

La gestione finanziaria nei fondi pensione negoziali tra vincolo previdenziale, massimizzazione dei rendimenti e modelli alternativi di gestione

MICHELE SQUEGLIA

Professore a contratto - Università di Milano

1. - *Introduzione.* — 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 (1). Nella trattazione del sistema pensionistico complementare sempre maggiore è l'interesse riservato all'analisi delle protezioni e delle tutele che preservano il patrimonio dei fondi pensione da una gestione imprudente delle risorse, poiché solo tale analisi consente di comprendere se la finalità della previdenza privata in regime di capitalizzazione (2) possa dirsi compromessa, o anche solo depotenziata di effettività, dall'interesse dei mercati finanziari, monetari e mobiliari.

Sommario: 1. - *Introduzione.* — 2. - *Gestione finanziaria dei fondi pensioni negoziali tra vincolo previdenziale e tendenze evolutive dei mercati.* — 3. - *La rete di protezione a tutela del risparmio previdenziale.* — 4. - *La tecnica della diversificazione dei rischi ai fini della minimizzazione del rischio, della massimizzazione ed adeguatezza dei risultati.* — 5. - *Modelli alternativi di gestione finanziaria: soglie quantitative degli investimenti vs identificazione, misurazione e controllo dei rischi.* — 6. - *Osservazioni conclusive.*

Due sono gli obiettivi che dovrebbe perseguire la disciplina degli investimenti dei fondi pensione negoziali: da un lato, favorire l'efficienza della gestione finanziaria e, dall'altro,

garantire la tutela del risparmio previdenziale degli aderenti.

Il primo obiettivo si intreccia con i rischi legati alla volatilità dei rendimenti e a un ventaglio di fattori che si presentano di complessa valutazione quali l'orizzonte temporale di media e lunga durata e le caratteristiche anagrafiche e reddituali degli aderenti.

Il secondo risponde al principio costituzionale della tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47), una delle quali è rappresentata da quello previdenziale, e contribuisce, da un lato, a legittimare la presenza di vincoli e presidi che hanno il compito di realizzare quella tutela e, dall'altro lato, a giustificare la minore avversione al rischio del fondo pensione negoziale (3).

Tale dissensione si presenta simmetrica rispetto alla natura ibrida,

(1) In generale sulla gestione finanziaria dei fondi pensione, BESSONE, *Fondi pensione e mercato finanziario. Le attività di investimento, le garanzie per la tutela di risparmio, con finalità previdenziali. Sezione I. L'ordinamento delle attività dei fondi pensione negoziali e «chiusi»* in Bessone, Carinci (a cura di), *La previdenza complementare*, Torino 2004; CANDIAN, *I fondi pensione*, Milano 1998, 42 e ss. e 112 e ss.; CORTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione chiusi*, in Tursi (a cura di), *La nuova disciplina della previdenza complementare (d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252)*, in «Nuove leggi civ. comm.», 2007, 642 e ss.; COSTI, *I fondi pensione nella prospettiva dei mercati finanziari*, in Iudica (a cura di), *I fondi di previdenza e assistenza complementare*, Padova 1998; LANDINI, *Soggetti gestori, modelli gestionali e strutture di controllo*, in Cinelli (a cura di), *La previdenza complementare. Art. 2123. Codice civile commentato*, Milano 2010, 172 e ss.; RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano 2006, 291.

(2) Sull'inserimento della previdenza integrativa all'interno del sistema previdenziale pubblico in termini di rilancio sia dell'attività produttiva sia dell'occupazione, v. CINELLI, *Appunti per un dibattito sulla previdenza integrativa*, in «Riv. it. dir. lav.» 1988, 910; sul ruolo propulsivo della previdenza complementare rispetto all'intero sistema economico nazionale, BOZZAO, *La previdenza complementare in Italia e in Europa*, in «Riv. dir. prat. lav.» 1993, 35, 123; TREU, *Previdenza privata e stato sociale*, in Bessone, Carinci (a cura di), *La previdenza complementare*, Torino 2004, vol. IV, 9 e ss.

(3) Dei quasi sessanta miliardi di euro complessivamente gestiti dalle forme pensionistiche complementari solo una percentuale di poco superiore al 2% risulta investita in titoli rappresentativi del capitale di rischio. Anche il peso della componente obbligazionaria è scarsamente consistente negli *asset* dei fondi pensione. Nell'indice Meryll Lynch, rappresentativo delle obbligazioni emesse dalle imprese, queste ultime rappresentano circa il 5,50% del totale. Un comunicato della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (d'ora in avanti Covip) ha evidenziato che i fondi pensione di categoria hanno titoli Lehman pari allo 0,1% del proprio patrimonio.

di difficile collocazione (4), della previdenza di secondo livello che, comportandone l'assoggettamento al regime privatistico degli atti, rimane vincolata a limiti analoghi a quelli operanti nell'autonomia privata dal momento che essa svolge una funzione socialmente rilevante ma non qualificabile come pubblica in senso proprio (5). Una funzione che non può considerarsi nemmeno del tutto libera (6), in quanto finalizzata a compensare l'attuale ridimensionamento della pensione obbligatoria (7) nell'ambito di una impostazione dove «pubblico» e «privato» sono compresenti, ed anzi, reciprocamente si integrano.

A fronte di questa impostazione, occorre 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 pruden-

ziale 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 (8), dal momento che il vincolo di impiego delle risorse accumulate può risolversi in una minore redditività degli investimenti stessi (9).

Scopo del presente contributo è, dunque, quello di comprendere se le attuali tutele e garanzie predisposte per la prevenzione e l'abbassamento dei rischi nella gestione finanziaria dei fondi pensione negoziali (o chiusi), giustificate anche dalla dottrina da quell'ineludibile vincolo di destinazione previdenziale (10) e recentemente valorizzata dalla Corte di Cassazione anche per gli strumenti assicurativi ad alto contenuto finanziario finanziati con il sistema a capitalizzazione (le c.d. polizze

linked) (11), non rappresentino un freno allo sviluppo della previdenza di secondo livello, relegandola ad un ruolo secondario, risultato delle sue debolezze interne; ovvero se affrancare le regole di gestione finanziaria dalle attuali soglie quantitative possa invece comportare la realizzazione di *asset allocation* che conducano a rendimenti virtualmente più elevati ma naturalmente più rischiosi; se, infine, l'esperienza di altri paesi possa convincere il legislatore dell'opportunità di conseguire risultati migliori, perseguendo strade diverse e inedite, consentendo un più maturo e approfondito livello di riflessione. In via preliminare occorre però valutare se l'adozione di un diverso modello di gestione che comporti l'eventuale abbandono o, anche semplicemente, la rimodulazione, dello steccato di regole e di presidi possa in qualche modo nuocere agli

(4) BESSONE, *Previdenza complementare*, Milano 2000, 118.

(5) TURSI, *La previdenza complementare nel sistema italiano di sicurezza sociale*, Milano 2001, 93 e ss. secondo cui la previdenza complementare viene a configurarsi in termini analoghi ad altri fenomeni caratterizzati dal coinvolgimento non funzionalizzato della sfera privata nel raggiungimento di obiettivi di rilievo pubblico.

(6) BONARDI, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, in Tursi (a cura di), *La nuova disciplina della previdenza complementare* cit., 552 e ss.

(7) TREU, *La previdenza complementare nel sistema previdenziale* in Bessone, Carinci (a cura di), *La previdenza complementare*, Torino 2004, 10; BALANDI, «Pubblico» e «privato» e principio di sussidiarietà nel sistema di Welfare State, in «Riv. giur. dir. lav.» 1998, I, 213. Sulla tendenza ad assegnare alla previdenza integrativa il compito di concorrere, in collegamento con quella obbligatoria, alla realizzazione degli scopi enunciati dall'art. 38, co. 2, Cost., v. Corte cost. 28 luglio 2000, n. 393, in «Giur. cost.» 2000, 2757, secondo cui «non può essere posta in dubbio la scelta del legislatore, enunciata sin dalla legge 23 ottobre 1992, n. 421 e, via via, confermata nei successivi interventi, di istituire [...] un collegamento funzionale tra previdenza obbligatoria e previdenza complementare, collocando quest'ultima nel sistema dell'art. 38, co. 2, Cost.».

(8) Cfr. DEAGLIO, *L'Italia paga il conto*, Milano 1998, 153 che si mostra piuttosto scettico sulla finalità sociale, oltre che previdenziale, dei fondi pensione, che ne vanifica l'impatto sui mercati finanziari.

(9) CINELLI, *La previdenza volontaria nel sistema italiano e comunitario di sicurezza sociale*, cit., 21.

(10) Cfr. BESSONE, *Previdenza complementare*, cit.; VIANELLO, *Previdenza complementare e autonomia collettiva*, Torino 2005.

(11) In tali contratti (cfr. Trib. Monza, 17 gennaio 2006), pur in presenza di una componente speculativa (in considerazione dello stretto collegamento tra la polizza e l'investimento in prodotti finanziari), non è compromessa la natura assicurativa del contratto. Sulla preponderanza della componente finanziaria di tali contratti, cfr. DONATI-VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano 2009, 202 e ss. Secondo la Suprema Corte (Cass. civ., Sez. Un., 31 marzo 2008, n. 8271 in «Giur. it.» 2008, 7, 1699 con nota di SPIOTTA) costituisce presidio della funzione previdenziale e di risparmio l'impignorabilità e inalienabilità delle somme dovute dall'assicuratore al contraente ed al beneficiario di un'assicurazione sulla vita e la cui tutela si realizza sia direttamente, attraverso la garanzia del credito del singolo assicurato, sia indirettamente, attraverso la protezione del patrimonio dell'assicuratore, posto al riparo dal contenzioso dei creditori. Difatti, la disciplina dettata dall'art. 1923, c.c. risponde «ad esigenze costituzionali di tutela del risparmio e delle forme di previdenza che anche attraverso gli strumenti costituiti dalle polizze sulla vita rappresentano indispensabile ausilio alle risorse della previdenza pubblica. Deve quindi escludersi, da un lato, lo scioglimento del contratto di assicurazione e, dall'altro, l'acquisizione alla massa dei beni che rientrano nell'attivo fallimentare dell'importo da liquidarsi in favore del fallito». Sulla pronuncia in argomento v. anche ROLFI, *Fallimento ed assicurazione sulla vita: quando la tutela massima della funzione previdenziale si traduce in tutela minima dei creditori*, in «Corr. giur.» 2008, 1405.

Tuttavia, secondo parte della dottrina (CIOCCA, *Previdenza integrativa, previdenza integrata e previdenza libera nell'ottica dell'art. 38 Costituzione*, in «Dir. lav.» 1988, I, 476-477), tale forme di risparmio, gestite a scopo di lucro, non rientrerebbero nella previdenza integrativa dal momento che si tratta di vere e proprie assicurazioni che possono essere sottoscritte da chiunque a prescindere dalla qualifica di lavoratore.

interessi previdenziali del fondo pensione negoziale (o chiuso).

