

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

WELFARE SOSTENIBILE: NECESSITÀ ED OPPORTUNITÀ

RELATORE: Francesco Cerri

CANDIDATO: Laura Colacino

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione

Breve storia del sistema pensionistico italiano

1 – La crisi del sistema pensionistico italiano

1.1 L'invecchiamento della popolazione

1.2 La crisi del mercato del lavoro e la spesa pubblica

2 – Previdenza complementare

2.1 Necessità di un equilibrio fra previdenza pubblica e complementare

2.2 Caratteri generali

2.3 Fonti normative

2.4 Attività di gestione

2.5 Fondi pensione: analisi economico-finanziaria

3 – Adesione alla previdenza complementare in Italia: dati e problematiche

3.1.1 La scarsa adesione fra i giovani

3.1.2 Gli investimenti in “economia reale”

3.1.3 La cultura finanziaria

3.2 Incentivazione alla previdenza integrativa

3.2.1 Regimi fiscali agevolati

3.2.2 Elementi di flessibilità

4 – Gli investimenti ESG

4.1 Caratteri generali

4.2 Analisi costi, rischi e rendimenti dei fondi sostenibili

4.2.1 Il costo dei fondi etici

4.2.2 La performance dei fondi etici

4.3 Crescita dell'investimento responsabile

4.4 Quadro normativo europeo

4.4.1 Il Piano d'Azione per la finanza sostenibile

5 – Italia: fondi pensione ed investimenti ESG

5.1 Processo di investimento etico nei fondi pensione

5.1.1 Definizione dell'asseto location e della strategia di investimento

5.1.2 Selezione del gestore e stipula della convenzione di gestione

5.1.3 Selezione della banca depositaria e stipula della convenzione per l'affidamento dell'incarico

5.1.4 Avvio della gestione finanziaria

5.1.5 Strategie SRI

5.1.6 Linee guida per l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nei processi di investimento delle forme pensionistiche complementari (FFS)

5.2 Diffusione degli investimenti sostenibili e responsabili degli operatori previdenziali italiani

5.2.1 “Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali” – la quinta edizione della ricerca de Il Forum per la Finanza Sostenibile

CONCLUSIONI

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di analizzare il sistema di previdenza complementare, nello specifico quello italiano, con particolare attenzione al mondo degli investimenti responsabili, fenomeno di crescente importanza all'interno del panorama mondiale, in ragione delle problematiche ambientali sempre più serie che ci coinvolgono, causate da un utilizzo sfrenato ed improprio delle risorse del mondo che ci ospita.

Nel primo capitolo, con finalità introduttiva, si analizza l'evoluzione storica del sistema pensionistico italiano nella sua interezza, fino ad arrivare alla situazione di crisi attuale. Vengono messe in evidenza le cause di tale crisi, principalmente di carattere demografico, economico e politico.

Di qui la rilevanza del sistema di previdenza complementare, ancora scarsamente diffuso in Italia, da affiancare necessariamente a quello obbligatorio, in primo luogo per alleggerire il peso che grava sulle casse dello Stato e, in aggiunta, per gli enormi vantaggi, spesso sconosciuti, che porta agli aderenti.

Nel secondo capitolo si passerà a una descrizione delle caratteristiche del sistema italiano di previdenza complementare: il quadro normativo di riferimento, gli strumenti nei quali è suddiviso e le tre fasi in cui si articolano la sottoscrizione e l'adempimento di un fondo.

In contrasto con la scarsa adesione ai fondi in Italia, analizzeremo nel corso del capitolo 3 i rendimenti dei fondi sul piano economico-finanziario, da ritenersi ampiamente soddisfacenti, nonché i metodi di incentivazione per migliorare l'adesione ai fondi. Alla luce della "contraddizione" fra adesione e rendimenti, quindi, ne verranno analizzate le cause principali.

Con il quarto capitolo si apre la seconda parte di cui si compone il lavoro, che andrà a descrivere e analizzare l'investimento responsabile, ovvero l'integrazione di fattori ESG nella gestione, con particolare riguardo ai fondi pensione. La sostenibilità è ormai percepita come valore economico oltre che etico, e il rischio ESG è a tutti gli effetti fra i titoli caratterizzanti gli investimenti di lungo periodo.

Considerando il crescente patrimonio detenuto da fondi pensione e altre forme di previdenza complementare, è fondamentale l'impegno a livello sociale e ambientale di questi ultimi. Inoltre, a vantaggio degli stessi, l'impegno in ambito ambientale e sociale può portare maggiore affluenza degli iscritti, costituendo un incentivo per gli investitori.

L'analisi circa gli SRI (Socially Responsible Investment) sarà sviluppata in maniera completa: quadro normativo di riferimento, analisi di costo, rischio e rendimento, fasi della gestione, strategie, crescita e diffusione.

La scelta di trattare di quanto appena descritto ha duplice motivazione.

Da un lato, le pensioni attualmente erogate in Italia, sebbene adeguate in termini di prestazioni, risultano insostenibili nel lungo periodo e la ragione principale è da ricercarsi nella scarsa adesione ai piani

pensionistici privati. È quindi fondamentale, per noi giovani, avere a riguardo un'adeguata conoscenza finanziaria che ci permetta, in futuro, di investire responsabilmente i nostri risparmi e di contribuire così, tramite il ricorso ai fondi in età lavorativa, alla creazione di un sistema pensionistico equilibrato fra settore pubblico e privato, che riesca a garantire a tutti una vecchiaia dignitosa.

Dall'altro lato l'investimento responsabile, tema negli ultimi anni di rilievo a livello mondiale, è ormai diventato indispensabile. Per noi, per il mondo e per il nostro futuro non possiamo continuare ad ignorare i cambiamenti ambientali e sociali in atto. L'economia e la finanza sono nel mondo odierno "sovrane" ed è quindi essenziale che esse si allineino all'impegno delle nuove generazioni per costruire un futuro migliore.

BREVE STORIA DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO

Il sistema previdenziale italiano funziona con un meccanismo cd. a ripartizione: gli assegni di pensione sono finanziati con i contributi versati nello stesso anno dai lavoratori.

Nel corso degli ultimi trent'anni tale sistema è stato interessato da riforme strutturali finalizzate:

- al controllo della spesa pubblica per pensioni, per fare in modo che non assumesse dimensioni troppo elevate rispetto al PIL;
- all'istituzione di un sistema di previdenza complementare, che si affiancasse a quello pubblico senza sostituirlo
- all'introduzione di alcuni strumenti di flessibilità in uscita dal mercato del lavoro

Durante gli anni '70 l'Italia, e più in generale l'occidente, a seguito della crisi petrolifera (1973-1976) è stata interessata da un consistente rallentamento dell'economia. Lo Stato ha dovuto affrontare spese ingenti a sostegno della popolazione e delle imprese. Il forte aumento del debito pubblico che ne è conseguito ha contribuito a generare una situazione difficile per la finanza pubblica.

