi pensione (Fp) di nuova istituzione (*I costi del sistema di previdenza complementare. Un'indagine comparata tra le diverse forme previdenziali*, Mid Term Report n. 8).
Negli ultimi anni sembra essersi innescato un processo di crescita delle commissioni amministrative, anche se permangono immutate le differenziazioni, in alcuni casi anche molto rilevanti, tra le forme collettive e quelle ad adesione individuale. Tale incremento è presumibilmente da ascrivere alla necessità dei Fp di dotarsi di strutture e risorse necessarie a fronteggiare l'accresciuta mole di attività, derivante dall'aumento degli iscritti e delle masse gestite a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. 252/2005. Inoltre, gli adeguamenti della *governance* e della struttura organizzativa,legati all'applicazione della Delibera Covip 16 marzo 2012, potrebbero portare a un ulteriore innalzamento degli oneri amministrativi sopportati dai Fp.

Gli oneri amministrativi: frequenza di applicazione e ammontare

Costi amministrativi	Tipologia Fp	Spese di adesione	Spese dirette	Anticipazione	Trasferimento	Riscatto	Riallocazione del flusso	Riallocazione della posizone
Frequenza di applicazione del costo	Fpc	85%	97%	62%	44%	46%	5%	41%
	Fpa	80%	68%	14%	73%	32%	13%	38%
	Pip	35%	85%	24%	62%	29%	9%	24%
Ammontare medio in €	Fpc	11	22	18	16	13	10	10
	Fpa	35	17	21	29	26	13	17
	Pip	31	18	28	39	36	63	49

Con riferimento agli oneri amministrativi, si evidenzia una maggiore articolazione nella struttura di costo degli schemi negoziali rispetto alle forme individuali. Per ciascuna delle commissioni considerate, la percentuale di fondi chiusi che ne prevede l'applicazione è sempre maggiore rispetto alle altre forme. Tuttavia, se si valuta il *quantum* applicato, gli schemi individuali sono quelli che, in media, prevedono un onere più elevato. La minore onerosità delle forme collettive si accentua ulteriormente se si considera che, relativamente ad alcune tipologie di costo come le spese di adesione, parte dell'onere in alcuni fondi negoziali è a carico del datore di lavoro.
La minore onerosità dei Fpc rispetto alle altre forme di previdenza integrativa rileva anche nella componente dei costi finanziari. Per i Fp aperti e per i piani individuali di previdenza (Pip) l'ammontare degli oneri di gestione finanziaria è positivamente correlato al profilo di rischio/rendimento del comparto. Al contrario, tale evidenza non si verifica per i Fp negoziali, nei quali le commissioni di gestione risultano notevolmente influenzate dalla previsione della garanzia di rendimento. Il dato particolarmente sot-

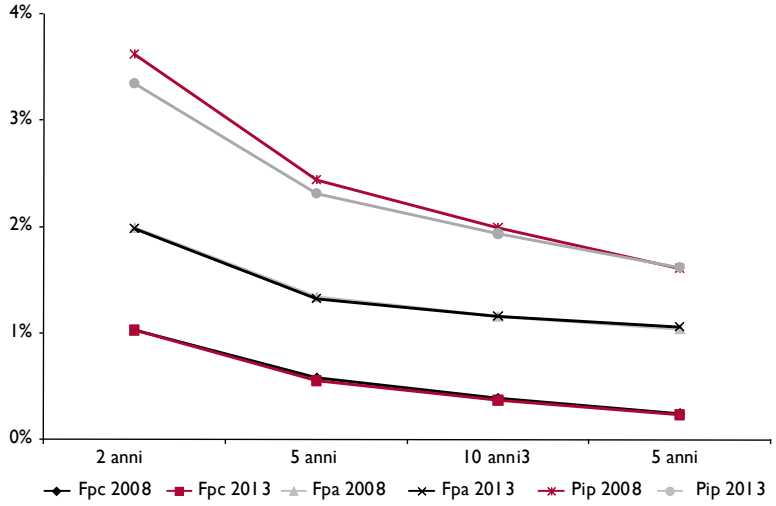
tile dei costi praticati dai gestori ai Fp negoziali fa sì che l'onere della garanzia incida maggiormente sul valore finale della commissione di gestione rispetto alle altre forme. Il costo di un comparto obbligazionario puro senza garanzia è, infatti, pari a 0,07% per le forme collettive, a fronte di 0,78% per gli aperti e 1,05% per i Pip. Nel caso dei comparti obbligazionari misti non garantiti tali livelli sono pari, rispettivamente, a 0,13% per i Fpc, a 1,04% per i Fpa, e a 1,89% per i Pip.

