



La **GESTIONE FINANZIARIA** dei **FONDI PENSIONE**

Intervento di
DOMENICO PROIETTI

Vice Presidente di Assofondipensione

Roma, 19 giugno 2012
Hotel Quirinale - Sala Verdi

Il Convegno che teniamo oggi insieme al Consiglio e all'Ordine degli Attuari si inserisce nelle attività istituzionali di Assofondipensione. Abbiamo voluto fortemente organizzare un momento come questo, di approfondimento tecnico di alto profilo, perché siamo convinti dell'importanza di confrontarci con realtà anche diverse dalla nostra, che possono offrirci una visione ulteriore dei problemi che ci troviamo ad affrontare quotidianamente. Lo abbiamo fatto già in passato e lo continueremo a fare anche con l'obiettivo di fornire momenti di alta formazione ai nostri associati, aumentando le opportunità di analisi e migliorando costantemente gli strumenti di conoscenza degli organi di gestione e *governance* dei Fondi Negoziati.

In particolare questa riflessione sulla gestione finanziaria dei Fondi Pensione cade in un momento di svolta per il sistema, che si colloca tra la Delibera COVIP del 16 marzo 2012 e la messa in consultazione del novellato D.M. n. 703/96. Il combinato disposto di questi due fattori inciderà probabilmente in maniera importante sulle future scelte dei Fondi Pensione e di quelli negoziati in particolare.

Si tratta di un momento di crescita ulteriore al quale siamo chiamati e che ci trova però con tutte le carte in regola.

In particolar modo il sistema dei Fondi Pensione Negoziati ha dato prova di grande efficienza contenendo particolarmente i costi – a 10 anni l'ISC dei Fondi Negoziati presenta una media dello 0,4% contro l'1,2% dei Fondi Aperti e l'1,9 dei PIP - ma anche valorizzando le risorse affidate, tutelando nei momenti difficili e cogliendo le opportunità di ripresa. Risultati conseguiti in una congiuntura economica e finanziaria non facile e che vanno pertanto ascritti ad un modello che ha innegabilmente funzionato e ad una *governance* di livello, per professionalità e competenze, che ha saputo gestire con efficacia gli andamenti avversi dei mercati, rispondendo alle sollecitazioni ed individuando risposte immediate ed innovative per salvaguardare l'investimento previdenziale dei lavoratori iscritti.

Lo dimostrano i dati sull'andamento dei nostri Fondi - che nel primo trimestre di quest'anno segnano un andamento positivo medio del 3,7% con una crescita del 7% delle risorse in gestione che ammontano ormai ad oltre 27 miliardi di euro - e lo dimostra lo stesso approccio della Commissione di Vigilanza e del Ministero dell'Economia. Entrambi i due documenti infatti, la Delibera COVIP ed il nuovo D.M. n. 703/96 messo in consultazione, muovono tenendo fermo l'assetto di *governance* attualmente esistente. Non considerando alcune amenità che in questi ultimi anni si erano sul punto succedute.

Si affidano infatti proprio agli attuali organi di amministrazione e controllo del Fondo nuove e più forti responsabilità anche in tema di gestione e controllo del rischio degli investimenti, di definizione degli orizzonti di rischio-rendimento adeguati alla platea di riferimento e ai conseguenti obiettivi individuati e di prevenzione dei conflitti di interesse.

Da una fase caratterizzata spesso da un forte ricorso all'esternalizzazione – che qualche volta ha oggettivamente portato ad una non piena consapevolezza nell'approccio ad alcuni profili più tecnico/finanziari - ci avviamo oggi,

progressivamente, verso un percorso che prevede una maggiore consapevolezza del ruolo e delle responsabilità in capo primariamente alle strutture di governo del Fondo.

Proprio il MEF sembra suggellare questo cambiamento proponendo uno Schema di Regolamento nel quale i limiti quantitativi sono sempre meno operanti a monte, per un approccio più qualitativo che, nel predeterminare le possibilità aperte ai Fondi, pone l'accento sul loro stesso modello organizzativo e sulla loro capacità di gestione di tipologie di investimento più o meno avanzate e complesse.