Conseguentemente nel corso degli anni 80 si è posta la necessità di provvedere al riequilibrio dei conti pubblici, ridimensionando la spesa corrente. In particolare in Italia, alla fine del decennio, si è provveduto alla correzione dei disavanzi di bilancio tramite un inasprimento della pressione fiscale.

Negli anni 90, infine, con l'aumentare del numero dei pensionati per l'innalzamento della vita media e la stagnazione dell'occupazione, con la conseguente contrazione delle entrate contributive, le riforme hanno dovuto interessare il settore pensionistico per controllarne la spesa.

Fino al termine del 1992 i lavoratori ricevevano una pensione il cui importo era collegato alla retribuzione percepita negli ultimi anni di lavoro, corrispondente circa all'80% di quest'ultima. Inoltre, l'importo percepito, negli anni veniva rivalutato sulla base dell'aumento dei prezzi e dell'innalzamento dei salari reali. La previdenza complementare in quegli anni era pressoché inesistente, fatta eccezione per alcune banche e aziende con appositi fondi pensione creati per i soli dipendenti delle aziende stesse.

Con la riforma Amato nel 1992 (d. lgs. 503/1992) viene innalzata l'età per la pensione di vecchiaia e aumentati gli anni di contribuzione necessaria; varia inoltre il parametro di determinazione dell'assegno mensile, che non è più la media dei redditi degli ultimi cinque anni di lavoro ma quella degli ultimi dieci anni o dell'intera vita professionale (per coloro che hanno iniziato a lavorare dal 1/01/1996) sicché l'ammontare della pensione erogata diminuisce.

Da qui la necessità di introdurre una disciplina organica per la previdenza complementare, allo scopo di integrare quella obbligatoria, con l'istituzione dei fondi pensione ad adesione collettiva negoziali e aperti (d.lgs. 124/1993).

Gli aspetti che caratterizzano la previdenza complementare sono: - la natura volontaria di adesione;- il regime finanziario di gestione a capitalizzazione; - la deduzione fiscale delle somme versate (art. 13 decreto legislativo n. 124/93).

Pochi anni dopo con la riforma Dini del 1995 (legge 335/1995) si passa dal regime retributivo a quello contributivo. Se prima la pensione corrispondeva a una percentuale degli ultimi (i più favorevoli) stipendi percepiti dal lavoratore, con la riforma l'importo della pensione inizia a dipendere dai contributi versati nel corso della vita lavorativa dell'individuo.

Il passaggio dall'uno all'altro regime di calcolo è avvenuto in modo graduale, distinguendo i lavoratori in base all'anzianità contributiva. Sono state create tre "categorie" di lavoratori con altrettanti metodi per il calcolo della retribuzione.

- a) Coloro che a fine 1995 avevano raggiunto 18 anni di anzianità contributiva erano soggetti al regime retributivo.
- b) Per i lavoratori con meno di 18 anni di anzianità contributiva valeva il regime misto, vale a dire retributivo fino al 1995 e contributivo per gli anni successivi
- c) Agli assunti dopo il 1995 venne applicato il regime contributivo.

Il tasso di sostituzione, vale a dire il rapporto fra l'ultimo stipendio percepito e la prima rata di pensione, nel passaggio dal regime retributivo a quello contributivo è diminuito. Infatti, le numerose riforme successive alla riforma Dini puntano, fra le altre cose, ad incentivare il ricorso alla previdenza complementare, considerato il notevole decremento di quella obbligatoria.

Con il d. lgs. n. 47 del 18 febbraio 2000 vengono poi previste agevolazioni fiscali per gli aderenti a un fondo pensione o per chi desidera aderire in forma individuale attraverso l'iscrizione a un fondo pensione aperto o a un PIP (piano individuale pensionistico).

Nel 2004, con la riforma Maroni (legge delega 243/2004), si prevedono incentivi per coloro che rinviino la pensione di anzianità. Scegliendo il rinvio si può beneficiare di un super bonus, corrispondente circa a un terzo dello stipendio. Viene inoltre aumentata l'età anagrafica per le pensioni di vecchiaia e di anzianità. Resta ferma per le donne la possibilità di andare in pensione a 57 anni, ma con forti tagli all'assegno pensionistico. Vengono inoltre fissati i criteri di delega, attuati poi con decreto legislativo nel 2005, per un disegno di riforma della previdenza complementare. I punti fondamentali della delega sono l'equiparazione

fra le diverse forme pensionistiche complementari, il conferimento del TFR (Trattamento di Fine Rapporto) alla previdenza complementare anche con modalità tacite e l'omogeneità della vigilanza sul settore attribuita alla Covip.

Successivamente la riforma Prodi del 2007 introduce le quote per l'accesso alla pensione di anzianità, risultanti dalla sommatoria dell'età e gli anni lavorati. Nel corso degli anni, la quota da raggiungere diviene progressivamente maggiore.

Con la legge n. 102/2009 si introducono ulteriori innovazioni: rilevanti sono l'aumento progressivo dell'età di pensionamento delle lavoratrici del pubblico impiego fino a raggiungere 65 anni nel 2015 ed il collegamento dell'adeguamento del requisito anagrafico per il pensionamento all'aumento della speranza di vita accertato dall'ISTAT e confermato dall'EUROSTAT per tutti i lavoratori, pubblici e privati.

Nel 2011 la riforma Monti- Fornero (cfr. in particolare articolo 24 del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, intitolato "Disposizioni in materia di trattamenti pensionistici") introduce, progressivamente e a decorrere dal 1° gennaio 2012, requisiti anagrafici e contributivi più elevati e adeguati all'aspettativa di vita; il calcolo della pensione con il sistema contributivo (la pensione viene così calcolata in base ai versamenti effettuati dal lavoratore e non agli ultimi stipendi percepiti; la riforma accelerato di qualche anno il passaggio al sistema contributivo previsto già dalle precedenti riforme che invece prevedevano il graduale slittamento da un sistema all'altro) e la totalizzazione dei contributi (viene eliminato il vincolo che impediva l'utilizzo di questi contributi per ottenere la pensione in regime di totalizzazione quando questi contributi erano inferiori ad un triennio), l'eliminazione della "pensione di anzianità" sostituendola con la "pensione anticipata" ed introducendo meccanismi di penalizzazione o incentivi collegati all'età in cui si decide di andare in pensione, l'aumento delle quote contributive degli autonomi.

Successivamente, quale elemento compensativo dal punto di vista sociale rispetto all'irrigidimento dei requisiti anagrafici e contributivi per accedere alla pensione, con la legge di bilancio per il 2017 (legge 203/2016) nuove misure consentono ai lavoratori di anticipare il pensionamento, con limite massimo 3 anni e 7 mesi. Vengono introdotti in via sperimentale l'APE volontario e quello sociale, rispettivamente l'anticipo finanziario a garanzia pensionistica e l'indennità di accompagnamento alla pensione di vecchiaia.