Commissioni di gestione finanziaria per tipologia di comparto (Valori medi)

	Fpc	Fpa	Pip
Obbligazionario puro	0,17%	0,90%	1,05%
Obbligazionario misto	0,18%	1,03%	1,86%
Bilanciato	0,13%	1,24%	1,88%
Azionario	0,14%	1,35%	1,98%
Non classificabile	0,24%	0,98%	2,10%

Il mercato della gestione finanziaria degli schemi contrattuali si caratterizza per l'estrema attenzione riservata dagli organi di governo ai livelli commissionali. Giova ricordare che la gestione a *benchmark* rappresenta ancora oggi il modello di allocazione delle risorse di gran lunga più diffuso tra i fondi occupazionali e, più in generale, tra tutte le forme di secondo pilastro. Inoltre, l'investimento delle risorse si concentra quasi esclusivamente sulle attività finanziarie tradizionali, in particolare titoli di stato, strumenti che presentano livelli commissionali inferiori a quelli delle *asset class* alternative. Tale situazione ha condotto alla stipula di prezzi particolarmente bassi per la gestione finanziaria.
La politica di riduzione dei costi di gestione finanziaria andrebbe rivisitata, alla luce delle implicazioni connesse all'implementazione della Delibera Covip 16 marzo 2012 e, in prospettiva, con l'adozione della nuova disciplina in materia di limiti agli investimenti. Tali provvedimenti pongono sfide molto impegnative, in particolare alla previdenza di natura negoziale, in termini sia di innovazione dei modelli di gestione, sia di adeguamento dei profili di *governance* del processo di allocazione delle risorse. La spiccata attenzione al livello delle commissioni di gestione finanziaria da parte dei Fpc, se da una parte ha il merito di contenere il «cuneo commissionale», dall'altro, tuttavia, potrebbe ostacolare l'introduzione di innovazioni nei modelli di gestione finanziaria e nell'impiego di *asset class* alternative, oltre che all'ammodernamento delle strutture di *governance* dei processi di allocazione delle risorse delineato dai recenti (e futuri) interventi regolamentari.
Il raffronto degli Isc medi delle tre forme pensionistiche segnala ancora una volta che i Fpc sono la forma di previdenza integrativa più economica; all'opposto si situano i piani pensionistici di tipo assicurativo; i Fpa, infine, si collocano in posizione intermedia tra i due. Nel breve periodo le distanze fra le tre forme analizzate appaiono rilevanti, mentre tendono a ridursi col prolungarsi della permanenza nel Fp. L'inclinazione delle curve di costo, maggiore nel breve periodo, tende a decrescere con il procedere dell'accumulazione previdenziale; tale inclinazione appare più accentuata nel caso dei Pip (e, seppure in misura minore nei Fpa), a indicare un più elevato ammontare di costi nella prima fase di accumulazione. La scelta del legislatore di parificare le diverse fonti di previdenza integrativa, al fine di lasciare alle forze della domanda e dell'offerta la definizione di un mercato più efficiente, sta producendo risultati apprezzabili. Dall'entrata in vigore del d.lgs. 252/2005, il livello di costo praticato dai vari schemi di secondo pilastro è costantemente diminuito. L'ampiezza di tale fenomeno risulta particolarmente significativa per quei fondi pensione che, come i Pip, all'avvio della riforma presentavano profili di costo particolarmente elevati. Nonostante tali evidenze, l'offerta di previdenza integrativa continua a essere caratterizzata dalla presenza di asimmetrie non trascurabili nei profili commissionali proposti agli aderenti.

Isc per tipologia di forma previdenziale. Confronto 2009-2012 (valori medi)



L'assenza dello scopo di lucro per i Fp negoziali, unitamente a un'organizzazione snella, al massiccio ricorso all'esternalizzazione delle funzioni amministrative e finanziarie e alla crescente forza contrattuale nei confronti dei fornitori di servizi, hanno prodotto una decrescita dei profili commissionali, che si riflette in maggiori risorse da investire per gli aderenti. Essi, inoltre, beneficiano di un economico *network* di collocamento che è costituito dalle rappresentanze sindacali e datoriali presenti nel tessuto produttivo.

Di contro, gli istitutori di Fpa e Pip sono operatori commerciali, più sensibili alle logiche di mercato. Non va inoltre dimenticato che nella diffusione di tali prodotti un ruolo determinante è svolto dalle reti territoriali di collocamento, che devono essere adeguatamente incentivate dalle società istitutrici.