Allargando in maniera sensibile l'universo potenzialmente investibile, anche tenendo presente del richiamo al TUF presente già nelle definizioni dello Schema di Decreto.

Il D.M. n. 703/96 attualmente vigente è incentrato su precisi limiti quantitativi agli investimenti. Sono, infatti, specificate puntualmente le tipologie di attività finanziarie in cui il fondo può investire, escludendo implicitamente quelle non elencate. Per ogni categoria di strumenti sono fissate delle percentuali massime di investimento e si prevede, inoltre, una verifica sui risultati tramite parametri oggettivi e confrontabili. Sono, infine, presenti dei criteri generali di tipo qualitativo (sana e prudente gestione, diversificazione, riduzione dei costi).

D'altra parte in una situazione di *stress* dei mercati, se da un lato questi limiti hanno forse evitato l'insorgere di alcune problematiche, dall'altro hanno anche dimostrato scarsa capacità di reazione a sollecitazioni eccezionali così da richiedere un loro puntuale superamento. È il caso ad esempio del limite alla liquidità detenibile – derogato già nel 2008 e poi nel 2011 – ma è anche il caso di alcuni limiti di rating contenuti nella gran parte delle convenzioni e che si sono rivelati inadatti in una fase di sofferenza che ha colpito in modo particolare i titoli sovrani.

Lo schema di regolamento messo in consultazione si basa invece soprattutto sul principio della “persona prudente” che, perseguendo l'ottimizzazione del rapporto redditività/rischio, è declinato secondo criteri di adeguata professionalità, attenzione ai processi, conoscenza e gestione dei rischi inerenti gli investimenti. Un'impostazione che si traduce in una gestione finanziaria che non snaturi gli scopi istituzionali del fondo, assegnati prima dalla norma e poi dalle stesse fonti istitutive, tutelando il risparmio previdenziale dei potenziali aderenti e degli iscritti. La normativa chiama quindi a massimizzare il contenimento dei costi e l'efficienza della gestione in termini di controllo del rischio, adeguatezza dei risultati, monitoraggio costante delle diverse fasi.

Un criterio di responsabilizzazione del Fondo mutuato dall'articolo 18 della Direttiva n. 2003/41/CE.

Si sostanzia, dunque, in una protezione degli interessi degli aderenti realizzata attraverso il ricorso a strutture organizzative-professionali, interne ai fondi, e a processi decisionali adeguati e proporzionati alle masse amministrare e alla politica di investimento che il fondo intende adottare. Tali strutture e processi devono assicurare, in maniera trasparente, una comprensione, controllo e gestione continua di tutti i

rischi, non solo finanziari e di mercato ma anche, ad esempio, operativi e reputazionali cui il fondo può essere esposto.

Non solo attenzione ai rendimenti, quindi, ma anche una gestione attenta della volatilità e di tutte le potenziali fonti di criticità connesse alla fase di adesione ed accumulo.

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

Nello specifico la normativa in consultazione conserva quella distinzione tra investimento previdenziale ed investimento finanziario vero e proprio, pur avviandosi verso un approccio *MIFID compliant* che consiste in un cambiamento importante per una gestione in sostanziale assoluto outsourcing come quella operata fino ad ora.

L'approccio *MIFID* è evidentissimo ad esempio negli ultimi articoli del decreto in consultazione, quelli relativi alla gestione dei conflitti di interesse. Qui dall'attuale comunicazione da parte dei gestori delle operazioni sensibili – con successiva valutazione delle stesse da parte del Fondo – si passa ad una richiesta di gestione del problema molto più complessa ed impegnativa, che richiede modelli organizzativi del Fondo capaci di prevenire già a monte l'insorgere di qualsiasi conflitto di interesse. Quasi fosse richiesto un modello ex d.lgs. n. 231/01 capace di prevenire potenziali illeciti sul punto.

Un passo impegnativo ed una sfida che va raccolta anche se occorre fare qualche precisazione nella fase di stesura definitiva della normativa.