Le politiche in materia previdenziale vengono, quindi, modificate improntandole all'esigenza di garantire la sostenibilità di lungo periodo del sistema e ad attenuare la portata di alcune misure introdotte dalla legge di riforma previdenziale del 2011. Invero, in materia di pensionamento anticipato, diversi provvedimenti

legislativi ampliano le possibilità di accesso allo stesso, in presenza di determinati requisiti contributivi ed anagrafici; vengono inizialmente ridotte e, infine, eliminate, le penalizzazioni economiche per i soggetti che usufruiscono della pensione anticipata (già prevista dalla legge Fornero) e riconosciuti specifici benefici previdenziali ai lavoratori precoci e per lo svolgimento di lavori usuranti o gravosi. Inoltre, il decreto legge numero 4 del 2019 introduce nuovi istituti (come la cosiddetta Quota 100), la proroga di altri già esistenti (Anticipo pensionistico e Opzione donna) e l'esclusione fino al 2026 dell'adeguamento alla speranza di vita dei requisiti contributivi previsti per l'accesso al pensionamento anticipato.

1. LA CRISI DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO

Il sistema pensionistico italiano è ormai da parecchi anni, nonostante i numerosi interventi del legislatore, in profonda crisi. Se nel dopoguerra il sistema, inserito in un contesto di sostenuto sviluppo economico e di occupazione crescente, si è dimostrato valido, è evidente che il periodo di prolungata crisi generalizzata e sistemica incide considerevolmente sulla sostenibilità della spesa pensionistica.

Le cause principali della crisi in corso sono l'invecchiamento della popolazione, la crisi del mercato del lavoro e l'eccessiva spesa pubblica.

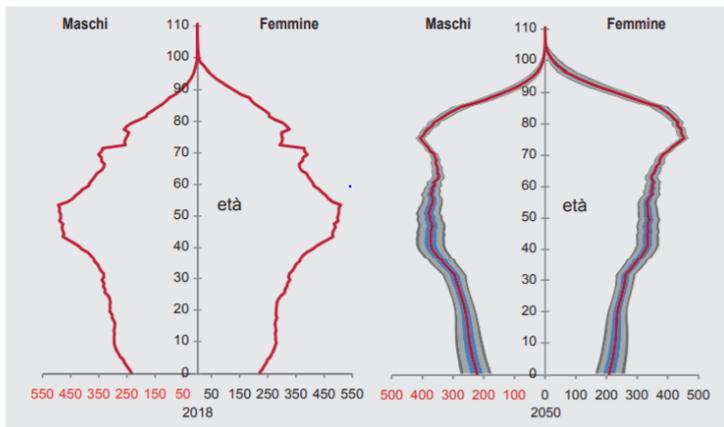
Meritano inoltre menzione la cd. "economia sommersa" e l'impatto delle "allegre gestioni" del passato, in particolare i prepensionamenti degli anni 80/90 e, pochi anni prima, le baby-pensioni, fenomeni che ancora attualmente hanno grande peso sui bilanci dell'INPS.

L'economia sommersa può essere definita come l'insieme di attività e operazioni economiche che partecipano al processo di formazione del reddito e della ricchezza di un paese senza essere rilevate dalle statistiche ufficiali. Stando ai dati dell'Istat in Italia la ricchezza sommersa ammonta a circa 211 miliardi, ovvero poco più del 12% del Pil nazionale. Ovviamente, il lavoro in nero non essendo rilevato non è soggetto al pagamento di imposte e contributi.

1.1 L'invecchiamento della popolazione

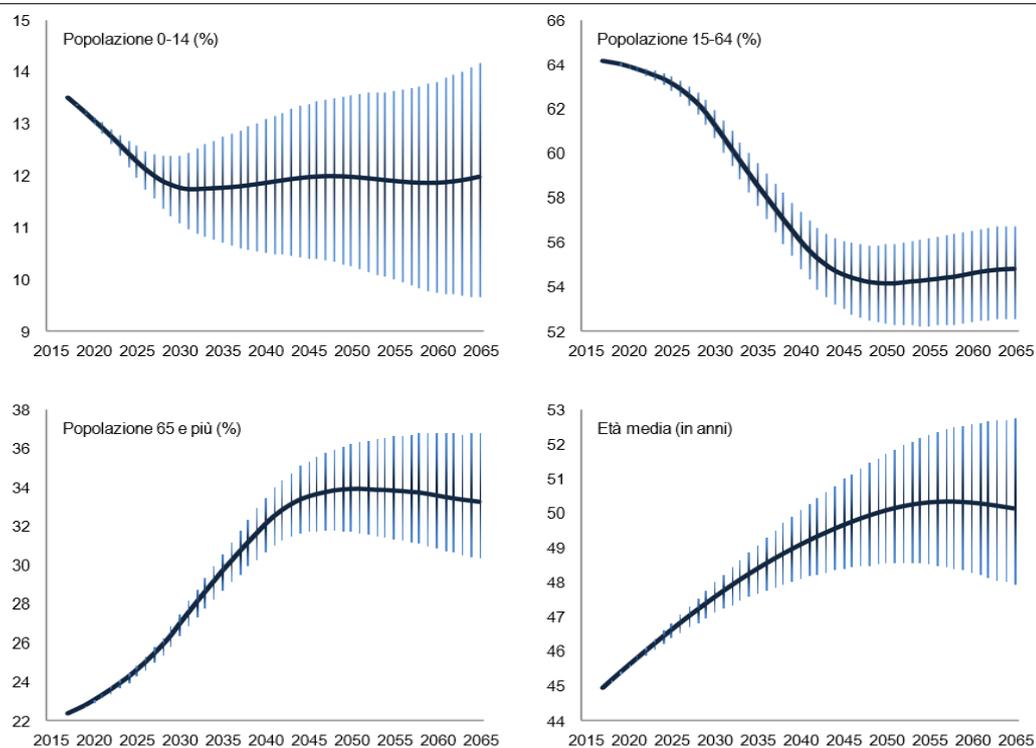
Un «massiccio invecchiamento demografico si affaccia incombente nel futuro della popolazione italiana», si legge nel rapporto annuale del 2019 redatto dall'Istat. Le dinamiche della fertilità, l'aumento considerevole della speranza di vita, ma anche le migrazioni dei giovani verso paesi esteri porteranno a un drammatico cambiamento nella struttura per età della popolazione. Di seguito si riporta il grafico a piramide della popolazione residente in Italia nel 2018, messo a confronto con il corrispondente grafico che si prevede descriverà la situazione nel 2050.