2. - *Gestione finanziaria dei fondi pensioni negoziali tra vincolo previdenziale e tendenze evolutive dei mercati.* — Dalla lettura congiunta degli artt. 38 e 47 Cost. e del d.lgs. n. 252 del 2005, e prima ancora del d.lgs. n. 124 del 1993, delle leggi delega n. 243/2007 e n. 421/1992 nonché dei successivi provvedimenti di attuazione, è dato assegnare ai fondi pensione negoziali (o chiusi) diversi compiti nelle due dimensioni della solidarietà e dei mercati: da un lato, quello di concretizzare l'impegno previdenziale assicurato agli aderenti quando operano in veste di enti *non profit* di previdenza sociale privata; dall'altro, quello di amministrare le risorse accumulate, assegnando le scelte di indirizzo a soggetti che operano imprenditorialmente nei mercati finanziari, monetari e mobiliari (società finanziarie, istituti di credito, società assicurative), quando agiscono come investitori istituzionali.

Ond'è il legislatore, consapevole del duplice ruolo dei fondi pensione (12), ha realizzato un quadro legislativo, normativo ed attuativo, orientato al contenimento dei rischi finanziari nella gestione dei patrimoni attraverso una disciplina che ha previsto, per un verso, limiti quantitativi agli investimenti nelle diverse classi di

attività, con l'obbligo di contenere i c.d. *tracking errors* (gli scostamenti di risultato), rispetto ad un indice predefinito (denominato *benchmark*) e, per un altro verso, ha individuato dei soggetti peculiari a cui devolvere prerogative, regole di gestione e di comportamento da opporre a tutti i soggetti direttamente coinvolti (13). Ciò alla luce dell'assenza di correlazione delle opportunità di investimento allo stato di bisogno dell'aderente e agli eventi collegati alla vita umana, ma unicamente collegate alle tendenze dei mercati (14).

Sotto questo profilo, l'individuazione di criteri o di classi di attività che pongono dei limiti di investimento alle disponibilità del fondo pensione denotano la *voluntas legis* di recitare la forma pensionistica di regole e di principi fortemente e volutamente ispirati al tentativo di azzerare l'esposizione al rischio di turbolenza del mercato finanziario e mobiliare. Tale contenimento dei rischi costituisce risposta alla domanda di tutela del risparmio previdenzialmente gestito, dal quale non possono essere *a fortiori* distolte, per l'intero o in parte, somme cui viene riservata una siffatta finalità. La consapevolezza dell'esistenza del vincolo di scopo è ora sostenuta anche nella previdenza di terzo livello (i contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziale) nella qua-

le si è ritenuto opportuno individuare le condizioni di ammissibilità per gli indici di riferimento a cui collegare le relative prestazioni da erogare (15). Una considerazione che pare confermare quanto anticipato nella premessa: il fondo pensione non è soggetto passivo della gestione — che si presenta dunque indiretta (16) — ma modella le linee di indirizzo, determinando e modificando le scelte gestionali «nell'esclusivo interesse degli aderenti» (artt. 5 e 6, d.lgs. n. 252/2005).

Da questo punto di vista, la gestione finanziaria è svincolata da quel vincolo di scopo perché la sua funzione attiene alla disponibilità della movimentazione di quei valori che deve essere ispirata ad «una sana e prudente gestione» (artt. 18 e 19 d.lgs. n. 252/2005) da intendersi quale messa in atto di tutte le professionalità, di tutte le conoscenze, dei mezzi tecnici adeguati alla valutazione della stabilità, della competitività, del buon funzionamento del sistema finanziario e alla tutela degli investitori. Sopporta tale ragionamento la circostanza che i gestori risultano pur sempre assoggettati, oltre al giudizio del fondo pensione, al controllo delle rispettive autorità di vigilanza sia sotto l'aspetto della stabilità patrimoniale sia su quello della irreprensibilità dei comportamenti. Lo stesso contenimento dei rischi può

(12) Peraltro non esclusivamente rivolto a quello previdenziale ma anche impegnato nel raggiungimento di fini sociali o etici. Contrario a tale impostazione si mostra BESSONE, *Previdenza complementare*, cit., 118; favorevole BONARDI, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, cit., 552 e ss.

(13) Per un approccio sulla materia del risparmio gestito, v. BAGLIONI, *Il ruolo del risparmio gestito: teoria ed evidenza empirica*, in Banfi, Di Battista (a cura di), *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna 1998.

(14) Sullo stretto legame della previdenza complementare con i mercati finanziari, CINELLI, GIUBBONI, *Individuale e collettivo nella riforma della previdenza complementare: l'esperienza italiana in prospettiva europea*, in *Solidarietà, concorrenza nel welfare italiano. Profili di diritto interno e comunitario*, 2007, 218; LANDINI, *Soggetti gestori, modelli gestionali e strutture di controllo*, in Cinelli (a cura di) *La previdenza complementare. Art. 2123. Codice civile commentato*, Milano 2010, 172 e ss.

Sulla finalità di sostegno al sistema finanziario fornito dalla previdenza complementare, v. BONARDI, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, cit., 552 e ss.

(15) Ciò è avvenuto attraverso l'emanazione del regolamento Isvap 11 giugno 2009, n. 32, emanato in attuazione dell'art. 5, co. 2, del codice delle assicurazioni private, al fine di prevenire il manifestarsi di episodi di criticità analoghi a quelli che hanno investito i mercati finanziari di diversi Paesi. Finalità del regolamento è stato quello di evitare «in ottica di vigilanza prudenziale [...] che politiche eccessivamente sbilanciate sulla realizzazione di risultati di breve termine possano pregiudicare la sana e prudente gestione delle imprese incoraggiando l'assunzione di un'eccessiva esposizione al rischio».

(16) RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 57.

raggiungersi attraverso la completa disponibilità di tutte le informazioni che influenzano i mercati nonché gli emittenti dei titoli che si contrattano. Ma c'è di più. Le indicazioni sui criteri di individuazione e ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti contenute negli statuti ricevono ulteriore dettaglio dagli organi di amministrazione del fondo in apposite linee di indirizzo dell'attività dei gestori in modo poi da essere trasfusa nelle relative convenzioni. Orbene, tali indicazioni potrebbero non contemplare né vincoli sulla scelta dei valori mobiliari, rivendicata dal soggetto gestore, né potrebbero fissare tempi massimi entro i quali compiere gli investimenti (17). Se allora è nella diversità delle funzioni la chiave che consente di coniugare vincolo di scopo ed efficienza della gestione (18), non pare possa escludersi una gestione attuata secondo una logica, per così dire, prudenzialmente aggressiva (19). Ciò in quanto non è precluso né al gestore di condurre le risorse del fondo

pensione con comportamenti redditizi nel rispetto delle norme attualmente in vigore e delle indicazioni offerte dal fondo pensione; né al lavoratore di selezionare un'allocazione del portafoglio fortemente esposta alle diverse tipologie dei rischi.

D'altronde, qual è il significato 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? Si può ritenere «prudente» l'aderente del fondo pensione che frammenti il suo contributo (datoriale e del lavoratore) e il trattamento di fine rapporto tra più linee di investimento, per poi avere cura di raffreddare l'esposizione verso i titoli con componente azionaria all'approssimarsi del pensionamento, «sfruttando» la capacità del gestore di accertare la credibilità delle informazioni e, dunque, di valutarne l'attendibilità (20)?

Specie poi se si considera che una delle peculiarità del fondo pensione è la generale propensione all'inve-

stimento di medio-lungo termine, dal momento che le risorse vengono accumulate senza erogare le relative prestazioni previdenziali che inizieranno a figurare in bilancio solo al momento del verificarsi dell'evento che determina lo stato di bisogno. È pur vero che l'allocazione finale in termini percentuali destinata all'investimento, definito rischioso, rispetto a quello ritenuto più conservativo, dipende anche dallo spettro di scelte che vengono prospettate all'aderente (21).

Il concetto stesso di «prudenza» sembra legarsi, alla luce della direttiva comunitaria 3 giugno 2003 n. 2003/41/Ce (22), ad un criterio di responsabilizzazione dei fondi pensione nelle attività di gestione finanziaria, che li chiama a rendere conto delle scelte operate dai propri aderenti (23). Un concetto, quello di «persona prudente», che si presenta compatibile con l'ingresso di modelli alternativi di gestione finanziaria. La questione si presenta tanto più delicata se collegata, da un lato, alla

(17) Diversamente una parte della dottrina che ritiene possibile fornire al soggetto gestore precise e puntuali istruzioni, analogamente a quanto accade per la gestione del portafoglio di cui al d.lgs. n. 58/1998 (cfr. IOCCA, *Imprenditorialità e mutualità dei fondi pensioni chiusi*, 210).

(18) Il rapporto Assogestioni del giugno 2008 ha individuato 55 società di gestione autorizzate all'istituzione e alla gestione di fondi pensione.

(19) In dottrina si riconosce carattere «prudenziale» della gestione dei fondi pensione, BESSONE, *Previdenza complementare*, cit., 324; SALERNO, *Fondi pensione negoziali. Costituzione, gestione e vigilanza*, Milano 2002, 138-139.

(20) BESSONE, *Previdenza complementare*, Torino 2000, 362; FORNERO, *L'economia dei fondi pensione. Potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia*, Bologna 1999.

(21) Il tema delle tutele patrimoniali a favore degli aderenti ai fondi pensione si presenta particolarmente delicato per coloro che non possono contare su un orizzonte temporale di investimento particolarmente lungo. Ed è proprio in quei casi che occorrono soluzioni che garantiscano la restituzione del capitale, anche con la previsione della corresponsione di un rendimento minimo, ovvero, come di recente suggerito dall'autorità di vigilanza, che consentano all'aderente, una volta raggiunta l'età pensionabile, prevista nel regime di appartenenza, di valutare l'opportunità di rinviare nel tempo il momento di fruizione delle prestazioni pensionistiche qualora le condizioni di mercato non siano favorevoli per la liquidazione del capitale accumulato o per la sua conversione in rendita. Ciò potrebbe avvenire attraverso la diffusione delle linee di investimento di tipo *life cycle* (cfr. COVIP, *Relazione per l'anno 2008*, 18 giugno 2009, 11) che provvedono a modulare il profilo di rischio in modo automatico con il progredire nel tempo.

Tuttavia, è dato rilevare la presenza di alcuni fenomeni che potrebbero distorcere l'aderente nella percezione e nelle scelte d'investimento. Gli schemi dell'avversione al rischio miopica — che nasce da una percezione di asimmetria tra guadagno e perdita da parte degli individui, collegata alla prassi di frequenti controlli del proprio investimento — della ponderazione delle probabilità di perdita dell'investimento — in cui l'aderente, informato di una probabilità di perdita anche minima, tende ad amplificarla — dello *status quo bias* — nel quale l'aderente, alla presenza di una forte avversione al rischio o di scarsa informazione, tende ad essere inattivo e a non modificare lo stato delle cose — si presentano quali fenomeni che evidenziano la necessità di un maggiore alfabetismo sulle questioni di natura finanziaria in modo da sviluppare preferenze coerenti rispetto agli investimenti (sui concetti di finanza comportamentale si v. BARBERIS, THALER, *A Survey of Behavioral Finance*, in Constantinides, Harris, Stulz (a cura di), *Handbook of Economics and Finance*, Amsterdam, Elsevier, North Holland, 2003).