Una gestione dei conflitti di interesse di questo tipo è infatti sicuramente possibile nei casi di investimenti diretti da parte del Fondo ma risulta estremamente più complicata per la parte di gestione in convenzione, dove il Fondo non partecipa alla gestione materiale delle risorse né tantomeno alla fase di *stock picking*, rendendo in questo caso possibile la sola valutazione *ex post*.

I Fondi non sono infatti intermediari finanziari ma investitori istituzionali che, almeno in quest'ultimo caso, si rapportano con intermediari già soggetti alla direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 rispetto alla quale sono vincolati nei rapporti con tutti i clienti.

Il nuovo quadro regolamentare richiederà comunque una crescita delle competenze tecnico-professionali all'interno dei fondi in coerenza con la loro maggiore responsabilizzazione.

Questo processo di crescita non può che essere funzionale anche alle possibilità di accedere a tipologie di investimento maggiormente in grado di concorrere allo sviluppo economico e produttivo del Paese (*private equity*, ecc.), anche se la forte

impronta data dalla Direttiva EPAP allo schema in consultazione chiama ad investimenti di respiro più ampio rispetto ai confini nazionali.

Per questo motivo Assofondipensione ha avviato un progetto di costruzione di una struttura consorziata di alta consulenza e gestione del rischio le cui professionalità potranno essere utilizzate dai Fondi associati abbattendo notevolmente i costi.

Un percorso che tende ad evitare la creazione *de facto* di un solco profondo tra fondi grandi e fondi piccoli, tra fondi quindi in grado di dotarsi di strutture complesse e fondi costretti a rimanere contenuti nel modello organizzativo attuale. Un rischio, questo, che deriva sia dall'impostazione della Delibera COVIP che dallo Schema di Decreto Ministeriale e che solo in ambito associativo può essere superato permettendo così a tutti i Fondi di accedere alle nuove possibilità offerte, diversificando gli investimenti a vantaggio dei lavoratori aderenti.

Devono però essere superate alcune incoerenze che la normativa attualmente ancora presenta. L'eccessiva attenzione alla liquidabilità costante rende ad esempio oggettivamente più difficili proprio quegli investimenti alternativi che in altri Paesi sono privilegiati dagli investitori istituzionali previdenziali, per le loro caratteristiche di lungo periodo, l'andamento spesso de-correlato ai mercati e la minore esposizione alle oscillazioni. La nuova impostazione dell'ipotesi di revisione del D.M. n. 703/96 potrebbe in tal senso promuovere uno stile di investimento realmente previdenziale in grado di portare un contributo al riequilibrio dei mercati dotando i Paesi e le stesse imprese di una base finanziaria più solida. D'altra parte, se ben approcciato, l'investimento alternativo può essere una risorsa determinante nella costruzione di un buon portafoglio previdenziale senza per questo aumentare particolarmente la componente di rischio. Una ricerca dell'EVCA evidenziava già nel 2008 come un portafoglio convenzionale, cioè composto da un mix di strumenti obbligazionari e azioni quotate, potesse mantenere costante il rendimento atteso riducendo sensibilmente il rischio, introducendo al suo interno una componente di *private equity* intorno al 10%.

Basti pensare che negli ultimi anni le perdite subite dagli azionisti delle grandi *public companies* è stata in realtà superiore alla distruzione di valore subita – ad esempio – dalle operazioni di *private equity*. Ovvio che però tale tipologia di intervento presuppone la necessità di una profonda conoscenza degli strumenti offerti e la possibilità quantomeno di partecipare o di conoscere l'operato della *due diligence* svolta dai soggetti costitutori l'investimento. Non è semplice e richiede competenze di un certo livello che anche in questo caso potrebbero però essere immaginate in ambito associativo.

Le politiche di investimento alternativo - in particolar modo se attuate con l'idea di concorrere allo sviluppo economico – sarebbero indubbiamente più efficaci se gestite in modo aggregato e partecipato dai Fondi Negoziali Soci. In questo caso, infatti, i Fondi Negoziali potrebbero più facilmente rappresentare la maggioranza degli investitori, esprimendo rappresentati nella *governance* del fondo di investimento e potendo più efficacemente orientarne le scelte. Il recente esempio di Previdente RE,

per quanto riguarda i fondi con sottostante immobiliare, potrebbe essere una strada da approfondire proprio con l'idea di predisporre una piattaforma di aggregazione dei fondi contrattuali verso alcune specifiche *asset class*.