Su tale aspetto può essere utile accennare ad alcune novità legislative introdotte di recente sul mercato inglese dei fondi comuni. A inizio del 2013 è entrata in vigore la *Retail Distribution Review*, che vieta alle reti distributive di essere remunerate dalle case prodotto. Spetta al risparmiatore, in fase di sottoscrizione di un investimento, di decidere se avvalersi del supporto di un consulente, e, in questo caso, concordare con lui il prezzo e le modalità di pagamento del servizio, oppure sottoscrivere il prodotto senza ricevere alcun supporto. Tale previsione esplicita il costo della consulenza finanziaria, evidenziando i legami tra società di prodotto e reti distributive e i meccanismi di remunerazione di queste ultime. Esso, inoltre, ha consentito di aumentare il livello di concorrenzialità sul mercato della consulenza agli investitori *retail*, migliorando i profili di efficienza dell'offerta.

Una tale previsione potrebbe avere risvolti positivi anche sul mercato delle forme pensionistiche individuali in Italia. I soggetti istitutori potrebbero diversificare l'offerta previdenziale, affiancando ai prodotti commercializzati attraverso i canali tradizionali, che continuerebbero ad avvalersi della consulenza delle reti distributive, altri che non prevedono alcuna attività di *advisory*. Questi ultimi beneficerebbero di un profilo commissionale più economico rispetto ai primi, dovendo remunerare soltanto i costi sopportati dall'istitutore per l'avvio e la gestione del Fp. Tale prospettiva potrebbe giovarsi, tra l'altro, delle modalità di collocamento on-line, che consentono di accedere al mercato senza passare dall'intermediazione delle reti distributive.

Il contenimento dei costi rappresenta una delle variabili fondamentali per la crescita del secondo pilastro. La scelta di lasciarlo alle forze di mercato sembra dare i primi apprezzabili risultati. Nel mercato si ravvisano però gli spazi per abbassare ulteriormente i livelli commissionali, in particolare sul versante degli schemi individuali. Per quanto riguarda le forme contrattuali, invece, occorre evitare il rischio che l'attenzione al contenimento dei costi freni l'evoluzione dei profili di *governance* e dei modelli di allocazione delle risorse verso forme più coerenti con la finalità istituzionale dei fondi pensione. Agli operatori la possibilità di cogliere tali opportunità e trasformarle in prestazioni previdenziali più robuste per gli aderenti.

Area Comunicazione e Marketing / *Mefop*

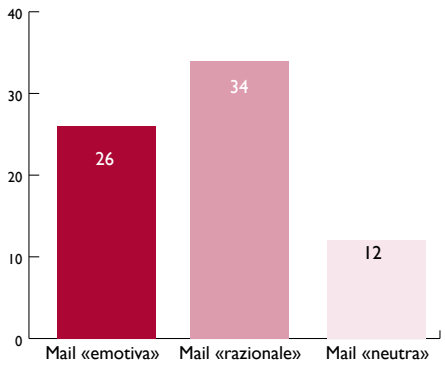
L'importanza di capire i comportamenti previdenziali

Se gli esseri umani fossero pienamente razionali sarebbero in grado di prendere decisioni in condizioni di incertezza, comportandosi come se tutte le informazioni fossero elaborate secondo la teoria delle probabilità, le preferenze fossero stabili e coerenti e il processo cognitivo consistesse nella massimizzazione delle preferenze dati i vincoli di mercato.
Ma la componente emotiva delle nostre decisioni e la mancanza di piena razionalità ci inducono a scegliere in un «ambiente mentale» decisamente più complesso; ci districhiamo tra *bias* – o condizionamenti – cognitivi ed emotivi che non ci permettono una scelta completamente logica (come teorizzato da *Kahneman* e *Tversky* nel 1974).
Per indagare la portata di questi fenomeni nelle scelte previdenziali, Mefop in collaborazione con il Fondo Pegaso ha creato a settembre 2013 un laboratorio di economia comportamentale. Il progetto presenta diversi esperimenti che associano la teoria dei comportamenti alle attività di comunicazione.

Daniel Kahneman e *Amos Tversky* sono due psicologi israeliani che nel 1979 hanno elaborato la *Teoria del Prospetto*, concetto cardine della finanza comportamentale.