(22) La direttiva è stata pubblicata nella G.U.U.E. 23 settembre 2003, n. L 235 ed è entrata in vigore il 23 settembre 2003. Essa è stata recepita con il d.lgs. 6 febbraio 2007, n. 28 sulla base della l. 25 gennaio 2006, n. 29 (legge comunitaria 2005).

(23) Così il documento di consultazione, *Disciplina dei limiti investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione*, Mef - Dipartimento del Tesoro, 2008 in www.dt.tesoro.it

consapevolezza dell'adesione (art. 19, d.lgs. n. 252/2005) e, dall'altro, ai periodi di turbolenza e di crisi che, stante l'esperienza più recente, tendono a manifestarsi con crescente frequenza (24).

Compito delle pagine successive sarà quello di analizzare se i limiti quantitativi normativamente stabiliti allo scopo di consentire al fondo pensione negoziale (o chiuso) di realizzare la promessa previdenziale, impediscano al soggetto gestore di attuare comportamenti e scelte finanziariamente protese al raggiungimento di rendimenti in linea con le aspettative in corso ed attese (25), tenendo anche presenti le eventuali differenze esistenti tra le forme pensionistiche del settore privato di nuova generazione, di cui al d.lgs. n. 252/2005, e quelle disciplinate dal d.lgs. n. 124/1993, oggi riservate al settore pubblico, per effetto della previsione contenuta nel co. 6 dell'art. 23, del d.lgs. n. 252/2005 (26) e fino all'emanazione del decreto legislativo di attuazione dell'art. 1, co. 2, lett. p) l. n. 243/2004.

3. - *La rete di protezione a tutela del risparmio previdenziale.* — La regola generale della *prudent man rule*, da osservare per lo svolgimento della gestione finanziaria, riceve la sua specificazione negli artt. 6 e 6 *ter*, d.lgs. n. 124/1993 e nell'art 6, d.lgs. n. 252/2005, nel testo novellato dagli artt. 1 e 7, d.lgs. n. 28/2007 (27). Le modifiche, apportate di recente al sistema pensionistico complementare privato, non sembrano discostarsi in maniera significativa dalle previgenti disposizioni contenute nel d.lgs. n. 124/1993, ora applicabili segnatamente al settore pubblico. Una differenza può essere rilevata sull'estensione delle norme in materia di gestione delle risorse dei fondi, operata dal d.lgs. n. 252/2005, a favore di tutte le forme complementari collettive, includendo in esse anche quelle istituite dalle Regioni, dalle casse professionali, dai fondi pensione aperti ad adesione collettiva, da quella residuale costituita presso l'Inps (28).

Non convince la scelta del legislatore di fissare la rete normativa di protezione in diversi provvedimenti legislativi e attuativi, alcuni

dei quali in attesa di rivisitazione (29). È speculare evidenziare che, a differenza di altri Stati dell'Unione europea (si prenda l'esempio della Spagna (30)) in cui la regolamentazione è contenuta organicamente all'interno dello stesso provvedimento che disciplina la previdenza di secondo livello, in Italia occorre richiamare alla mente, oltre le fonti primarie (d.lgs. n. 124/1993 e d.lgs. n. 252/2005), la normazione secondaria e regolamentare (31).

Accanto alle eventuali tutele contemplate dalle fonti legislative, di primo e di secondo grado, le fonti statutarie di ogni singola forma pensionistica, oltre a recepire siffatte prescrizioni, ne individuano di ulteriori, mettendo a profitto gli insegnamenti dell'economia e della finanza sul corretto ed adeguato funzionamento della forma pensionistica, sul contenimento dei costi di transazione e sulla massimizzazione dei rendimenti.

3.1. - *Disciplina della gestione finanziaria dei fondi pensione: autonoma o complementare a quella dei mercati?* — Un primo nodo che si pone

(24) Il riferimento è ai casi Maxwell, Enron, Wordcom, Parlamat, Cirio, bond argentini.

(25) Sulle possibili conseguenze di una gestione infruttuosa, VIANELLO, *L'infruttuosità della gestione* in Cinelli (a cura di), *La previdenza complementare*, cit., 736 e ss.

(26) Per un'analisi sulle conseguenze di questa differenziazione, si rinvia a SQUEGLIA, *L'esclusione del lavoro alle dipendenze delle pubbliche amministrazioni dalla riforma della previdenza complementare*, in Tursi (a cura di), *La nuova disciplina della previdenza complementare (d.lgs. 5 dicembre 2005 n. 252)* in «Nuove leggi civ. comm.» 2007, 882 e ss.; VIANELLO, *La previdenza complementare dei dipendenti pubblici*, in Cinelli (a cura di), *La previdenza complementare*, cit., 627 e ss.

(27) Il d.lgs. n. 28/2007, contenente norme in materia di attività e di supervisione degli enti pensionistici aziendali e professionali, emanato in attuazione delle delega conferita al Governo dall'art. 29 *bis* della legge comunitaria 18 aprile 2005, n. 62, emenda l'art. 6, d.lgs. n. 252/2005 introducendo i co. 5 *bis*, 5 *ter* e 5 *quater*, la lett. *c bis* al co. 13 nonché abrogando contestualmente il co. 11.

(28) Per le forme pensionistiche complementari individuali si applicheranno le norme contenute nel d.lgs. n. 209/2005 (*rectius* codice delle assicurazioni private), recanti le regole da osservare sulla materia degli investimenti, nonché quelle dell'art. 13, co. 3, d.lgs. n. 252/2005 ai fini della disciplina sul conflitto di interessi.

(29) Cfr. l'art. 6, co. 5 *bis*, del d.lgs. 2 n. 52/05 secondo cui «Con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro del Lavoro e della Previdenza sociale, sentita la Covip, sono individuati: a) le attività nelle quali i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità, avendo presente il perseguimento dell'interesse degli iscritti, eventualmente fissando limiti massimi di investimento qualora siano giustificati da un punto di vista prudenziale; b) i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari; c) le regole da osservare in materia di conflitti di interesse tenendo conto delle specificità dei fondi pensione e dei principi di cui alla direttiva 2004/39/Ce, alla normativa comunitaria di esecuzione e a quella nazionale di recepimento».

(30) Il riferimento è al Titolo III del regio decreto n. 304/2004 del 20 febbraio in cui sono affrontati i principi e i requisiti di idoneità per lo svolgimento delle attività e degli investimenti, i criteri prudenziali di diversificazione, la dispersione, la coerenza e la liquidità degli investimenti, le condizioni generali per le operazioni di investimento e i criteri per la valutazione delle attività.

(31) È stato evidenziato come la previdenza complementare si connota, già dalla sua iniziale formulazione, per il consistente ricorso alla normazione secondaria giustificabile «dall'intenzione di avvalersi della competenza tecnica di apparati amministrativi là dove la materia presenti elevate soglie di specialità» (così BESSONE, *Previdenza complementare*, cit., 40 e ss.).

nell'ambito della gestione finanziaria, che meglio connota l'anima privatistico-commerciale della riforma (32), è quello del *corpus* legislativo da opporre al fondo pensione ai fini della regolamentazione del servizio, dal momento che alle norme dei decreti delegati si affiancano quelle specifiche dei singoli gestori.

Allo stato attuale due sono le posizioni che si rinvengono in dottrina: la prima, unitaria, che ritiene che le disposizioni di cui ai d.lgs. n. 124/1993 e n. 252/2005 contengano disposizioni di per sé sufficienti a regolamentare la gestione dei fondi pensione negoziali senza che sia necessario il ricorso alle norme dei diversi tipi di gestione (33); la seconda, pluralistica, che ammette la possibile coesistenza tra la disciplina generale e quella attinente alle attività dei singoli gestori (34). L'indicazione è contenuta nell'art. 6, co. 1, lett. a) del d.lgs. n. 252/2005 che argomenta di «soggetti autorizzati all'esercizio di attività di cui all'art. 1, co. 5, lett. d) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58» (35). Il riferimento, oltre all'individuazione del soggetto autorizzato, consentirebbe di applicare le norme tipiche dell'attività di gestione dei patrimoni, che si affiancherebbero a quelle generali, dettate in materia di previdenza complementare. Ciò

comporterebbe che tali disposizioni siano prese in considerazione dalla disciplina dei fondi pensione a proprio completamento ed integrazione. Una variante di questa tesi ritiene possibile determinare caso per caso — attraverso il principio di specialità che caratterizzerebbe la disciplina dei fondi pensione — le disposizioni effettivamente applicabili, attraverso un'analisi specifica delle singole norme poste sia dalla normativa in materia di fondi pensione, sia dalle varie discipline cui sono assoggettati i soggetti gestori (36).

A noi pare che la tesi pluralistica sia funzionale al ragionamento secondo cui un modello di gestione finanziaria, specie se sgravato dai limiti quantitativi ai fini del contenimento dei rischi, debba naturalmente avvalersi della competenza qualificata dell'investitore chiamato ad operare imprenditorialmente nei mercati non solo finanziari. A queste norme deve riferirsi il fondo pensione, senza che possa ritenersi esaustiva la disciplina generale di cui al d.lgs. n. 252/2005 (ovvero del d.lgs. n. 124/1993). Siffatta ricostruzione conduce ad una gestione che si presenta non standardizzata, bensì costruita tenendo conto delle specificità delle norme cui il gestore è assoggettato.

3.2. - La gestione convenzionata quale schema «aperto» a modelli alternativi di gestione. — Prima di passare ai criteri di investimento e ai limiti che i fondi pensione devono rispettare nell'impiego delle proprie risorse, appare proficuo rammentare che la gestione finanziaria avviene di regola mediante la stipulazione di convenzioni con soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 6, co. 1, d.lgs. n. 252/2005 e dell'art. 6, co. 1, d.lgs. n. 124/1993.

La convenzione, trattandosi di un contratto con il quale il fondo pensione devolve a soggetti specializzati la gestione del proprio patrimonio (37), è assoggettata ai criteri di redazione definiti dalla Covip, sentite le autorità di vigilanza sui soggetti abilitati a gestire le risorse delle forme pensionistiche complementari (art. 19, co. 2, lett. d), d.lgs. n. 252/2005 (38)).

Dunque, viene meno — ma solo nel settore privato — l'obbligo di utilizzare sulla base della precedente previsione dell'art. 17, d.lgs. n. 124/1993, gli schemi-tipo predisposti dalla commissione di vigilanza, d'intesa con le altre autorità abilitate a gestire le risorse (39).

Il cambiamento di metodo, operato dal legislatore del 2005, offre una conferma sulla validità dell'assunto in ordine alle diversità dei ruoli e

(32) LANDINI, *Soggetti gestori, modelli gestionali e strutture di controllo*, cit., 178 e ss.