Figura 1.18 Piramide della popolazione residente in Italia al 1° gennaio. Anni 2018 e 2050 (scenario mediano e intervallo di confidenza al 90%, migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni sui dati Istat

FIGURA 5. POPOLAZIONE PER GRANDI CLASSI DI ETÀ ED ETÀ MEDIA DELLA POPOLAZIONE - SCENARIO MEDIANO E INTERVALLO DI CONFIDENZA AL 90%. Italia, anni 2017-2065, 1° gennaio



Si prevede che l'età media della popolazione arriverà ad oltre 50 anni nel 2065. Il processo di invecchiamento della popolazione è, per l'Istat, da ritenersi certo e intenso. Fino al 2045-50 è previsto un aumento costante e massiccio della percentuale della popolazione over 65, con un corrispondente crollo della fascia fra i 15 e i 64 anni di età. Il picco di invecchiamento colpirà l'Italia nel 2050, con una quota di ultrasessantacinquenni pari circa al 34%, valore attualmente pari al 23%.

In assenza di adeguate misure di contrasto, tali cambiamenti provocheranno inevitabilmente rallentamenti della crescita economica, con ricadute negative sulla domanda di beni e servizi e sul livello e la struttura della spesa per il welfare, pensioni e sanità in primis.

Focalizzandoci sul sistema pensionistico, nell'ottica dell'aumento costante del numero di anziani, e a fronte del calo delle nascite, c'è da chiedersi per quanto ancora saremo in grado di mantenere gli equilibri di welfare e, soprattutto, quali strategie andranno messe in atto per garantirne la tenuta. Ricordando, come detto precedentemente, che in Italia vi è un sistema a ripartizione, appare evidente che se cresce il numero di anziani, destinatari delle pensioni, e parallelamente diminuisce il numero di persone in età lavorativa, ovvero i contribuenti, la situazione non sarà gestibile ancora a lungo.

1.2 La crisi del mercato del lavoro e la spesa pubblica

L'instabilità politica e la crisi economica degli ultimi anni hanno, ovviamente, avuto pesanti ricadute sul mercato del lavoro.

Sebbene a cinque anni dall'avvio della ripresa economica il mercato del lavoro italiano mostri, nonostante il recente rallentamento ciclico, un sostanziale miglioramento, superando i livelli occupazionali pre-crisi, dall'analisi dei dati risulta che si è ridotto il numero medio di ore lavorate per addetto e le unità di lavoro a tempo pieno sono nettamente diminuite. Retribuzioni, redditi e Pil dunque, non stanno crescendo di pari passo con l'occupazione.

La transizione demografica di cui sopra nei prossimi anni determinerà con ogni probabilità un'ulteriore caduta del mercato del lavoro.

La piramide demografica rovesciata e la crisi del mercato del lavoro sono situazioni idonee a provocare una forte contrazione dell'economia, già gravemente danneggiata negli ultimi anni, con gravi implicazioni per la sostenibilità del nostro debito pubblico e della spesa sociale, sempre più necessaria anche in ragione dell'invecchiamento della popolazione.

2. PREVIDENZA COMPLEMENTARE

2.1 Necessità di un equilibrio fra previdenza obbligatoria e complementare

Il sistema pensionistico statale alla luce di quanto discusso risulta avere un costo complessivo molto alto e non più sostenibile nel futuro prossimo. Infatti, la spesa pensionistica nei prossimi decenni potrebbe salire fino al 20% del Pil. È impellente la necessità di trovare un sistema idoneo a garantire alle generazioni future un modello pensionistico adeguato e sostenibile, contenendo l'aumento del debito.

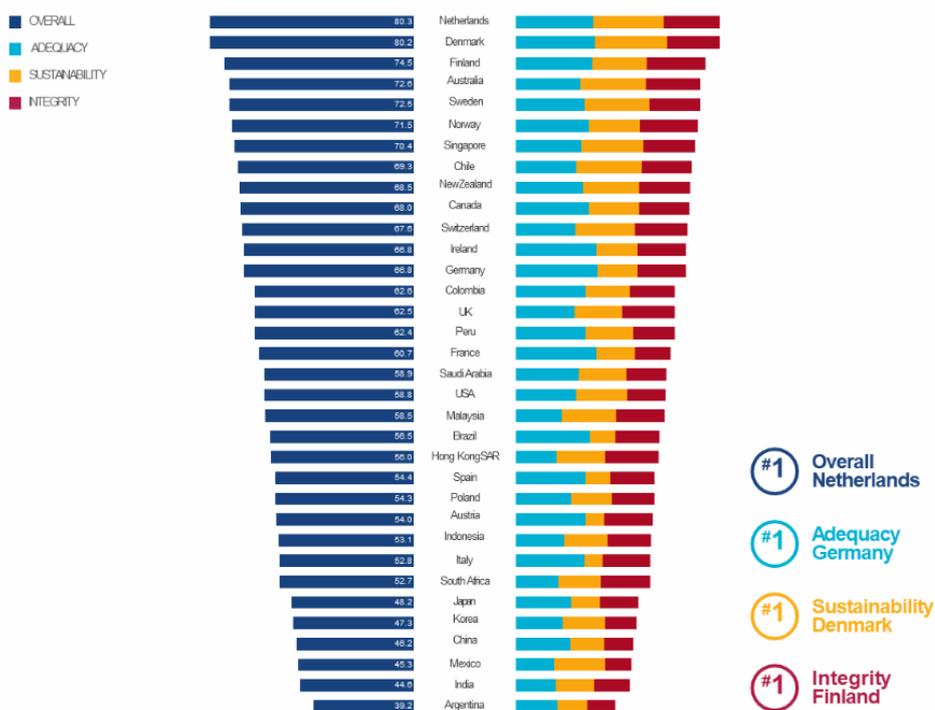
Nel contesto socio-economico descritto nel precedente capitolo risulta di primaria importanza raggiungere il giusto equilibrio fra previdenza pubblica e privata. La previdenza complementare può infatti fornire un importante contributo alla sostenibilità finanziaria della previdenza di base così da alleggerire il peso dei conti pensionistici sulle generazioni future ed evitare che le stesse siano fortemente pregiudicate dagli effetti delle cattive gestioni passate.

Citando la relazione della COVIP (Commissione di vigilanza sui fondi pensione) «in stretta connessione con il tema della sostenibilità sociale si pone l'esigenza di rendere il sistema di previdenza complementare sempre più inclusivo ed efficiente».

Menzionando nuovamente il rapporto COVIP per l'anno 2019 «alla fine del 2018, la previdenza complementare conta 398 forme pensionistiche per complessivi 7,953 milioni di iscritti [...] in rapporto alle forze di lavoro, essi corrispondono al 30,2 per cento». Sebbene rispetto al 2017 ci sia stato un incremento del 4,9%, il ricorso alla previdenza complementare in Italia continua ad essere scarso, soprattutto se rapportato ai paesi con sistemi pensionistici ritenuti perfettamente funzionanti e all'avanguardia.