Anticipiamo di seguito i primi risultati di un esperimento che sta per concludersi. A ottobre 2013 gli aderenti al Fondo Pegaso che avevano dato il consenso a ricevere notizie informative da parte del fondo tramite mail sono stati suddivisi in tre gruppi omogenei. Per ciascuno dei tre gruppi è stata creata una mail specifica che riguardava la possibilità di ricevere benefici fiscali dal versamento *una tantum* al fondo pensione.
La prima mail è stata costruita volutamente con un'impronta basata sulla comunicazione per immagini che colpissero il lettore e che, senza bisogno di calcoli, potesse condurlo alla comprensione del messaggio in pochi secondi.
La seconda mail poneva l'accento su un contenuto molto più strutturato a livello di calcolo; il lettore, infatti, avrebbe dovuto far riferimento alle sue capacità analitiche e di «processamento conscio» per comprendere la convenienza del messaggio comunicato. La comunicazione è stata strutturata, inoltre, con una tabella che riportava esempi del messaggio che si voleva trasmettere. La terza mail, quella di controllo, era caratterizzata da un testo neutro, asettico, che non condizionasse il lettore. Le tre mail sono state inviate tre volte, ciascuna a distanza di un mese l'una dall'altra. I moduli arrivati al fondo da coloro i quali avevano ricevuto la mail sono stati in totale 72.
I risultati evidenziano come le persone che avevano ricevuto la mail «emotiva» sono state più propense all'azione; hanno cliccato di più sulla notizia rispetto agli altri, ma non hanno inviato subito il modulo (solo 26 iscritti su 72 – il 36% – di quelli che hanno ricevuto la mail «emotiva»). Chi ha effettuato maggiormente la scelta, compilando il modulo e inviandolo, sono stati coloro i quali avevano ricevuto la mail «razionale» (34 su 72, il 47%).
Una primissima conclusione ci porta a dire che la parte emotiva e quella razionale – egualmente importanti – si attivano e rispondono a stimoli diversi, ma spesso complementari. La comunicazione efficace parla alla parte emotiva per consentire alla nostra parte razionale di fermarsi, focalizzare l'attenzione sul messaggio e decidere.

Moduli ricevuti



Antonello Motroni / *Mefop*

Il rating secondo la Covip

NEWS DALL'ITALIA

La valutazione del merito creditizio dell'Italia ha assunto particolare rilevanza nel sistema di controlli della previdenza integrativa da quando, a metà 2011, il debito pubblico italiano, che rappresenta il 28% degli attivi, è stato declassato sotto la soglia minima fissata da larga parte delle convenzioni di gestione.

Covip si è espressa sul tema in più occasioni. Il primo intervento si è avuto con la Circolare 386 del gennaio 2012, che ha precisato come gli organi di governo potessero liberamente ridefinire le soglie minime di rating fissate nei mandati di gestione, per evitare ingenti flussi di vendita dei titoli governativi italiani, scongiurando il rischio di maturare notevoli perdite in conto capitale.

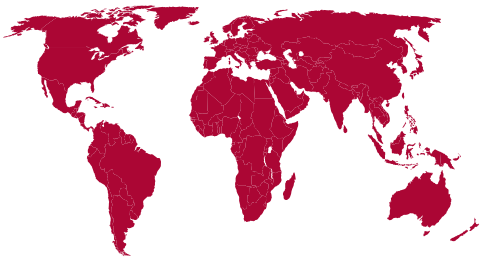
La rilevanza sistemica dei giudizi espressi dalle società di rating sui mercati finanziari mondiali ha spinto anche la Commissione Ue a intervenire sul tema: a giugno 2013 ha rimesso, infatti, mano alla normativa di settore (Regolamento Ue 1060/2009). Il progressivo declassamento del merito creditizio di Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia ha amplificato il cosiddetto *cliff effect*, cioè la vendita abnorme dei titoli di questi paesi, con effetti a cascata su altri emittenti che si trovano in condizioni simili. Nei casi più gravi di Grecia, Irlanda e Portogallo tali vendite hanno precluso l'accesso al mercato e il *default* è stato evitato grazie all'intervento delle istituzioni internazionali, che hanno assicurato a questi paesi le risorse necessarie. Nei casi meno gravi il declassamento ha comunque aumentato il costo del debito pubblico (già alto), esponendo gli emittenti interessati al rischio di ulteriori *downgrade* (*second-round liquidity effect*). Per arginare tali rischi Bruxelles ha stabilito che gli investitori finanziari effettuino le valutazioni del rischio di credito non affidandosi esclusivamente o meccanicamente al rating per la valutazione dell'emittente o di uno strumento finanziario. Tale previsione è stata richiamata dalla Circolare 5089 (luglio 2013) in cui Covip ha invitato i soggetti vigilati a includere nei contratti di gestione (nei modelli di investimento del Fp in caso di gestione diretta) ulteriori criteri per la valutazione del rischio di credito, utili a limitare la vendita automatica di asset non più in linea con i parametri di rating.