(33) R. BRUNI, F. P. SCHIAVO, *Capire e gestire i fondi pensione*, Roma 1999, 204 e ss.

(34) CANDIAN, *I fondi pensione*, Milano 1998, 42 e ss.; GENTILI, *Profili civilistici della gestione assicurativa dei patrimoni dei fondi pensione a contribuzione definita*, in «Assicurazioni» 1997, 369 e ss.

(35) Analogamente l'art. 6, co. 1, lett. a) del d.lgs. n. 124/1993.

(36) RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano 2006, 57 e ss., secondo cui una tale ricostruzione avrebbe il pregio di consentire anche solo in parte l'applicazione della normativa particolare dei gestori dal momento che «gli intermediari gestori non perdono le loro caratteristiche soggettive e restano sottoposti alle norme fondamentali della loro operatività».

(37) Sulle difficoltà di inquadramento della convenzione nello schema contrattuale del mandato, trattandosi di un contratto con funzione primariamente gestoria che in parte condivide la causa del mandato, LANDINI, *Le convenzioni con gli enti gestori*, cit., 197 e ss.; sulla teorizzazione di figura contrattuale tipizzata, BESSONE, *Previdenza complementare*, cit., 312.

(38) Già precedentemente a tale evoluzione normativa, la Covip aveva emanato proprie disposizioni intese a semplificare le procedure amministrative in ordine all'analisi preventiva del contratto di gestione finanziaria e nelle relative modalità procedurali (si v. documento Covip 4 dicembre 2003).

(39) A ben vedere, sussiste un'ulteriore diversità di ordine procedurale tra il pubblico impiego e quello privato basata sull'obbligo delle forme pensionistiche complementari del primo di dotarsi di un'autorizzazione preventiva della Covip che ha lo scopo di verificare la conformità del contenuto dello schema convenzionale alle previsioni normative. Sulla natura dell'autorizzazione come approvazione, v. RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit. 165 e ss.

delle funzioni tra fondo pensione negoziale e gestore delle risorse. Il passaggio da un sistema rigido nel quale l'autorità di vigilanza offriva una strumentazione (lo schema tipo di convenzione) a supporto dell'attività da conferire al gestore finanziario ad un altro, più elastico, nel quale viene devoluto alla medesima autorità un ruolo propulsivo di sola individuazione delle linee e degli aspetti fondamentali da seguire nella redazione, lascia ai soggetti coinvolti una maggiore elasticità nella redazione delle relative clausole contrattuali. Ciò si presenta particolarmente funzionale a quei modelli gestionali che assicurano maggiore enfasi alla responsabilizzazione degli organi del fondo pensione e che si incaricano di prestare un ruolo più attivo nel controllo dei rischi sugli investimenti.

Peraltro, una volta seguiti i criteri elaborati dalla Commissione, a quest'ultima è riservato il compito di controllare la convenzione, sia tenendo in considerazione le linee di indirizzo, sia considerando il rispetto dei predetti criteri e delle norme ad essa collegate.

Ebbene emerge una duplice flessibilità che può agevolare la costruzione di modelli gestionali alternativi: una «in entrata», in base alla quale gli organi del fondo stipulano il contratto secondo le esigenze «previdenziali» degli aderenti, sia pure nel rispetto dei criteri di redazione prestabiliti dall'autorità di vigilanza; l'altra «in uscita», secondo cui la Covip esamina la rispondenza dello schema convenzionale non solo alle norme del decreto e a quelle di attuazione

ma anche ai criteri da essa stessa convenuti (40).

Sul versante delle disposizioni di carattere generale che i fondi pensione negoziali devono osservare, occorre rammentare che le convenzioni possono essere stipulate, ai sensi dell'art. 6, co. 8, d.lgs. n. 252/2005 e dell'art. 6, co. 4 *bis* d.lgs. n. 124/1993, nell'ambito dei rispettivi regimi, anche congiuntamente fra loro e devono in ogni caso: *a*) contenere le linee di indirizzo dell'attività dei soggetti convenzionati nell'ambito dei criteri di individuazione e di ripartizione del rischio e le modalità con le quali possono essere modificate le linee di indirizzo medesime; *b*) stabilire i termini e le modalità attraverso cui i fondi pensione esercitano la facoltà di recesso, contemplando anche la possibilità per il fondo pensione di rientrare in possesso del proprio patrimonio attraverso la restituzione delle attività finanziarie nelle quali risultano investite le risorse del fondo all'atto della comunicazione al gestore della volontà di recesso dalla convenzione; *c*) prevedere l'attribuzione in ogni caso al fondo pensione della titolarità dei diritti di voto inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità del fondo medesimo (41).

La possibilità offerta di affidare a più gestori la gestione dei patrimoni (ad esempio ricorrendo ad una ripartizione per quote o per classe di attività (42)), ove si tratti del medesimo regime di prestazione offerta dal fondo (43) nonché quella di assicurare al fondo pensione negoziale (o chiuso) la titolarità del diritto di voto, inerente ai valori mobiliari, risul-

tano entrambe funzionali al modello aperto di convenzione di cui si sono rinvenute tracce già in precedenza.

Difatti, nel primo caso, al fondo pensione è assicurata libertà di stipulare convenzioni congiunte: lo scopo pare essere quello di ampliare l'offerta a favore dei propri aderenti e costruire piani previdenziali «a misura» che tengano conto anche delle caratteristiche anagrafiche, di servizio e di iscrizione dei propri aderenti in un'ottica di maggiore remunerazione dei rendimenti.

Nel secondo, l'esercizio del diritto di voto consente al fondo di intervenire alle assemblee e di esprimere il proprio parere sugli argomenti in discussione elencati nell'ordine del giorno. Nessuna menzione è fatta al conferimento di procure per l'esercizio del diritto di voto; peraltro, il riferimento alla titolarità di tale diritto in capo al fondo sembra condurre verso la previsione di meccanismi di esercizio del diritto di voto analoghi a quelli previsti per le gestioni individuali e, in specie, all'applicazione dell'art. 2372 c.c. (44).

A ben vedere, anche tale prerogativa non pare rovesciare il risultato raggiunto in ordine alla promessa previdenziale del fondo nei confronti dei propri iscritti. Specie se si considera che con tale diritto sociale il fondo pensione partecipa alle delibere assembleari della società emittente non solo condizionandone l'operato, ma anche realizzando un controllo sugli investimenti effettuati e, dunque, assumendo il comportamento tipico dell'azionista imprenditore e non dell'azionista risparmiatore (45), in

(40) Sulla maggiore flessibilità della Commissione, v. anche RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit. 169 e ss.

(41) Per le istruzioni relative al processo di selezione dei gestori delle risorse dei fondi pensione, si v. deliberazione Covip 9 dicembre 1999.

(42) Cfr. deliberazione Covip 9 dicembre 1999.

(43) Sul punto ancora RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 172 e ss.

(44) Sulla questione v. GALANTE, *Controllo interno sulla gestione dei fondi pensione da parte delle società ex lege n. 77/1983*, in «Società» 1997, 591. La facoltà di conferire procura è negata da COSTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in «Bancaria» 1996, 10, 7.

(45) SALERNO, *Fondi pensione negoziali*, cit. 28.

linea con il modello danese che si esporrà più avanti.

L'impostazione potrebbe capovolgersi ove si condivida l'interpretazione, a fronte di una norma tecnicamente non ineccepibile, che non preclude la possibile delega del diritto di voto al soggetto gestore (46). Tuttavia, in questi casi, la delega di voto, peraltro revocabile e conferita soltanto per singole assemblee, con effetto per le eventuali convocazioni successive, non potrebbe essere rilasciata in bianco e dovrebbe essere conferita anche solo per alcune delle proposte di voto indicate nel modulo di delega.

Una tale eventualità — peraltro riconosciuta negli artt. 7 e 6 degli schemi tipo di gestione — non pare essere di ostacolo all'esigenza «di dare voce al collettivo interesse degli iscritti alla forma pensionistica» (47) a condizione che il fondo pensione indichi al soggetto gestore il contenuto da attribuire al proprio voto, senza rimettere a quest'ultimo alcun potere discrezionale, anche solo se per singole assemblee (48).

Fin qui quello che la convenzione può indicare tenendo conto delle indicazioni offerte dalle disposizioni legislative e di attuazione. La formula ragionevolmente elastica dell'art. 19, co. 2, lett. d), d.lgs. n. 252/2005 lascia spazio per dare attuazione a modelli di gestione che tengano conto della capacità del fondo pensione negoziale (o chiuso), in presenza di una adeguata struttura organizzativa e munito di idonei processi decisionali, di vigilare, attraverso tecniche finanziarie e indici predefiniti, in modo più attivo sul controllo dei rischi. Ciò si traduce

anche nell'opportunità di lasciare al gestore maggiori spazi di operatività sulla stessa impronta di quello che attualmente è previsto nel caso in cui il fondo pensione pattuisca una garanzia di restituzione del capitale o un rendimento minimo garantito.

3.3. - Criteri di investimento e di gestione. — Si è anticipato in precedenza che le indicazioni legislative e quelle di attuazione sono ispirate al preciso obiettivo di stabilire soglie massime di impiego delle risorse nell'ambito di generali criteri di investimento senza compromettere la prerogativa del fondo pensione di scegliere l'attività ritenuta più congrua.

Rispondono a tale finalità le disposizioni contenute nell'abrogato d.lgs. n. 124/1993, le quali stabiliscono che con decreto del Ministro del Tesoro, sentita la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, vengono individuati: a) le attività nelle quali i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità, con i rispettivi limiti massimi di investimento, avendo particolare attenzione per il finanziamento delle piccole e medie imprese; b) i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari; c) le regole da osservare in materia di conflitti di interesse compresi quelli eventuali attinenti alla partecipazione dei soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive dei fondi pensione ai soggetti gestori.

Rispetto a tali criteri il d.lgs. n. 252/2005 apporta lievi modificazioni, anche tenendo presente le indicazioni della direttiva del 3 giugno 2003, n. 2003/41/Ce, espungendo segnata-

mente le esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese, ritenute causa di una presumibile esposizione del fondo pensione in strumenti finanziari emessi da quest'ultime.

Un siffatto schema sembra avvicinarsi, sia pure con qualche adattamento, a quello adottato in Spagna in cui si prescrive nell'art. 69, del r.d. n. 304/2004 del 20 febbraio, che il patrimonio del fondo pensione deve rispettare le disposizioni del regolamento attuativo e, in ogni caso, essere investito secondo criteri di sicurezza, redditività, diversificazione, diffusione, liquidità, secondo la consistenza monetaria e tenendo in considerazione il tempo necessario alle esigenze del fondo.

Tali principi trovano riscontro nell'art. 2 del d.m. n. 703/1996 secondo cui il fondo pensione deve operare in modo che le proprie disponibilità siano gestite in maniera sana e prudente 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.