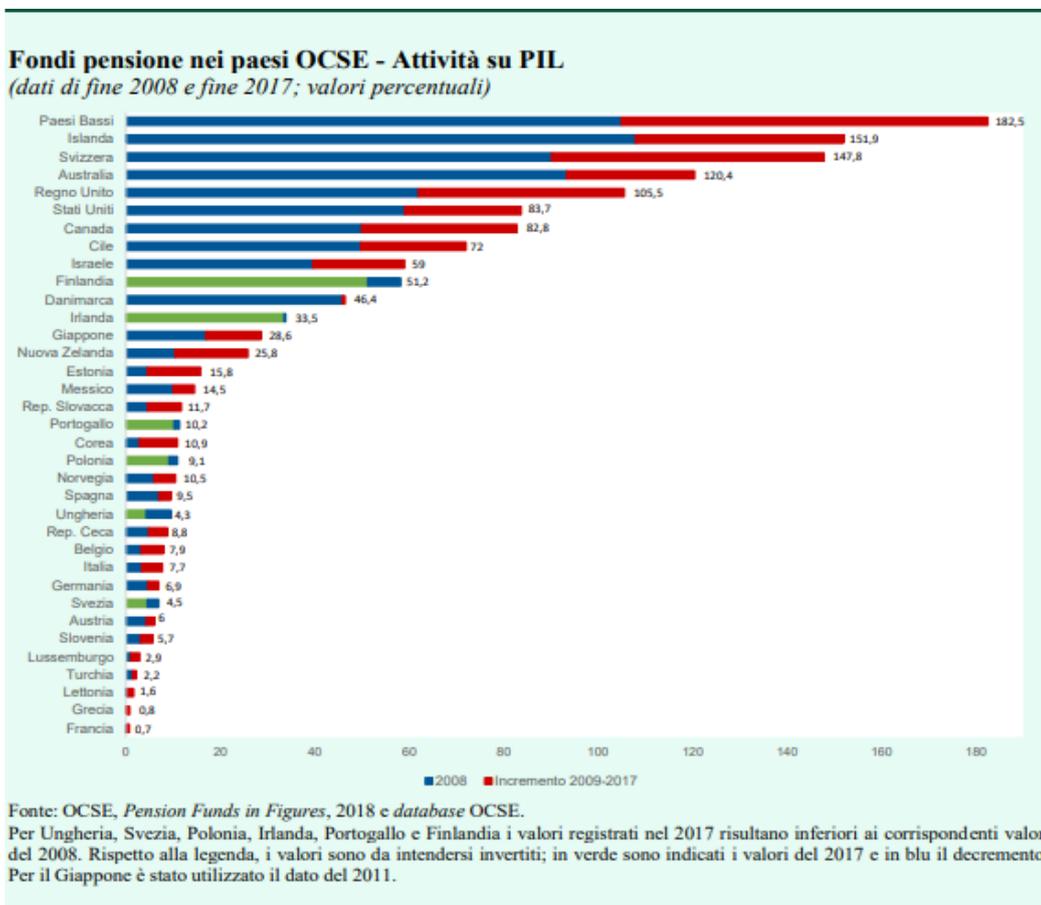
Secondo l'undicesimo report Melbourne Mercer Global Pensions Index, su 37 stati presi in esame l'Italia risulta essere al ventisettesimo posto. Al primo posto si colloca l'Olanda, paese caratterizzato dall'ingente ricorso al sistema previdenziale integrativo. I soli fondi pensione privati in Olanda disponevano, a fine 2018, di patrimoni per circa 1340 miliardi, pari circa al 200% del Pil. Quest'ultimo dato, al termine del medesimo anno, in Italia era pari al 9,5%.

2018 RESULTS



Fonte: sito ufficiale MERCER

La ricerca appena citata ritiene, fra le altre cose, che un sistema previdenziale possa considerarsi solido quando i fondi pensione abbiano raccolto attivi almeno per il 100% del Pil e almeno il 70% della popolazione in età lavorativa aderisca a un piano integrativo.



È possibile leggere dal grafico come in Italia, stando ai dati OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) del 2018, i fondi pensione abbiano avuto attivi per il 7,7% del PIL, dato che, se confrontato con il 182,5% dell'Olanda, appare quantomeno sconcertante.

Tornando al Melbourne Mercer Global Pensions Index report, i numerosi indici presi in considerazione per il “punteggio finale” di ogni paese sono riconducibili a tre macro-aree: adeguatezza, sostenibilità ed integrità.

Il vero punto debole dell'Italia, che porta il nostro Paese ad una posizione così bassa in classifica, è la sostenibilità. Con una media di punteggio di 50.4, infatti, l'Italia raggiunge solamente 19.0 punti. Nella macro-area della sostenibilità vengono considerati indicatori quali la percentuale di aderenza ai fondi pensione (e agli strumenti di previdenza complementare in generale), aspetti demografici ed alcuni fattori macroeconomici come contribuzione e debito pubblico. Questi fattori sono determinanti per misurare la capacità di un sistema pensionistico di continuare a garantire nel futuro gli attuali livelli di erogazione delle prestazioni.

L'amministratore delegato Mercer Italia Marco V. Morelli commenta come segue il risultato:

«Sebbene l'adeguatezza delle pensioni erogate oggi in Italia sia più che soddisfacente, il valore della macro area sostenibilità ci dice che questo in futuro potrebbe non essere più vero. Le ragioni sono da ricercarsi nella minima adesione a piani pensionistici privati e nel conseguente livello di attività delle pensioni private, rispetto ad altre economie di Paesi sviluppati - nonostante la crescita del dato rispetto alla prima

partecipazione dell'Italia alla ricerca è pari quest'anno al 9,5% del PIL (fonte COVIP) e nel contesto demografico, dove tuttavia il tasso di partecipazione alla forza lavoro dei lavoratori più anziani (età 55-64) continua ad essere uno dei più bassi dei 37 paesi»

E ancora:

«Rispetto all'Italia il Report suggerisce di:

- Continuare ad aumentare la copertura del sistema pensionistico privato, sia in termini di partecipazione che di asset investiti a disposizione per pagare le prestazioni nel futuro, per garantire un elevato tasso di sostituzione tra reddito da lavoro e reddito da pensione;*
- Continuare a far crescere il tasso di partecipazione al mondo del lavoro della popolazione di tutte le età, ed ampliando la partecipazione in età matura*
- Limitare l'accesso a benefit di natura previdenziale prima del pensionamento;*
- Ridurre l'ammontare del debito pubblico, per il suo impatto diretto sul primo pilastro pensionistico»*

2.2 Previdenza complementare: caratteri generali

Le forme pensionistiche complementari sono disciplinate dalla legge nel Testo Unico della Previdenza Complementare (d.lgs. 05/12/2005 n. 252, G.U. 13/12/2005), che le distingue nelle diverse forme, ne definisce i beneficiari, i potenziali aderenti e l'ente predisposto alla vigilanza.

La previdenza complementare si aggiunge a quella obbligatoria senza sostituirla, si tratta infatti di due istituti profondamente diversi. La prima è, a differenza dalla seconda che viene gestita da enti statali, gestita da soggetti ed enti di diritto privato.