Covip è nuovamente intervenuta sulla questione a gennaio 2014 con la Circolare 496, in cui accende un faro sui profili di *governance* connessi alle valutazioni del rischio di credito. L'Autorità di vigilanza richiama gli organi di governo delle forme pensionistiche a chiarire *ex ante*, in sede di definizione dei mandati, i criteri generali su cui basare la valutazione del rischio di credito; i gestori finanziari, in sede di selezione dei titoli da acquistare/vendere, dovranno attenersi alle linee guida concordate con il fondo pensione (Fp) alla stipula delle convenzioni. Covip invita quindi le parti coinvolte nel processo di gestione finanziaria al rispetto dei ruoli di ciascuno: la definizione della politica di investimento nel caso del CdA del Fp, le scelte di allocazione delle risorse nel caso dei gestori, evitando commistioni che potrebbero rivelarsi controproducenti per l'interesse degli iscritti.

Antonello Motroni / *Mefop*

Stop and go nel 2012 per i sistemi previdenziali

NEWS
DAL MONDO



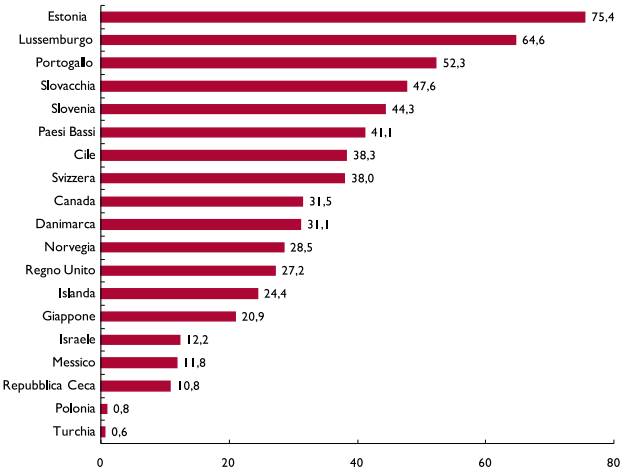
Il rapporto «Osce Pension Market in Focus 2013» è disponibile al seguente link: http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm

L'Ocse ha espresso un giudizio in chiaro-scuro sulla previdenza complementare nel 2012. In alcuni paesi europei le risorse dei fondi pensione (Fp) sono state utilizzate nei programmi di consolidamento fiscale dei bilanci pubblici. Si inquadrano in tale contesto la nazionalizzazione delle obbligazioni governative domestiche presenti nel portafoglio dei Fp effettuata in Polonia (in precedenza Argentina e Ungheria hanno nazionalizzato l'intero portafoglio dei Fp) e il trasferimento dei patrimoni dei Fp bancari al bilancio dell'ente previdenziale pubblico in Portogallo. Nei paesi dell'est Europa si sta ripensando la scelta, introdotta negli anni '90, di conferire al secondo pilastro parte della contribuzione obbligatoria. Di contro, nel Regno Unito e, in prospettiva anche in Irlanda, si punta al rilancio delle adesioni introducendo forme di adesione automatica.

Nel 2012 le risorse gestite dalla previdenza integrativa sono continuate ad aumentare, raggiungendo i 22 trilioni di dollari per i paesi Ocse. Tra il 2009 e il 2012 il patrimonio degli schemi di previdenza integrativa è cresciuto, in media, del 7,4% all'anno. Tra il 2011 e il 2012 il valore medio del rapporto tra le masse gestite dagli schemi di secondo pilastro e il Pil di ciascun paese è passato da 73,5% a 77% (medie ponderate). Al vertice della classifica si collocano i Paesi Bassi (160%), seguiti da Islanda (141%) e Svizzera (114%).

Per quanto riguarda l'ammontare delle risorse gestite, in valore assoluto gli Usa rimangono la principale realtà della previdenza integrativa, tuttavia, in termini relativi la loro incidenza è scesa dal 68% del 2001 al 53% del 2012. A tale decremento si contrappone la crescita degli altri stati, in particolare quelli in cui le risorse dei Fp sono meno rilevanti (+116% tra il 2001 e il 2012 per tutti i paesi Ocse, a eccezione di Usa, UK, Giappone, Australia, Paesi Bassi, Canada e Svizzera).

Investimenti esteri sul totale degli investimenti per alcuni paesi Ocse - 2012



Nel 2012 i risultati della gestione finanziaria sono stati ampiamente positivi e negli ultimi 5 anni (2008-2012) i rendimenti medi annui reali sono stati consistenti per gran parte dei paesi, a indicare che le perdite occorse durante la crisi finanziaria del 2008 sono state ormai recuperate. Fanno eccezione alcune importanti realtà come Usa e Regno Unito, in cui i risultati finanziari continuano a essere negativi su entrambi gli orizzonti temporali.