Disposizioni attuative che, sebbene presentino distonie e incongruenze rispetto al testo comunitario e al decreto del 2005 (49), evidenziano il tentativo di predisporre un processo di intervento con cui orientare, senza invaderne la sfera di azione, lo stile della *corporate governance* della forma pensionistica ma anche un processo con cui escludere tipologie di investimento diverse dai valori mobiliari (50) e, in particola-

(46) A favore di questa possibilità, v. RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 234 e ss.

(47) Così BESSONE, *Previdenza complementare*, cit. 359.

(48) Di diverso avviso è RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 235 e ss.

(49) Si pensi alla superata distinzione tra obbligo di diversificazione dei rischi e obbligo di diversificazione degli investimenti che la direttiva comunitaria del 2003 invece non considera, argomentando semplicemente di «attività adeguatamente diversificate per evitare che sia un'eccessiva dipendenza da una determinata categoria di attività, emittenti o gruppi di imprese e che nel portafoglio complessivamente considerato vi siano concentrazioni del rischio».

(50) Cfr. art. 6, co. 4 bis, d.lgs. n. 124/1993 e art. 6, co. 8, d.lgs. n. 252/2005, art. 6, co. 4 ter, d.lgs. n. 124/1993 e art. 6, co. 9, d.lgs. n. 252/2005,

re, rappresentate dagli investimenti in beni materiali (51).

Al di là di alcune scelte che restano comunque controverse, dell'efficacia di questi criteri non sembra si possa dubitare e nemmeno si possa prescindere; ond'è la costruzione di un modello di gestione alternativo deve comunque confrontarsi con la presenza di un quadro normativo di riferimento, entro cui il fondo pensione possa legittimamente compiere le proprie scelte gestionali.

3.4. - I limiti quantitativi agli investimenti e il difficile equilibrio tra istanze di protezione e massimizzazione dei rendimenti. — Si è detto in precedenza che alla fonte normativa primaria ha fatto seguito quella di attuazione a cui è stato devoluto il compito di recepire le linee guida e di tradurle in precetti da far osservare ai soggetti direttamente coinvolti (il fondo pensione negoziale e i gestori delle risorse e le autorità di vigilanza e di controllo) seguendo una *ratio legis* che trova puntuale riscontro nella direttiva comunitaria in tema di vigilanza sugli enti pensionistici di genere complementare (52). Limiti, che sebbene rispecchino la volontà di recintare i criteri di determinazione dei rischi e che rispondono alla distinzione delle funzioni (53), paiono frenare lo sviluppo

della previdenza complementare e finiscono per vanificare l'iniziale disegno del legislatore (54). In altri paesi (Olanda, Danimarca, Messico, per esempio) si affermano diversi approcci alla regolazione degli investimenti dei fondi pensione basati sul rischio, con progressivo abbandono delle soglie quantitative (55).

È pur vero che tali limiti possono essere superati per temporanee e comprovate esigenze del fondo pensione; ma è altrettanto vero che siffatto superamento può avvenire nei soli casi stabiliti dall'autorità di vigilanza. Allo stesso modo nulla preclude alla medesima autorità di stabilire limiti ancora più stringenti all'operatività del fondo pensione ove la situazione economico patrimoniale e organizzativa lo richieda (art. 4, co. 3 e 4, d.m. 21 novembre 1996, n. 703).

Orbene, le disposizioni contenute nel d.m. 21 novembre 1996, n. 703 stabiliscono che le disponibilità dei fondi pensione possono essere investite in: *a)* titoli di debito; *b)* titoli di capitale; *c)* parti di Oicvm (56); *d)* quote di fondi chiusi (mobiliari o immobiliari).

Si individuano, dunque, le classi di attività che si presentano compatibili con la gestione del patrimonio del fondo pensione negoziale.

Rispetto a tale formulazione è dato osservare che l'indicazione ministe-

riale non tiene conto delle tipologie di strumenti finanziari introdotte successivamente all'emanazione del decreto. Una tale lacuna si riverbera, come è logico dedurre, anche sui rendimenti attesi dagli investimenti, dovendo contare il fondo pensione su una offerta tipologica inferiore rispetto anche a quella degli Stati europei. Alle forme pensionistiche complementari si consente: *a)* di effettuare operazioni di pronti contro termine che prevedano l'acquisto a pronti e la rivendita a termine ovvero la vendita a pronti ed il riacquisto a termine di strumenti finanziari ed il prestito titoli; *b)* di detenere liquidità; *c)* di compiere operazioni in contratti derivati. In specie, le operazioni derivate sono consentite ove: *a)* generino un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quello risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato; *b)* eliminino il rischio finanziario; *c)* assicurino il valore contro le fluttuazioni di prezzo; *d)* assicurino maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli derivati da acquisti a pronti. Dunque, il ricorso a siffatte operazioni è ammesso in chiave di copertura dei rischi preesistenti ma non per scopi speculativi (57).

L'elencazione delle attività consenti-

art. 6, co. 4 *quinquies*, d.lgs. n. 124/1993 e art. 6, co. 11, d.lgs. n. 252/2005. Anche per i fondi preesistenti, il cui patrimonio era investito in beni immobili, hanno l'obbligo di adeguarsi alle nuove norme.

(51) Argomenta, alla base dell'esclusione, di ragioni tecniche (eccessiva pericolosità, difficoltà di mobilitazione, minore trasparenza) e scelte di politica legislativa, RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 127 e ss.

(52) BESSONE, *Fondi pensione e previdenza complementare. La forma «a prestazione definita»* in «Lav. giur.» 2002, 205.

(53) Definiti «ragionevoli» secondo BESSONE (*Fondi pensione e previdenza complementare. La forma «a prestazione definita»*, cit., 205 e ss.) in quanto «decisamente motivati in considerazione della finalità previdenziale che più di ogni opportunità speculativa deve caratterizzare l'operato dell'investitore "fondo pensione"».

(54) Come osserva anche CINELLI, *La previdenza volontaria nel sistema italiano e comunitario di sicurezza sociale*, cit., 21.

(55) BLACK, J. *The Development of Risk Based Regulation in Financial Services: Canada, the UK, and Australia*, Center for the Analysis of Risk and Regulation, 2004, London School of Economics, London, UK. Per l'analisi di alcuni di questi modelli gestionali si rinvia *infra* § 5.1, § 5.2 e § 5.3.

(56) Trattasi degli organismi di investimento collettivo disciplinati dalla direttiva 85/611/Cee.

(57) Si è soliti affermare che un derivato è uno strumento finanziario il cui valore deriva da quello di un'attività sottostante che può essere finanziaria (includendo tra queste anche le valute) e merci: nel primo caso abbiamo i *financial derivatives* e nel secondo i *commodity derivatives*. Nel documento di consultazione, *Disciplina dei limiti investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione*, cit., si auspica il superamento della precedente formulazione, sostenendo l'investimento in strumenti finanziari derivati anche senza finalità di copertura

te al fondo pensione si presenta più limitativa di quella adottata per gli organismi di investimento collettivo del risparmio (d'ora in avanti Oicr) (58) e, nel contempo, speciale rispetto alle indicazioni comunitarie (59). Inoltre i fondi pensione incontrano precisi limiti agli investimenti delle proprie disponibilità allo scopo di contribuire alla realizzazione, almeno potenzialmente (60), di un'efficiente gestione del portafoglio finanziario, del contenimento dei rischi e, soprattutto, della massimizzazione dei risultati.

Essi possono detenere ai sensi dell'art. 6, d.lgs. n. 252/2005 e dell'art. 4, d.m. n. 703/1996: *a*) liquidità entro il limite del 20% del patrimonio del fondo pensione; *b*) quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20% del patrimonio del fondo pensione e del 25% del valore del fondo chiuso; *c*) titoli di debito e di capitale non negoziati in mercati regolamentati dei Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone entro il limite del 50%, purché emessi da Paesi aderenti all'Ocse ovvero da soggetti ivi residenti (61); *d*) titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'Ocse ovvero residenti in detti Paesi, entro il limite massimo del 5% del patrimonio del fondo pensione, purché negoziati in mercati regolamentati dei Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone.

Il patrimonio del fondo pensione non può essere investito in misura superiore al 15% in titoli di debito e di capitale, ivi compresi i prodotti derivati che danno diritto all'acquisto di tali titoli, emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo; nell'ambito di tale limite, i titoli non negoziati in mercati regolamentati dai Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone non possono superare quello del 5% del patrimonio del fondo (art. 4, co. 2, d.m. n. 703/1996) (62).

Gli investimenti del fondo pensione devono essere denominati per almeno un terzo in una valuta congruente con quella in cui devono essere erogate le prestazioni.

Tale limite — che non trova riscontro nella disciplina comunitaria, né in quella degli altri Paesi europei — esclude il ricorso, che andrebbe invece, a nostro avviso, incoraggiato, a gestioni segnatamente monetarie che potrebbero presentarsi particolarmente proficue per alcune categorie di aderenti al fondo pensione.

Ad ogni modo, i predetti margini di operatività devono essere coordinati con quelli di indirizzo previsti dall'art. 18, direttiva 2003/41/Ce del 3 giugno 2003 che stabilisce che le attività debbono essere investite: *a*) nel migliore interesse degli aderenti e dei beneficiari (63); *b*) in modo da garantire la sicurezza, la qualità, la

liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso; *c*) in misura predominante su mercati regolamentati; *d*) in strumenti derivati nella misura in cui contribuisce a ridurre il rischio di investimento o facilita una gestione efficace del portafoglio; *e*) adeguatamente diversificate per evitare che ci sia un'eccessiva dipendenza da una determinata categoria di attività, emittenti o gruppi di imprese e che nel portafoglio complessivamente considerato vi siano concentrazioni del rischio; *f*) gli investimenti nell'impresa promotrice non possono superare il 5% del portafoglio nel suo complesso e, allorché l'impresa promotrice appartiene ad un gruppo, gli investimenti nelle imprese dello stesso gruppo dell'impresa promotrice non possono superare il 10% del portafoglio.

Sovrapponendo tali indicazioni a quelle ministeriali si evince l'assenza nella direttiva comunitaria di limiti quantitativi di applicazione generale (64).

L'art. 1, d.lgs. n. 28/2007, recependo la citata direttiva, ha introdotto nel co. 13 dell'art. 6 del d.lgs. n. 252/2005 due disposizioni (lett. *c*) e *c bis*) che impongono un duplice divieto: *a*) il fondo pensione, i cui destinatari sono i lavoratori di una determinata impresa, non può investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari emessi dalla predetta impresa o, allorché l'impresa

ma al solo fine di ridurre i rischi e di assicurare un'efficiente gestione. V. RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 135 e ss. che fa rilevare che tra le operazioni derivate sono escluse quelle su merci e quelle di cui alla lett. *h*) e alla lett. *j*) dell'art. 1, co. 2, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (v. anche l'art. 1, lett. *c*) d.m. 703/1996).

(58) Cfr. la direttiva 85/611/Cee che prevede che gli Oicr possano investire, a determinate condizioni, in valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo del risparmio depositi, strumenti finanziari derivati, nonché detenere liquidità.