L'organismo predisposto al controllo è la COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) ente con personalità di diritto pubblico istituita nel 1993, i cui poteri riguardano principalmente la vigilanza sul buon funzionamento del sistema dei fondi pensione a tutela degli aderenti e dei loro risparmi destinati a previdenza complementare. Sono stati inoltre attribuiti all'organo compiti di controllo sugli investimenti finanziari e sul patrimonio delle Casse professionali private e privatizzati.

Possono aderire volontariamente, in modo collettivo o individuale, i lavoratori dipendenti, pubblici o privati, i lavoratori autonomi e liberi professionisti, i soci lavoratori di cooperative e tutti i soggetti destinatari del d.lgs. 16/09/1996, n. 565.

Possiamo distinguere in ambito di previdenza complementare due rami: i fondi pensione e la previdenza privata. La differenza fondamentale fra i due risiede nel fatto che per quanto riguarda i primi l'adesione è collettiva volontaria con capitalizzazione effettiva, sono tali i fondi pensione negoziali, i fondi pensione

aperti ad adesione collettiva e i fondi pensione preesistenti. L'adesione alla previdenza privata è invece individuale volontaria, è il caso dei fondi pensione aperti ad adesione individuale e dei piani pensionistici individuali (PIP), che sono polizze assicurative con finalità previdenziale.

Le forme pensionistiche complementari disciplinate dalla legge sono distinte nei seguenti strumenti:

- Fondi negoziali o chiusi: riservati a particolari categorie di soggetti facenti parte di un gruppo determinato (ad esempio la stessa azienda o categoria professionale); acquisiscono personalità giuridica finalizzata all'amministrazione ed al controllo del fondo stesso. Esistono anche fondi pensione territoriali, istituiti in base ad accordi fra datori di lavoro e lavoratori appartenenti ad un determinato territorio.
- Fondi aperti: istituiti per iniziativa di intermediari finanziari (banche, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio e compagnie di assicurazione) attraverso la costituzione di un patrimonio autonomo e separato finalizzato all'erogazione di prestazioni previdenziali. I destinatari possono essere gruppi di lavoratori (fondi aperti ad adesione collettiva) o singoli individui (liberi professionisti, ma anche individui privi di reddito da lavoro).
- Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP): sottoscritti individualmente tramite contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziale, cui viene applicata la disciplina delle forme pensionistiche complementari. Sono ideati per il richiedente e strutturati sulle sue esigenze, disciplinati dalla COVIP per garantire le stesse prerogative dei fondi pensione aperti o negoziali.
- Fondi preesistenti: fondi antecedenti la legge del 1992, con caratteristiche peculiari rispetto alle possibilità normative emanate successivamente.

2.3 Fonti normative

- D. lgs. 124/1993: istituzione e disciplina dei fondi pensione, con la finalità di assicurare una migliore copertura previdenziale. Nel decreto in esame sono contenute le disposizioni descritte nel precedente paragrafo circa: destinatari; costituzione dei fondi e autorizzazione all'esercizio; regimi di prestazione e modelli gestionali; organi di amministrazione e controllo; prestazioni; forme.
- D. lgs. 252/2005: Testo Unico dei Fondi Pensione: decreto che disciplina le forme di previdenza finalizzate all'erogazione dei trattamenti pensionistici. Principi cardine: volontarietà dell'adesione; equiparazione delle forme pensionistiche complementari; attuazione delle forme pensionistiche complementari attraverso la costituzione di fondi pensione.
- D.lgs. 89/2014: regime fiscale: i fondi pensione sono soggetti a imposta sostitutiva delle imposte sui redditi in misura dell'11,5%.

2.4 Attività di gestione

La sottoscrizione e l'adempimento di un fondo pensione si articolano in 3 fasi:

1) Fase di adesione

2) Fase di accumulo (raccolta contributi)

Vi sono tre differenti forme di contributi: contributi del lavoratore; contributi del datore di lavoro; conferimento del trattamento di fine rapporto (TFR). Nello specifico, tale possibile varietà di contribuzione riguarda i lavoratori dipendenti; per gli autonomi e i liberi professionisti, l'unica forma di contribuzione prevista è data dai contributi versati dal diretto interessato.

3) Fase di erogazione delle prestazioni del fondo

Le prestazioni pensionistiche dei fondi vengono erogate sotto forma di rendita. Una volta maturati i requisiti, che sono gli stessi stabiliti per la pensione di base con un minimo di cinque anni di partecipazione alla forma pensionistica complementare, il montante accumulato dall'iscritto viene convertito ed erogato sotto forma di rendita vitalizia integrativa alla pensione pubblica.

Con riguardo all'erogazione delle prestazioni del fondo, è possibile distinguere fra due diverse tipologie: fondi a prestazione definita e fondi a contribuzione definita. I primi sono caratterizzati da un ammontare predeterminato in funzione di determinati parametri al momento della sottoscrizione. Per i secondi, invece, la prestazione è proporzionata ai contributi versati e capitalizzati, in base anche ai risultati della gestione del fondo.

È possibile richiedere anticipazioni sulla posizione individuale accumulata solo in determinati casi: spese sanitarie urgenti, acquisto di prima casa per sé o per figli, libere esigenze degli iscritti (in quest'ultimo caso l'anticipazione non può essere superiore al 30% del capitale maturato ed è possibile solo dopo otto anni di partecipazione al fondo). In ogni caso non è possibile richiedere anticipazioni superiori al 75%.

La gestione dei fondi pensione ha caratteristiche orientate a garantire la sicurezza delle forme pensionistiche:

- definizione responsabile del fondo: garantisce il rispetto delle regole di costituzione del fondo e gli interessi degli aderenti;
- requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti;
- gestione delle risorse affidata a intermediari specializzati;
- separatezza e autonomia delle risorse affidate in gestione che costituiscono un patrimonio separato e non possono essere sottratte alle finalità cui sono destinate;
- definizione di una linea di investimento garantita: effettivo impegno ad assicurare la restituzione integrale del capitale al netto di qualsiasi onere, entro un tempo prestabilito e/o al verificarsi di determinati eventi.

2.5 Fondi pensione: analisi economico-finanziaria

Il fondo pensione può essere considerato come investimento del risparmio a lungo termine, alternativamente alle altre forme di investimento offerte dal mercato.

Le attività mobiliari di qualsiasi tipo differiscono tra loro per il profilo rischio-rendimento che le contraddistingue. Tipicamente nel portafoglio gestito da un fondo pensione si realizza una diversificazione fra attività finanziarie con profili di rischio e rendimento alti e bassi che, abbinata ad un orizzonte temporale di investimento di lungo periodo (l'intero arco della vita lavorativa dell'individuo), permette di minimizzare il rischio di perdite di capitale nel breve periodo e, allo stesso tempo, di sfruttare i rendimenti più alti determinati da investimenti di lungo periodo.