Azioni e obbligazioni rappresentano le principali *asset class* utilizzate, con la quota di patrimonio ivi allocata non inferiore al 60%. Tra il 2001 e il 2012 la componente *equity* del portafoglio si è ridotta di quasi 3 punti percentuali, bilanciata da un incremento in investimenti alternativi e monetari. Nei paesi dove la previdenza integrativa è più sviluppata risulta contenuta la percentuale di risorse allocate oltreconfine, di contro, nei paesi di più recente sviluppo l'*home bias* risulta molto contenuto.

Luca Di Gialleonardo e Stefania Luzi / *Mefop*

Quel Dpi può migliorare

I Dpi analizzati sono stati 70, di cui:
- *26 fondi negoziali*
- *13 fondi aperti*
- *31 fondi preesistenti*

A poco di più di un anno dalla scadenza per l'adeguamento alla Delibera Covip del 16 marzo 2012, Mefop ha condotto un'analisi dei documenti sulla politica di investimento (Dpi) al fine di rappresentare le tendenze in atto in merito agli aspetti che ancora oggi catalizzano l'attenzione degli operatori del settore, alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare.

Il punto di partenza della politica di investimento del fondo è individuato dall'Autorità di vigilanza nell'analisi della popolazione di riferimento, per determinare l'obiettivo della gestione finanziaria. Nonostante tutti i fondi dichiarino di puntare alla copertura pensionistica dei lavoratori – intesa come un livello soddisfacente di tasso di sostituzione complessivo – gli obiettivi effettivamente perseguiti spesso si discostano da tali propositi.

In linea di principio, l'analisi del fabbisogno della popolazione di riferimento dovrebbe essere il punto di partenza per costruire un'offerta finanziaria che sia compatibile con le necessità della popolazione. Tale processo è eccessivamente complesso per i fondi ad adesione individuale, che non avendo una popolazione chiusa preferiscono puntare a un'offerta differenziata. Nei fondi pensione negoziali, d'altro canto, si osserva la tendenza a partire dall'attuale offerta di investimento e dalle scelte già effettuate dagli iscritti, con un istinto naturale alla conservazione di quanto già strutturato. Solo pochi fondi, infatti, hanno studiato la popolazione di riferimento, o il totale degli iscritti, senza considerare il comparto effettivamente scelto, allo scopo di identificare diversi *casi tipo* rappresentativi della platea o di particolari scenari su cui effettuare un'analisi approfondita del fabbisogno. La maggioranza dei fondi ha preferito partire dai singoli comparti già attivi, considerando gli iscritti come popolazioni a sé stanti, individuando un caso tipo per ogni linea di investimento. Tale scelta, se da un lato consente al fondo di considerare soggetti già in fase di accumulo, dall'altro comporta in molti casi un'eccessiva omogeneità nelle caratteristiche e, quindi, nei bisogni dei soggetti tipo, laddove non vi sia una sufficiente differenziazione della distribuzione per classe di età tra gli iscritti ai diversi comparti.

Inoltre, la quasi totalità dei fondi ha utilizzato le indagini della Ragioneria Generale dello Stato per il calcolo dei tassi di sostituzione di primo pilastro, senza effettuare al proprio interno una stima. Tale impostazione semplifica il processo e si basa su calcoli certificati, ma impedisce al fondo pensione di avere piena contezza delle variabili che influenzano i risultati, con il rischio di creare incongruenze con le ipotesi alla base della stima relativa alla copertura aggiuntiva offerta dal fondo pensione.

L'esame ha quindi posto in evidenza un elemento cruciale: l'analisi della popolazione dovrebbe puntare a prevedere per il maggior numero di potenziali aderenti un adeguato tasso di copertura o considerare le scelte già effettuate dagli iscritti? In tale ambito, emerge il ruolo di un'adeguata comunicazione nei confronti dei lavoratori, al fine di consentire loro un uso quanto più coerente dell'offerta del fondo.

Definiti gli obiettivi strategici, il fondo descrive come questi siano operativamente declinati nella politica di investimento, nell'apposita sezione relativa ai criteri di attuazione. Tra le diverse tessere con le quali i fondi compongono il puzzle della loro *asset allocation* (modello gestionale, strumenti finanziari, utilizzo di Oicr, esposizione va-