(59) Speciale perché la direttiva del 2003 e, in particolare l'art. 18, non elenca espressamente le operazioni inammissibili per i fondi pensione.

(60) Sulle implicazioni della diversificazione, v. *infra* § 5.

(61) La disposizione precisa che entro tale limite i titoli di capitale non possono superare il 10% del patrimonio ed il complesso dei titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'Ocse o dagli organismi internazionali, cui aderiscono almeno uno degli Stati appartenenti all'Unione europea, non può superare il 20% del patrimonio del fondo pensione.

(62) Sono esclusi dai citati limiti (15 e 5%) i titoli di debito emessi da Stati aderenti all'Ocse.

(63) In caso di potenziale conflitto di interessi l'ente o l'entità che ne gestisce il portafoglio fa sì che l'investimento sia effettuato nell'esclusivo interesse degli aderenti e dei beneficiari.

(64) Ciò anche in linea con altri Paesi europei: nei Paesi Bassi la diversificazione è richiesta ma non è previsto nessun limite quantitativo (cfr. OCSE, 2006 *Survey of Investment Regulations of Pension Funds*, in www.oecd.org).

appartenga a un gruppo, dalle imprese appartenenti al gruppo medesimo, in misura complessivamente superiore, rispettivamente, al 5 e al 10% del patrimonio complessivo del fondo; b) il patrimonio del fondo pensione deve essere investito in misura predominante su mercati regolamentati. La prima parte della disposizione (lett. a)) è motivata dall'esigenza di legare gli investimenti a strumenti che non presentino un rischio elevato: il riferimento a «strumenti finanziari» pare debba leggersi come possibilità di ricorso ad obbligazioni e prodotti finanziari partecipativi allo scopo di tutela del risparmio previdenziale.

La seconda parte (i fondi non possono investire le proprie risorse «in azioni o quote con diritto di voto, emesse da una stessa società, per un valore nominale superiore al cinque per cento del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse dalla società medesima se quotata, ovvero al dieci per cento se non quotata, né comunque, azioni o quote con diritto di voto per un ammontare tale da determinare in via diretta un'influenza dominante sulla società emittente») pare offrire un esempio di come una limitazione di tale natura possa danneggiare anziché favorire gli aderenti di quel fondo pensione negoziale, palesando un'ingiustificata limitazione dell'iniziativa economica del fondo medesimo (65). Speculare è anche la seconda previsione dell'art. 6, co. 13 del d.lgs. n. 252/2005 che, rimediando ad una lacuna del d.m. n. 706/1993, offre una garanzia in ordine alla destinazione degli investimenti delle risorse in quei mercati che presentano una

bassa propensione al rischio (66). Ma anche in questo caso è dato rilevare che la direttiva non indica alcuna limitazione per l'esposizione a singole classi di attività o a singole aree geografiche sugli strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, limitandosi a precisare che gli investimenti in attività che non sono ammessi allo scambio su un mercato finanziario regolamentato devono essere mantenuti in ogni caso a livelli prudenziali.

3.5. - Le operazioni non consentite nello svolgimento della gestione finanziaria: un esempio di prudenza asimmetrica rispetto al vincolo di scopo previdenziale. — Le limitazioni previste in via generale ricevono poi un'ulteriore specificazione nell'art. 6, co. 5, del d.lgs. n. 124/1993 e nell'art. 6, co. 13, del d.lgs. n. 252/2005.

In particolare, si stabilisce che i fondi non possono comunque assumere o concedere prestiti, prestare garanzie in favore di terzi, né investire le disponibilità di competenza: a) in azioni o quote con diritto di voto, emesse da una stessa società, per un valore nominale superiore al 5% del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse dalla società medesima se quotata, ovvero al 10% se non quotata, né comunque, azioni o quote con diritto di voto per un ammontare tale da determinare in via diretta un'influenza dominante sulla società emittente; b) in azioni o quote emesse da soggetti tenuti alla contribuzione o da questi controllati direttamente o indirettamente, per interposta perso-

na o tramite società fiduciaria, o agli stessi legati da rapporti di controllo ai sensi dell'art. 23, del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, in misura complessiva superiore al 20% delle risorse del fondo e, se trattasi di fondo pensione di categoria, in misura complessiva superiore al 30%.

A nostro avviso, se il divieto relativo all'assunzione di prestiti risponde alla necessità che il fondo pensione negoziale (o chiuso) non impieghi le proprie liquidità per finalità che potrebbero tendenzialmente esulare dallo scopo previdenziale e rispondere per converso a propositi remunerativi e speculativi; l'altro, relativo alla concessione dei prestiti, è indicativo di una prudenza asimmetrica rispetto a quel vincolo di scopo e potrebbe essere rimosso in presenza di almeno tre presupposti: una motivazione che sia espressione di principi solidaristici (si pensi alla possibilità di chiedere un prestito agevolato a fronte di un onere di riscatto, di ricongiunzione, di prosecuzione volontaria anche per i familiari a carico dell'aderente); l'assenza di tassazione per il fondo pensione; l'obbligo per la forma pensionistica di non distrarre le risorse così accumulate per scopi e pratiche lucrative. Una tale soluzione sembrerebbe confortare quell'interpretazione secondo cui il fondo pensione possa adempiere una funzione, per così dire, meritoria ovvero sociale, indirizzando le proprie risorse finanziarie al sostegno di determinati comparti dell'economia del paese o in investimenti c.d. socialmente responsabili o etici (67) o, più in generale, contribuendo a favorire

(65) Probabilmente in contrasto con l'art. 41 e forse anche con l'art. 46 Cost. (così BONARDI, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, cit., 552 e ss.)

(66) Conseguentemente è dato rilevare una significativa differenza tra pubblico e privato, posto il silenzio del d.m. n. 703/1996 che fa esclusivo riferimento agli investimenti in titoli di debito e di capitale non negoziati in mercati regolamentati dei Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone, purché emessi da Paesi aderenti all'Ocse, ovvero da soggetti ivi residenti.

(67) BONARDI, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, cit., 552 e ss. anche considerando che la normativa persegue anche altre finalità e, in particolare, quella di sostegno al sistema finanziario; contra BESSONE, *Previdenza complementare*, cit. 118, secondo cui qualsiasi distrazione dall'interesse previdenziale rischia di pregiudicare i risultati che gli iscritti al fondo pensione legittimamente si attendono.

anche la determinazione del diritto e della misura delle prestazioni pensionistiche del primo pilastro. Ma troverebbe riscontro anche dalla lettura del sistema previdenziale complementare come espressione del principio pluralistico di cui all'art. 2 Cost. e, segnatamente come espressione della valorizzazione delle comunità intermedie, sulle quali incomberebbe il dovere di solidarietà e alle quali è riconosciuto il diritto di provvedere autonomamente alla realizzazione del pieno sviluppo della persona umana (68).

3.6. - I casi ammessi di gestione diretta. — L'esempio della gestione diretta è indicativo di come i ruoli (fondo pensione e soggetto gestore) possano sovrapporsi e condurre ad un'amministrazione-gestione che può presentare un triplice ordine di problemi: il primo legato alla difficoltà di smobilizzazione e alla minore trasparenza dell'investimento (69); il secondo collegato all'assenza di professionalità, di conoscenze, di mezzi tecnici adeguati; infine, all'insorgere di possibili conflitti di interessi (70).

Nonostante le criticità esposte a cui non di rado erano state sottoposte le forme previdenziali previgenti ai d.lgs. n. 124/1993 e n. 252/2005, il legislatore ha ammesso dei casi di gestione diretta nel caso di prodotti esclusivamente di carattere finanziario (71).

Difatti, l'art. 6, co. 1, lett. *d*) ed *e*), d.lgs. n. 252/2005 e l'art. 6, co. 1, lett. *d*) ed *e*), d.lgs. n. 124/1993, stabilisce che i fondi possono sottoscrivere o acquisire azioni o quote di società immobiliari o quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi non superiori al 20% del proprio patrimonio e al 25% del capitale del fondo chiuso (72). Le due disposizioni appaiono motivate, rispettivamente, dall'esigenza di dirigere il flusso delle risorse verso il mercato immobiliare e dall'opportunità di offrire un sostegno alle piccole e medie imprese (73). Ma, soprattutto, la deroga consente al fondo pensione una immediata liquidabilità dell'investimento, senza essere gravato degli oneri e della struttura che implica la gestione immobiliare (74).

3.7. - La gestione finanziaria garantita quale modello «aperto» e «responsabile» di gestione. — L'art. 6, co. 9, d.lgs. n. 252/2005 e l'art. 6 co. 4 *ter*, d.lgs. n. 124/1993, prevedono un'ulteriore possibilità a disposizione del fondo pensione che intende avvalersene: stipulare accordi, per la gestione delle disponibilità conferite in gestione, che prevedano la garanzia di restituzione del capitale (75). La gestione garantita offre più di uno spunto per un nuovo modello alternativo di gestione.

Si tratta di un'obbligazione accessoria che si affianca a quella principale

del soggetto gestore senza che la garanzia prestata si presenti come un impegno assicurativo nei confronti degli aderenti al fondo (76). Rappresentando un'ipotesi di gestione finanziaria, ad essa si applicheranno le regole tipiche previste per l'espletamento di tale servizio (art. 6, co. 3, d.m. n. 703/1996). Ciò significa che il soggetto gestore è tenuto a costituire le garanzie necessarie da correlare agli impegni assunti.

Non pare contrastare con il quadro normativo la previsione anche di un interesse minimo sebbene sia devoluta unicamente alla convenzione il compito di regolare una siffatta possibilità (77). Spetta alla Covip, d'intesa con le autorità di vigilanza dei soggetti abilitati a gestire le disponibilità dei fondi pensione, indicare i criteri, le modalità e i limiti per il rilascio della garanzia, anche da parte di terzi secondo i principi di trasparenza e di comparabilità delle condizioni offerte.

Ond'è, le disposizioni di attuazione della Covip (78), hanno previsto la strutturazione di un comparto che garantisca almeno l'effettivo impegno ad assicurare il risultato della restituzione integrale del capitale versato, al netto di qualsiasi onere, entro un lasso di tempo predeterminato (ovverosia, alla scadenza della convenzione di gestione) e/o al realizzarsi di alcuni eventi (collocamento a riposo, decesso, invalidità

(68) TURSI, *La previdenza complementare nel sistema*, cit., 19 e ss.; CIOCCA, *La libertà della previdenza privata*, Milano 1998, 252.

(69) RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 128 e ss.

(70) CANDIAN, *I fondi pensione*, cit.

(71) Si segnala che il d.m. 10 maggio 2007, n. 62, all'art. 5, co. 2, lett. *a*), consente, per i soli fondi pensione preesistenti, l'investimento diretto in immobili.

(72) Il rispetto di questi limiti rientra nei compiti della banca depositaria presso la quale sono custodite tutte le attività e le liquidità che costituiscono il patrimonio del fondo pensione (art. 7, d.lgs. n. 252/2005 e art. 6 *bis* del d.lgs. n. 124/1993).