Inoltre l'investimento nel Fondo Pensione è tutelato dallo Stato con la previsione di vantaggi fiscali che favoriscono la redditività dell'investimento. Già in fase di contribuzione i contributi destinati al fondo sono deducibili dal reddito imponibile IRPEF e il TFR destinato non è tassabile. I rendimenti in fase di gestione sono poi tassati con un'aliquota dell'11%, inferiore quindi a quella applicata alle altre forme di investimento collettivo del risparmio (pari al 12,5%). Infine, le prestazioni rese dai Fondi pensione sono assoggettate ad imposta sostitutiva con aliquota del 15%, riducibile fino al 9%, decisamente inferiore all'aliquota minima dell'imposta IRPEF del 23%.

3. Adesione alla previdenza complementare in Italia: dati e problematiche

Stando ai dati della relazione COVIP per l'anno 2019, l'adesione ai fondi pensione in Italia si attesta al 31,4% sul totale delle forze lavoro. Come precedentemente riportato si può ritenere buona una percentuale di adesione attorno al 70%. Un'adesione così scarsa stupisce se confrontata ai rendimenti, da ritenersi soddisfacenti, delle forme pensionistiche complementari: fra il 2010 e la fine del 2019 il rendimento medio annuo composto è stato pari al 3,6% per i fondi negoziali, al 3,8% per i fondi aperti e fra il 2,6% e il 3,8% per i diversi rami dei PIP.

Purtroppo i risultati delle forme di previdenza complementare hanno risentito della crisi sanitaria degli ultimi mesi, avendo quest'ultima avuto pesanti ricadute generalizzate a livello finanziario. I dati dei rendimenti percentuali sopra riportati, aggiungendo alla finestra temporale considerata gli ultimi mesi, sono scesi rispettivamente al 3% per fondi aperti e negoziali e 2,5% per i PIP.

Tuttavia, come dichiarato dalla COVIP, l'impatto della crisi appare, inserito nel contesto, limitato.

L'offerta di strumenti di previdenza complementare è molto ampia, la relazione COVIP per l'anno 2019 conta 380 forme pensionistiche: 33 fondi negoziali, 41 aperti, 70 PIP e 235 fondi pensione preesistenti, non inserendo nel conteggio FONDINPS, in via di superamento. Rispetto agli anni passati il numero di forme pensionistiche presenti è considerevolmente diminuito. Ad ogni modo ciò non è da considerare come un cambiamento negativo, si punta infatti a un consolidamento del settore, così da poter godere di economie di scala e, conseguentemente, di riduzioni dei costi e innalzamento della qualità del servizio offerto.

Analizzando rendimenti e offerta viene spontaneo chiedersi come mai la previdenza complementare in Italia riscuota così poco successo, tenendo in considerazione che, alla luce di quanto esposto, i soggetti ai quali si rivolge risultano avere crescenti bisogni di copertura previdenziale.

Il motivo principale della scarsa adesione è da ricercarsi nella struttura dei fondi pensione stessi e nelle forme di regolazione legislative che si sono costruite, che hanno impedito di raggiungere gli obiettivi inizialmente postisi e non sono stati in grado di plasmarsi sulle necessità della popolazione in età lavorativa.

3.1.1 La scarsa adesione fra i giovani

L'obiettivo principale dei fondi pensione era quello di fornire una copertura integrativa alle fasce di lavoratori con garanzie previdenziali pubbliche più deboli, ovvero i giovani. Essi però sono anche i lavoratori con stipendi più bassi e maggiore discontinuità di lavoro, il cui problema principale è il reddito attuale più che il risparmio futuro.

Sul totale degli iscritti la fascia degli under 35 risulta inferiore a quella delle fasce di età centrali di circa un terzo, superando di poco il 20%. Ciò è in parte sicuramente dovuto alla minore partecipazione al mondo del lavoro dei più giovani, in parte però appare logico che in un paese in cui il 30% circa del reddito da lavoro dipendente è destinato al finanziamento del risparmio futuro, l'aggiunta di un ulteriore 10/12% fra TFR e contributi aggiuntivi per i lavoratori precari o a basso reddito risulta particolarmente gravoso.

Rispetto alle esigenze sopra citate, il sistema italiano di previdenza integrativa, costruito – troppo – a immagine e somiglianza di quello pubblico non fornisce una risposta adeguata. Occorrerebbe dunque ripensare la previdenza integrativa non solo come una rendita da aggiungere alla pensione pubblica, ma anche come un'opportunità di reddito prima dell'età pensionabile. A tal fine, sarebbe necessario modificare gli elementi di rigidità del sistema caratterizzanti l'attuale struttura dei fondi e delle loro prestazioni.

3.1.2 Gli investimenti in “economia reale” (nazionale)

In secondo luogo con la previdenza complementare ci si poneva l'obiettivo di costruire nuovi investitori istituzionali, che fossero in grado di veicolare sul sistema delle imprese e delle istituzioni nazionali in modo efficiente il risparmio dei lavoratori e delle imprese stesse, fornendo così carburante finanziario al paese.

Tuttavia, complessivamente, fondi pensione e casse professionali investono in Italia solo il 26,8% delle loro attività, il resto è collocato in attività estere. Negli altri paesi Ocse i fondi pensione hanno percentuali di investimenti domestici attorno al 66%.

Figura 1.1 - Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali italiani anno 2018

Investitori istituzionali	Patrimonio	DI CUI Investimenti in Economia reale (*) in %
Casse Privatizzate	82,92	16,31%
Fondazioni di origine Bancaria	45,70	48,60%
Fondi Pensione Preesistenti autonomi	58,30	3,20%
Fondi Pensione Negoziali	50,41	3,00%
<p>Per le Casse Privatizzate le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti che rappresentano l'80,5% circa del totale, relativo a tutte le Casse con esclusione di ONAOSI; gli investimenti indiretti che sono rappresentati dai mandati di gestione non consentono una classificazione delle <i>asset class</i>; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote in Banca d'Italia e CdP.</p>		
<p>Per le Fondazioni di origine Bancaria le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti (che rappresentano il 97,73% circa del totale dell'attivo) relativi alle 27 Fondazioni esaminate, che rappresentano l'85% circa del patrimonio totale delle Fondazioni; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote nella banca conferitaria, della CdP e della Fondazione con il Sud; il restante 2,3% è costituito da investimenti indiretti in mandati, per cui la somma delle percentuali non corrisponde al 100% per via della quota (pari a circa il 2,3% del patrimonio) affidata in gestione patrimoniale.</p>		
<p>Per i Fondi Preesistenti le percentuali riportate riguardano i 49 Fondi Autonomi analizzati nel presente Report, che rappresentano l'89% del totale dei Fondi Autonomi che valgono il 97,7% del totale Fondi Preesistenti (infatti il patrimonio totale tra autonomi e interni è pari a 58,996 miliardi di euro).</p>		
<p>Per i Fondi Negoziali le percentuali si riferiscono al totale dell'ANDP composto dagli investimenti in gestione (mandati) e dai 117 milioni di investimenti diretti in FIA.</p>		
<p>(*) Per investimenti in economia reale nazionale si intendono: le azioni italiane, le obbligazioni <i>corporate</i>, la stima dei titoli italiani negli OICR, i FIA per la componente investita in Italia. Sono esclusi i titoli di Stato, gli immobili a reddito e quelli strumentali.</p>		

Fonte: Sesto Report sugli "Investitori Istituzionali italiani", Itinerari Previdenziali

Altro elemento critico riguarda la circostanza che la maggior parte della contribuzione ai fondi in Italia deriva dal TFR, che ha un rendimento pari circa al 2,2%, inferiore quindi sia a quello medio dei fondi pensione che dei Pip. Ebbene la Covip calcola che su circa 50 miliardi di Tfr confluiti dalle imprese nei fondi pensione, solo circa 7 miliardi siano stati destinati alle imprese italiane.