lutaria, ecc.), l'utilizzo del rating ai fini della valutazione del rischio di credito è stato oggetto di uno specifico approfondimento, in virtù del dibattito avviato in seguito agli interventi della Commissione di vigilanza, in particolare le circolari del 22 luglio 2013 e del 24 gennaio 2014 (cfr. in questo numero «Il rating secondo la Covip»). I provvedimenti Covip, sulla scia del Regolamento Ue 1060/2009 e successive modifiche, richiedono ai fondi pensione di evitare meccanismi automatici di esclusione dal portafoglio di titoli soggetti a *downgrade*, affiancando al rating ulteriori criteri di valutazione del rischio di credito e attribuendone la responsabilità agli organi di amministrazione.
L'analisi dei documenti è in grado di fotografare solo in parte le scelte operate dai fondi, giacché avviata prima dell'emanazione della circolare del 24 gennaio 2014. I contenuti dei documenti raccolti sono, dunque, frutto del processo decisionale maturato in seguito alla pubblicazione del primo provvedimento datato 22 luglio 2013.
Sulla base dei documenti analizzati, il rating risulta ancora essere un criterio largamente adottato per la valutazione del rischio di credito. Nel caso di downgrade, sono ancora previsti meccanismi automatici di estromissione del titolo dal portafoglio entro un orizzonte temporale tale da non pregiudicare gli interessi degli aderenti. Sono scarse, per le motivazioni suddette, le indicazioni fornite sull'utilizzo degli ulteriori criteri da valutare per evitare l'adozione di scelte automatiche. Tra i fondi che hanno già operato valutazioni in tal senso, le soluzioni poste in essere spaziano dalla definizione di un *buffer* di portafoglio che contenga i titoli declassati all'utilizzo del rating solo in fase di acquisto, dal richiamo ai modelli di valutazione del gestore ai *Credit default swap*. Alcuni fondi, inoltre, non prevedono limiti di rating per l'investimento in titoli del debito pubblico italiano.
Tra le diverse prescrizioni della delibera Covip, la vera innovazione è probabilmente ascrivibile ai nuovi obblighi in termini di *governance* richiesti ai fondi pensione. Il riconoscimento della funzione finanza come unità organizzativa responsabile delle principali attività inerenti alla gestione finanziaria, rafforza la capacità del fondo pensione di essere maggiormente regista del processo di investimento. L'analisi dei Dpi ha evidenziato come il processo di strutturazione della funzione finanza sia avviato, ma non ancora giunto all'assetto ideale auspicato da Covip. Diverse attività che dovrebbero essere svolte dalla funzione finanza (istruttoria per la selezione dei gestori finanziari, verifica e valutazione della gestione finanziaria sulla base dei risultati conseguiti) vedono ancora una forte presenza dell'*advisor*. Sebbene la maggior parte dei fondi negoziali abbia affidato i compiti della funzione finanza esclusivamente a soggetti interni alla struttura del fondo (direttore e/o risorse dedicate), un numero ancora significativo prevede una soluzione «ibrida», caratterizzata dall'affiancamento di risorse interne da parte dell'*advisor*, principale esecutore delle attività poste in essere.

La composizione della funzione finanza nei fondi negoziali

Interna (59% dei fondi)	Esterna (5% dei fondi)	Ibrida (36% dei fondi)
Risorsa dedicata	Advisor	Risorsa dedicata + Advisor
Risorsa dedicata + Direttore		Direttore + Advisor
Direttore		Risosrsa dedicata + Direttore + Advisor
		Comitato finanza + Advisor

Per quanto riguarda il sistema di controllo, i documenti descrivono un processo di verifica della gestione strutturato in prevalenza sul controllo *ex post*. Un numero limitato di fondi ha posto in essere presidi di controllo *ex ante*, attraverso l'utilizzo di *stress test*, analisi di scenario, scenari macroeconomici finalizzati a fornire indicazioni riguardo l'andamento atteso dei mercati e l'eventuale impatto sulla politica gestionale. Contestualmente all'esplosione della crisi del debito pubblico italiano, i report di gestione di alcuni fondi pensione sono stati integrati con *stress test*. Ci si domanda se non sia opportuno che analisi di questo tipo, piuttosto che essere eseguite occasionalmente e in particolari contesti di mercato, diventino parte integrante del

processo di controllo della gestione. Tali strumenti potrebbero consentire di valutare il grado di efficienza dell'*asset allocation* strategica non solo rispetto ai parametri classici (rendimento e rischio attesi), ma anche in funzione alla perdita attesa in un determinato scenario di mercato, favorendo una maggiore consapevolezza riguardo i rischi che gravano sul portafoglio.
L'analisi dei Dpi ha posto in evidenza aree critiche che necessitano ancora di ulteriori approfondimenti per giungere a una risposta sufficientemente condivisa da parte del settore. Le soluzioni poste in essere risentono in parte della «giovinezza» della normativa, in parte della brevità dei tempi entro cui i fondi hanno dovuto apportare significativi adeguamenti alla *governance*. È pertanto lecito attendersi un processo di convergenza verso una «maturità» del sistema, che consentirà ai fondi pensione di acquisire una maggiore consapevolezza del proprio ruolo di investitori previdenziali.