(73) CORTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione chiusi*, cit.

(74) In via transitoria sono poi stabilite altre ipotesi che si presentano motivate da ragioni di utilità e di efficacia: quella stabilita in attesa della stipulazione della convenzione con un soggetto gestore e quella prevista a favore dei fondi costituiti nell'ambito delle autorità di vigilanza per i dipendenti delle stesse (art. 6, co. 12, d.lgs. n. 252/2005).

(75) In tali casi, può essere anche pattuito il trasferimento della titolarità ai sensi dell'art. 6, co. 4 *ter*, del d.lgs. n. 124/1993.

(76) RIGHINI *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 286 e ss.

(77) CANDIAN, *I fondi pensione*, cit., 84 e ss.; COSTI, *La gestione delle risorse*, in «Banca, impresa e società» 1990, 10.

(78) Trattasi dei provvedimenti del 28 giugno 2008 e di quelli in ordine allo schema di statuto dei fondi pensione negoziali e dello schema di regolamento dei fondi pensioni aperti del 31 ottobre 2006.

permanente, riscatto conseguente a inoccupazione per un periodo superiore a quarantotto mesi) (79).

Una tale gestione evidenzia due aspetti che non risultano insensibili al nostro tema: il primo discende dalla conseguenze dell'obbligo di garantire un rendimento ulteriore; il secondo attiene all'apparente possibilità che crei una fenditura dei ruoli previdenziale-finanziario devoluti dal legislatore a soggetti distinti.

Orbene, nel primo caso la previsione di una garanzia impone al soggetto gestore di essere emancipato nelle scelte di investimento rispetto alla gestione non garantita. Dunque, è da questa gestione che si determinano forzatamente *asset allocation* che sono idonee, sia pure nel quadro delle garanzie normativamente tutelate, a conseguire un risultato che, sebbene garantito (80), risponde all'esigenze dell'aderente e, più in generale, ai fini della previdenza del secondo pilastro. La seconda riflessione che esclude una commistione di funzioni e di ruoli tra fondo pensione e soggetto gestione deve partire dall'assunto che la garanzia, come è stato rilevato, si sovrappone ma non elimina il profilo gestorio del negozio (81). Ciò significa, che non sussiste alcun interesse del gestore sull'andamento della gestione garantita.

4. - *La tecnica della diversificazione dei rischi ai fini della minimizzazione del rischio, della massimizzazione ed adeguatezza dei risultati.*

— Alle difese d'indole legislativa sulla gestione delle risorse dei fondi pensioni negoziali (o chiusi) si affiancano quelle che discendono dalle disposizioni comunitarie (art. 18, direttiva 2003/41/Ce), dalle norme statutarie ispirate alle comuni regole economiche-finanziarie sulla dinamica dei mercati finanziari (monetari e mobiliari) e su una gestione «sana e prudente», informata a principi di «trasparenza e correttezza» (artt. 18 e 19 d.lgs. n. 252/2005 e art. 2, d.m. n. 703/1996).

I criteri di ripartizione del rischio, nella scelta degli investimenti, una volta individuati, devono essere indicati nello statuto del fondo pensione, tenendo conto delle direttive adottate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e sentita l'autorità di vigilanza. Sul punto, è opportuno rilevare che, sebbene il d.lgs. n. 28/2007 abbia abrogato il co. 11 dell'art. 6, d.lgs. n. 252/2005, l'obbligo di indicare nello statuto siffatti criteri deve comunque ritenersi vigente, anche per le forme pensionistiche del settore privato, per effetto di quanto stabilito dall'art. 3, co. 1, lett. p), d.m. n. 211/1997.

Ai sensi dell'art. 12, della direttiva 2003/41/Ce, recepita con gli artt. 5 *ter* e 5 *quater* dell'art. 6, d.lgs. n. 252/2005, le forme pensionistiche complementari devono definire gli obbiettivi e i criteri della propria politica di investimento anche in riferimento ai singoli comparti eventualmente previsti, provvedendo con

cadenza almeno triennale alla verifica della corrispondenza agli interessi degli aderenti (82).

Ed è in questo momento che l'investitore-fondo pensione deve scegliere, tra i portafogli diversificati, quello che meglio risponde al suo grado di avversione o propensione al rischio. La tecnica della diversificazione del portafoglio, comunemente denominata *asset allocation*, consiste nel minimizzare i rischi e massimizzare i ritorni attraverso strumenti finanziari diversi e ripartiti nei vari mercati internazionali e suddivisi per settore (83). Essa, modellata in ottica segnatamente previdenziale, appare essenziale per garantire un buon equilibrio e per attutire i rischi degli investimenti. Diversificare significa, quindi, investire in più strumenti finanziari tra loro non correlati e in aree geografiche soggette a differenti fasi del ciclo economico (84).

Nel processo di *asset allocation* la presenza di un parametro, richiesto dal d.m. n. 703/1996 e composto da indici sintetici che rappresentano l'andamento medio dei mercati (c.d. *benchmark*), consente di scegliere *ex ante* il profilo di rischio più adatto ai propri investimenti nonché di valutare *ex post* l'efficienza del proprio investimento. In sostanza, tale vincolo assicura, per un verso, una valutazione obiettiva in ordine alle capacità gestionali del fondo pensione e alle *performance* del gestore, per un altro verso, rappresenta un

(79) Nei fondi pensione aperti, per converso, la restituzione del capitale sarà prevista solo al verificarsi dell'evento protetto dal momento che le risorse finanziarie sono gestite direttamente dal soggetto istitutore e non attraverso convenzione con soggetti esterni.

(80) BOZZAO, *La previdenza complementare in Europa: analisi comparata*, in Pessi (a cura di), *Il sistema previdenziale europeo*, cit., 123.

(81) SALERNO, *Fondi pensioni negoziali*, cit., 267.

(82) Di tali scelte di investimento essi sono tenuti ad informare gli aderenti secondo le modalità stabilite dall'autorità di vigilanza.

(83) A sua volta l'*asset allocation* si distingue in strategica che tiene conto delle condizioni dei mercati, delle previsioni in ordine al rendimento dei titoli nel medio-lungo periodo, del grado di rischio; dall'*asset allocation* tattica che attiene alle manovre che il gestore può realizzare nel breve periodo, discostandosi temporaneamente dal *benchmark* concordato, così da sfruttare particolari condizioni di mercato (attività di *security* e *market timing*).

(84) L'applicazione del principio impone alla Commissione di vigilanza di richiedere periodicamente alle forme pensionistiche complementari di verificare l'adeguata diversificazione degli investimenti e, nel caso in cui si giudichi che la composizione del portafoglio non risulti pienamente conforme a tale principio, di porre in essere con immediatezza tutti gli interventi necessari, dandone poi adeguata informazione alla medesima autorità (v. lettera Covip del 28 settembre 2008).

vincolo implicito al profilo di rischio associato agli investimenti.

In tale contesto un ruolo fondamentale è svolto dai gestori specializzati che producono informazioni quantitativamente maggiori e qualitativamente migliori in ragione di una maggiore efficacia della raccolta ed elaborazione delle stesse. D'altronde, essi svolgono la loro attività ipotizzando lo sfruttamento di economie di scala che prevedono condizioni economicamente più vantaggiose rispetto a quelle ottenibili dallo svolgimento della medesima attività al livello individuale (85).

Dunque, le restrizioni legislative di natura quantitativa e la presenza di un parametro oggettivo per la verifica dei risultati di gestione (il *benchmark*) dovrebbero incentivare i fondi pensione ad attuare tale processo di diversificazione internazionale e di frazionamento degli strumenti finanziari, quotati nei diversi mercati regolamentati, tenendo «lontano» il portafoglio dall'esposizione ai rischi. Peraltro, occorre aggiungere che il grado di divisibilità viene a correlarsi in modo rilevante con la dimensione delle risorse disponibili: quanto maggiore è la quantità delle risorse da investire, tanto maggiore è la possibilità di diversificare (86). Sotto questo profilo, si possono comprendere i tentativi di intercettare una parte consistente del flusso annuo di trattamento di fine rapporto, conferito alla previdenza complementare, allo scopo di determinare

anche una positiva ricaduta sulla gestione dei fondi pensione (87). Un maggior grado di diversificazione consente una riduzione dei rischi sulle risorse finanziarie trasferite attraverso l'assunzione contemporanea di rischi tra di essi indipendenti. Tuttavia, la circostanza che maggiori risorse conducano ad un portafoglio numericamente frammentato non significa che lo stesso non sia meno rischioso; al contrario, potrebbe risultare più dispendioso e anche meno remunerativo. Alcuni studi dimostrano che costruire la corretta *asset allocation* è più importante che scegliere i singoli fondi (88). Proprio tali elementi contribuiscono a comprendere le difficoltà legate alla ricerca dell'efficienza della gestione finanziaria e alla tendenza sempre più ricorrente dei fondi pensione a manifestare atteggiamenti imitativi, attutendo gli effetti del processo di diversificazione degli investimenti. Né agevola il solo riferimento al *benchmark* che pare scontare una certa rigidità in presenza di gestioni finanziarie complesse, quali quelle aventi ad oggetto un rendimento minimo o la garanzia di un capitale (89). D'altronde, il gestore opera secondo le linee di indirizzo stabilite dal fondo pensione, la cui attività deve essere attentamente monitorata, essendo il fondo pensione l'unico soggetto responsabile nei confronti degli aderenti per i risultati conseguiti (art. 6, co. 10, d.lgs. n. 252/2005 e art. 6, co. 4 *quater*, d.lgs. n. 124/1993) (90).

5. - *Modelli alternativi di gestione finanziaria: soglie quantitative degli investimenti vs identificazione, misurazione e controllo dei rischi.*

— Delineato il modello attuale di gestione finanziaria basato, come si è visto, 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), occorre soffermarsi sulla possibilità di approcci di gestione alternativi.

Si è già anticipato che 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 (91).

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 (92)), devolve al fondo pensione la capacità di identificare, misurare e controllare tutti i rischi rilevanti. Trattasi di metodi basati sul rischio che manifestano una

(85) CHAN, *On the positive Role of Financial Intermediation in the Allocation of Venture Capital in Market with Imperfect Information*, in «Journal of Finance» 1983, 1453.

(86) Cfr. KLEIN, *The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation*, in «Journal of Finance» 1973, 5.

(87) Si tratterebbe di stabilire una nuova finestra temporale durante la quale far scattare nuovamente il meccanismo del silenzio assenso (v. COVIP, *Relazione per l'anno 2008*, 18 giugno 2009, 10).

(88) ROSSINI, *Incertezza: teoria ed applicazioni*, Berlino 1993.

(89) Il *Documento di consultazione*, cit., 5, suggerisce il mantenimento del *benchmark* per le gestioni con le quali essa è compatibile mentre per le altre gestioni, in analogia con quanto previsto per gli Oicr, il parametro potrebbe essere sostituito dall'indicazione degli scenari probabilistici di rendimento atteso.