Per scelte di questo tipo chiediamo però che, all'interno dello schema di DM in consultazione, sia chiarito il tema della possibilità o meno per i FPN di avvalersi della leva finanziaria, uno strumento che - almeno nel caso di fondi chiusi di investimento e se usato entro limiti coerenti alla finalità previdenziale e non speculativa - potrebbe generare un surplus di valore nella gestione specifica.

Diversamente l'importante apertura operata sui derivati nel solco tracciato dalla Direttiva EPAP andrebbe forse - oltre che chiarita - affrontata con maggiore cautela data l'estrema complessità del prodotto e la sua tradizionale opacità di trasparenza ed informazione. La copertura dei rischi di tasso e di cambio è infatti spesso accompagnata da una tendenza speculativa dell'operazione e da una volontà di ottimizzare gli arbitraggi che spesso sfociano nell'illecito. Neanche la vigilanza di *Basilea2* è riuscita su questo punto specifico ad arginare il problema.

Una valutazione dovrà anche essere fatta sul funzionamento che la legge assegna ai comparti garantiti dei Fondi Pensione Negoziati, una gestione assicurativa per finalità ma finanziaria nei fatti che si è dimostrata particolarmente difficile e mai in grado di replicare il rendimento del TFR.

Nell'ambito di una normativa che riconosce ormai una fase di piena maturità del sistema, i Fondi Pensione Negoziati dovranno, comunque, ulteriormente affermare il loro ruolo di investitori istituzionali democratici e partecipati, anche esprimendo il diritto di voto nelle assemblee delle società di cui detengono pacchetti azionari e contribuendo in maniera decisiva ad una democratizzazione del sistema finanziario ed economico del Paese. Per giocare un ruolo così importante il contributo di Assofondipensione è decisivo ma occorre al tempo stesso lavorare per favorire una progressiva razionalizzazione dell'offerta. Fondi di grandi dimensioni - oltre ad essere economicamente più efficienti - avrebbero infatti maggiori poteri di *voice* sull'operato dei gruppi economici contribuendo sia ad una regolazione positiva dei mercati che ad un miglioramento complessivo del sistema economico.

Nella necessaria revisione dell'*asset allocation* che si renderà necessaria per i Fondi Pensione Negoziati nel quadro della novellata normativa non andranno invece effettuate rivoluzioni di alcun genere visto che i rendimenti dimostrano la sostanziale adeguatezza delle attuali gestioni. In questo quadro anche la complessità della struttura e del tipo di politica di investimento non sembrano incidere più di tanto, con andamenti pressoché sovrapponibili. Dovrà però essere ricercato il giusto equilibrio tra politiche di investimento tradizionali e nuove opportunità sempre tenendo ben fermo il carattere previdenziale dell'investimento.

Il rischio di una eccessiva finanziarizzazione del rapporto è infatti presente e va evitato, riaffermando con forza i veri obiettivi dello strumento negoziale che sono appunto pensionistici e non speculativi.

Occorre piuttosto ricercare un nuovo equilibrio tra l'orizzonte previdenziale proprio delle forme ex d.lgs. n. 252/05 e la realtà fattuale che quotidianamente registriamo. Una realtà che presenta *pay off* reali assai frequenti e con orizzonte temporale più breve rispetto a quello immaginato. In particolare in momenti di crisi come quello che attualmente viviamo, le diverse possibilità di "uscita" dal Fondo che la legge permette vengono decisamente perseguite a danno della finalità previdenziale.

Per uscire da questa logica di corto respiro serve sicuramente maggiore cultura previdenziale ma servirebbero anche una politica dei redditi ed un sistema di welfare che non costringano i lavoratori ad usare il loro risparmio previdenziale come ammortizzatore sociale improprio.