Seguono note a: «Il Welfare aziendale si fa così», Michele Squeglia

[7] Secondo lo studio condotto da Mallone G., «Imprese e lavoratori: il welfare aziendale e quello contrattuale» in Maino F., Ferrera M. (a cura di), «Primo rapporto sul secondo welfare in Italia 2013», Torino, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, 2013, 19 e ss., tra i primi esperimenti è dato segnalare Giunca, acronimo di Gruppo imprese Unite Nel Collaborare Attivamente, che riunisce piccole, medie e grandi imprese del manifatturiero in progetti di welfare. Un altro esempio di rete per il welfare, è quello del BioNetwork, aggregazione di aziende rurali femminili family friendly sviluppata nell'ambito del progetto «Impresa donna in ambito rurale» promosso nell'aprile 2011 da Provincia di Pavia, Camera di Commercio di Pavia, i Gruppi di Azione Locale della Lomellina e dell'Alto Oltrepò, in partenariato con le Associazioni datoriali agricole pavesi, la Confederazione Italiana Agricoltori, l'Unione Agricoltori, Copagri e la Federazione Provinciale Coltivatori Diretti.
[8] Si tratta dell'art. 10 bis, decreto legge 28 giugno 2013, n. 76, convertito con modificazioni nella legge 9 agosto 2013, n. 99 il cui scopo è quello di destinare risorse aggiuntive «all'ingresso dei giovani professionisti nel mercato del lavoro delle professioni e di sostenere i redditi dei professionisti nelle fasi di crisi economica, nel rispetto delle norme in materia di contenimento della spesa». Sul tema v. più diffusamente Squeglia M., «Enti di diritto privato e "welfare professionale"» in Tiraboschi M. (a cura di), «Il lavoro riformato», Milano, 2013, 423-438.
[9] Balandi G.G., «La tutela sociale del mercato» in «Lavoro e Diritto», 21, 4, 2007, 603.
[10] Questi pacchetti sono di solito inseriti in progetti mirati più in generale allo sviluppo del territorio e quindi sostenuti dall'intervento delle istituzioni locali, tramite servizi di formazione e di assistenza, oltre che tramite politiche dello sviluppo.
[11] AA.VV., «Gli enti bilaterali: mercato del lavoro e rappresentanza sindacale» in «LD», 2, 2003. Il modello della bilateralità – intendendo per tale l'individuazione di enti o fondi a seconda della messa a disposizione di risorse finanziarie e presentandosi intersettoriali, settoriali, aziendali, multiscopo, monoscopo, multilivello (così Leonardi S., Arlotti M., «Welfare contrattuale e bilateralismo» in «Riv. Politiche Sociali», 3, 2012,83 e ss.) – ha interessato la previdenza complementare, l'assistenza sanitaria integrativa, il sostegno al reddito nei casi di riduzione o sospensione dell'attività lavorativa, gli interventi integrativi dell'AspI nei casi di crisi aziendali e occupazionali, l'accesso al microcredito, la formazione professionale, le politiche per la salute e la sicurezza sul lavoro.
[12] Faioli M., «Welfare privato in Europa: casi studio», op. cit., 2013, 5 che segnala che tali modelli sono chiamati in gergo «Cafeteria benefits».
[13] Tursi A., «Welfare aziendale: profili istituzionali», op. cit.,217 e ss.
[14] Squeglia M., «Previdenza contrattuale e fondi di solidarietà bilaterali», in «Diritto delle Relazioni Industriali», 3, 2012, 628- 669.
[15] Persiani M., «Il sistema giuridico della previdenza sociale», Padova, 1960
[16] Cfr. Cinelli M., Sicurezza sociale, in Enc. Dir., XLII, Milano, 1999, 503 e ss..
[17] V. l'analisi di Pechman J., Aaron H., Tausig M., «Social Security. Prospectives for reform», Washington, 1968, 189 e ss.

***Mefop Newsletter** - Direttore responsabile **Orazio Carabini** - Editore **Mefop S.p.A.** - Presidente **Mauro Marè** - Redazione **Via Aniene, 14 - 00198 Roma - Tel. 06 48073501 - Fax 06 48073548** - E-mail **mefop@mefop.it** - Autorizzazione del tribunale di Roma - N. 198 del 9 maggio 2000 - Stampa **Litografia Principe sas - Via E. Scarfoglio, 28 - Roma** - Finito di stampare nel mese di aprile 2014*