(90) Sulla materia dei controlli, v. deliberazione Covip 30 dicembre 1998.

(91) Cfr. Audizione Presidente Covip, 29 gennaio 2004, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, 31.

(92) Essi includono i revisori, gli attuari, i membri di fondi, le società di *rating*, gli analisti di mercato.

maggiore predilezione ad essere applicati nei sistemi pensionistici a prestazione definite (93).

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 agli Stati mem-

bri 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 (94).

Ne esaminiamo alcune, per saggiare l'adattabilità al nostro sistema di regolazione dei fondi pensione negoziali (95).

5.1. - L'esperienza messicana. — I fondi pensione messicani hanno adottato un modello specifico e dettagliato di gestione del rischio, trasfuso in uno specifico regolamento rilasciato dall'autorità di vigilanza.

L'alleggerimento delle norme in ordine agli investimenti (più rischiosi anche attraverso l'impiego di derivati) è stato accompagnato da altre regole destinate a limitare l'assunzione di rischi eccessivi (96).

A differenza dell'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 di 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 valore a rischio (*value at risk*). Il *value at risk* 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 (97). Sotto questo profilo, il Messico è considerato il precursore dell'impiego del VaR in ambito previdenziale, stante l'applicazione unica-

(93) Cfr. l'analisi di CAMPBELL, YEUNG, VICEIRA, *A Multivariate Model of Strategic Asset Allocation*, in «Journal of Financial Economics» 2003, 67, 41-80.

(94) Sul rilievo che la direttiva ha posto sul governo del fondo pensione, v. CINELLI, GIUBBONI, *Individuale e collettivo nella riforma della previdenza complementare: l'esperienza italiana in prospettiva europea*, cit., 241 e ss.

(95) Per un sguardo della disciplina in altri paesi dell'Unione europea v. OCSE, *2006 Survey of Investment Regulations of Pension Funds*, in www.oecd.org.

(96) Anche il Cile ha adottato un sistema di gestione basato sul rischio: sul punto BERNSTEIN, CHUMACERO, *Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilwan Pension Funds» Fiscal Studies*, vol. 27 Issue 1, 2006, 99-123.

(97) Il più alto rischio/rendimento del portafoglio del fondo pensione che è stato recentemente introdotto nel sistema messicano deve mantenere un *value at risk* di meno dell'1%.

mente 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 (98).

5.2. - Segue. Danimarca. — La Danimarca ha adottato un modello di gestione finanziaria che viene qualificato ibrido (99), dal momento che aggiunge al controllo del margine di solvibilità minimo dei fondi pensione — basato sulla valutazione corrente delle passività — uno *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 (100).

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 quello di aumentare la consapevolezza dei rischi della gestione dei fondi pensione (101). 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 pensione 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 (102).

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.

5.3. - Segue. Australia. — L'introduzione di un 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 (103).

L'Australia ha fatto notevoli progressi nella costruzione di un sistema globale del rischio, attraverso l'individuazione di un *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 al rispetto delle regole di investimento, ma anche alla 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 di gestire tali rischi e le misure attuate per mitigarne gli effetti) attraverso un sistema a punteggio (c.d. *Probability and Impact Rating System*) (104). 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 *oversight' category* sono assoggettati a controlli frequenti; quelli *mandated improvement'* sono subordinati a piani di miglioramento.

Tale modello, come è stato eviden-

(98) CAMPBELL, VICEIRA, *Strategic Asset Allocation. Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford 2002.

(99) Così BRUNNER, HINZ, ROCHA, *Risk-Based Supervision of Pension Funds*, Financial Policy Development Unit, The World Bank, Paper 4491, 2008, 18 e ss.

(100) In linea con l'approccio seguito a Basilea II, i fondi pensione possono scegliere di conformarsi ad un modello standardizzato o costruire propri modelli che devono essere approvati dall'autorità di vigilanza. Si segnala che la legislazione olandese prevede incentivi per i fondi pensione in grado di costruire propri modelli di solvibilità.

(101) V. anche ANDERSEN, VAN DAM, *Risk-Based Supervision of Pension Funds in Denmark*, Unpublished Manuscript, The World Bank Washington DC 2006.

(102) 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.

(103) 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.

(104) Il modello opera una distinzione tra fondi pensione di maggiore dimensione che sono oggetto di una valutazione dettagliata e fondi minori che sono soggetti ad una più automatizzata valutazione.

ziato (105), 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 (106) che forniscono assistenza tecnica su diversi tipi di rischi anche ai fini della definizione di una politica di azione (107). 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 all'autorità di vigilanza sui fondi pensione una serie di strumenti per garantire l'introduzione di una sana gestione del rischio (108), fornendo nel contempo la necessaria flessibilità per i fondi pensione di diverse dimensioni.

6. - *Osservazioni conclusive.* — 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 (109).

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 ed 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* (110).

Tuttavia, i fondi pensione hanno una *governance* sufficientemente sofisticata e strutture adeguate per monitorare il rispetto del parametro? (111) Il dubbio è legittimo, specie se si considera che il *value at risk* presuppone nozioni di calcolo delle probabilità e di statistica specifiche. Senza poi contare gli oneri amministrativi connessi a siffatti adeguamenti che inciderebbero sui rendimenti della gestione (112).

La soluzione australiana, peraltro adottata con qualche variante anche nei Paesi Bassi, può offrire spunti di un certo interesse dal momento che prevede che la gestione dei rischi venga assoggettata alla competenza dell'autorità di vigilanza a cui sarebbero riservati non solo il compito di verificare l'adeguatezza degli investimenti del fondo con i limiti qualitativi e quantitativi del fondo ma anche di partecipare attivamente alla gestione dei rischi. Ed è chiaro che l'alleggerimento delle soglie quantitative parrebbe conseguenziale.

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 questa 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 (113), confrontando le linee di investimento che più si

(105) BRUNNER, HINZ, ROCHA, *Risk-Based Supervision of Pension Funds*, cit.

(106) Cfr. anche Danimarca e Paesi Bassi che presentano meccanismi molti simili.

(107) Non si tratta di una vera novità: ad esempio, in Gran Bretagna la Napf (*National Association of Pension Fund*) assicura un servizio di monitoraggio sullo stile di gestione delle imprese quotate; in California il fondo americano Calpers ha realizzato un decalogo di comportamento che è sottoposto alle imprese.

(108) V. APRA, *Annual Report*, 2006.

(109) Cfr. INGRAM, *Enterprise Risk Management: Insurance Ratings*, Standard and Poors, 2006 secondo cui il fine è quello «di rafforzare la stabilità finanziaria dei fondi pensione ed assicurare risultati più efficaci per i pensionati».

(110) In dottrina (ma v. anche il *Documento di consultazione*, cit.) vengono presi in considerazione altri parametri di rischiosità, quali ad esempio il *Maximum Drawdown* che indica la massima perdita che si subirebbe se si entrasse nel mercato (o sul singolo titolo) nel momento peggiore (ovvero nel momento in cui un titolo segna un massimo, per poi ripiegare in maniera decisa). Sull'analisi di tale parametro di riferimento, v. MAGDON-ISMAIL, M., ATIYA, PRATAP, ABU-MOSTAFA, *On the maximum drawdown of a Brownian motion*, in «Journal of Applied Probability» 41 (1), March, 2004; RUBALTELLI, *Psicologia dei mercati finanziari: distorsioni cognitive, percezione del rischio e comportamenti collettivi*, in «Giornale Italiano di Psicologia» 2006, 33, 57-79.

(111) È la domanda che si pongono gli autori BRUNNER, HINZ, ROCHA, *Risk-Based Supervision of Pension Funds*, cit., 2008.

(112) Secondo il documento di consultazione *Disciplina dei limiti investimenti e dei conflitti d'interesse per i fondi pensione*, cit., tali oneri «dovrebbero essere più che compensati dal miglioramento dell'efficienza gestionale e della gestione del rischio».

(113) In presenza di un'adesione consapevole (art. 19, d.lgs. n. 252/2005), è opportuna una enunciazione chiara non solo delle politiche di investimento, a cui va comunque garantita una adeguata pubblicità, ma anche e, in maggior misura, una preventiva individuazione

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 prote-

zione 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.

dei metodi di misurazione dei rischi insiti nei processi di investimento e di gestione con l'obbligo di un riesame qualora si verificano cambiamenti rilevanti anche secondo le conclusioni della revisione attuariale e finanziaria.

LA GESTIONE FINANZIARIA NEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI TRA VINCOLO PREVIDENZIALE, MASSIMIZZAZIONE DEI RENDIMENTI E MODELLI ALTERNATIVI DI GESTIONE. —

Riassunto. *L'articolo si compone di due parti. Nella prima si esaminano i limiti quantitativi agli investimenti attualmente in vigore nella gestione finanziaria dei fondi pensione negoziali (o chiusi), che paiono rappresentare un freno allo sviluppo della previdenza complementare e alla massimizzazione dei rendimenti. Nella seconda parte si valuta l'adozione di un diverso modello di gestione finanziaria che operi secondo una logica prudenzialmente aggressiva, incentrata sull'identificazione, sulla misurazione e sul controllo del rischio (c.d. risk-based supervision), alla luce delle diverse esperienze del Messico, della Danimarca e dell'Australia.*

FINANCIAL MANAGEMENT IN CONTRACTUAL PENSION FUNDS BETWEEN SOCIAL SECURITY MAXIMIZATION OF THE YIELDS AND ALTERNATE MODELS OF MANAGEMENT. —

Summary. *The article consists of two parts. First we will examine the quantitative investment limits currently in force in the financial management of contractual pension funds (or closed), which seem to be a brake on the development of supplementary pensions and the maximization of returns. The second part assesses the adoption of a different model of financial management that operates according to logic conservatively aggressive, focused on the identification, measurement and control risk (so-called risk-based supervision), considering the different experiences of Mexico, Denmark and Australia.*

SistemaFRIZZERA

NUOVA
EDIZIONE



GUIDA PRATICA RAPPORTO DI LAVORO

a cura di Gabriele Bonati

con la collaborazione di B. Massara, G. Falasca, J. Tschoell, L. Vichi, P. di Nunzio, P. Gremigni, P. Sanna, R. De Lorenzis

La Guida, aggiornata con il **Collegato lavoro**, è un indispensabile strumento per gestire correttamente **tutte le tipologie di lavoro** riconducibili alla prestazione subordinata, in un'esposizione ragionata e semplificata rivolta all'immediata **soluzione dei problemi operativi**.

Tra i principali argomenti esaminati:

- procedure e lettera di **assunzione**;
- **rapporto subordinato e contratti atipici**;
- luogo di lavoro, **mansioni, orario**, assenze;
- **diritti e obblighi** del lavoratore e del datore;
- **sanzioni disciplinari** e diritti sindacali;
- **risoluzione del rapporto**: causali e conseguenze.

Pagg. 352 – € 36,00

Il prodotto è disponibile anche nelle librerie professionali.

Trova quella più vicina all'indirizzo

www.librerie.ilsolo24ore.com

GRUPPO 24 ORE