Da questi dati salta immediatamente all'occhio che la previdenza complementare in Italia abbia contribuito a ridurre, piuttosto che aumentare, le liquidità aziendali, proprio durante anni di crisi.

3.1.3 La cultura finanziaria

Da ultimo, fra i lavoratori italiani vi è un livello molto basso di cultura finanziaria, circa tre lavoratori su quattro non sanno neanche cosa sia un fondo pensione e quali enormi benefici possa portare. Ad esempio non avvalendosi dei fondi pensione negoziali, il lavoratore rinuncia al contributo del datore di lavoro sulla parte del TFR, nella maggioranza dei casi garantito a livello di accordi aziendali. Inoltre per professionisti e lavoratori autonomi sottoscrivendo un fondo pensione si ha accesso a benefici fiscali pari anche a circa 2mila euro l'anno. In più, anche quando viene scelto di ricorrere a fondi pensione, le scelte nella maggior parte dei casi vergono verso investimenti poco rischiosi, che ovviamente rendono anche di meno.

Come rimarcato dal presidente della Covip Mario Padula: «l'invecchiamento della popolazione e le sue conseguenze economiche rappresentano una sfida alla quale le politiche sociali non possono sottrarsi. È vitale che i giovani lavoratori aderiscano ai fondi pensione – soprattutto quelli negoziali che costano

pochissimo – e che scelgano comparti azionari affinché le loro pensioni integrative siano maggiori possibili. Ne va del loro futuro.»

3.2 Incentivazione alla previdenza integrativa

Vista l'importanza del secondo pilastro del sistema pensionistico, in particolar modo laddove il sistema pubblico svolge un ruolo limitato, è importante incentivare quanto più possibile la previdenza complementare.

Un primo metodo di incentivazione è rappresentato dalle stesse modalità di adesione: a differenza dell'Italia, in cui l'adesione ai fondi integrativi è sempre volontaria, in ben 17 paesi dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, di cui l'Italia fa parte) è previsto un meccanismo di iscrizione obbligatoria a determinati fondi pensione chiusi a livello aziendale.

Vi sono poi diverse tecniche che incoraggiano l'adesione dei cittadini:

- **Incentivi finanziari**

Un ruolo molto importante nell'ambito degli strumenti di policy utilizzati per accrescere la partecipazione è rivestito dagli incentivi fiscali e finanziari, fra cui il versamento di un contributo equivalente da parte dello Stato (cd. "matching contribution")

- **Meccanismi di investimento preimpostati che guidano i risparmiatori nelle varie fasi di accumulo (piani life cycle)**

Considerando che i rischi connessi alle fasi di accumulo e di erogazione gravano in primo luogo sugli aderenti, sono previste misure che indirizzino gli individui verso i prodotti a costo minore. È il caso dei piani life-cycle: modelli previdenziali basati - come suggerisce il nome - sul ciclo di vita, caratterizzato da una fase iniziale di investimento volta ad asset più rischiosi per poi diminuire il rischio nel tempo, beneficiando della capitalizzazione degli interessi maturati precedentemente. In tal modo vengono minimizzati i rischi legati alle inefficienze di mercato

- **Misure volte a diffondere un'informativa adeguata con iniziative di educazione finanziaria e previdenziale, che permettano al cittadino di effettuare una valutazione complessiva dei propri bisogni e aspettative previdenziali, tenendo conto anche delle pensioni pubbliche.**

Le due misure più rilevanti per incentivare l'adesione ai fondi pensione sono gli incentivi fiscali e l'introduzione di elementi di flessibilità.

3.2.1 I regimi fiscali agevolati della previdenza integrativa

Rispetto alle altre forme di risparmio o di investimento collettivo ed individuale, alla previdenza integrativa viene riconosciuto un regime fiscale agevolato.

Vi sono numerosi modelli di agevolazione fiscale. Nella tabella riportata, per ciascuna delle tre fasi della pensione integrativa (contribuzione, accumulo, erogazione), viene indicata l'esonazione fiscale, indicata dalla lettera E o la tassazione, indicata dalla T.

Trattamento fiscale dei piani pensionistici privati nei paesi europei e dell'OCSE	
Modello di tassazione	
EET	Canada, Cile, Croazia, Estonia, Finlandia, Germania, Giappone, Grecia, Islanda, Irlanda, Lettonia, Norvegia, Paesi Bassi, Polonia, Regno Unito, Romania, Slovenia, Spagna, Svizzera, Stati Uniti
ETT	Danimarca, Italia e Svezia
TET	Austria, Belgio, Corea, Francia, Israele, Malta, Portogallo
TEE	Lituania, Lussemburgo, Messico, Repubblica Ceca, Ungheria
TTE	Australia, Nuova Zelanda, Turchia
EEE	Bulgaria, Repubblica Slovacca

Se nel paese si applicano diversi modelli di tassazione a diverse tipologie di forme pensionistiche, il modello indicato è quello applicato ai piani pensionistici prevalenti in termini di tasso di copertura.
 Fonte: OCSE, *OECD Project on Financial Incentives and Retirement Savings – policy Brief n° 1*, 2017; OCSE, *Stocktaking of the tax treatment of funded private pension plans in OECD and EU countries*, 2015.

In Italia è attualmente in auge il sistema E T T. Questo prevede l'esonazione dei contributi versati al fondo pensione e la tassazione sui rendimenti ottenuti in fase di accumulo e sulla prestazione pensionistica erogata, fermo restando l'applicazione per questi ultimi due di tassazioni con aliquote agevolate.

3.2.2 Elementi di flessibilità

Per far fronte alle esigenze degli aderenti al fondo pensione sono stati introdotti elementi di flessibilità in due direzioni:

- a) Possibilità di richiedere un riscatto della posizione accumulata o anticipazioni in caso di difficoltà o per proprie determinate esigenze personali.
- b) Possibilità di richiedere anticipatamente la pensione integrativa rispetto alla maturazione dei requisiti per accedere alla pensione pubblica. È il caso della R.I.T.A., rendita integrativa temporanea anticipata, che consente il pensionamento dai 5 ai 10 anni prima.

4 GLI INVESTIMENTI ESG

Seppur a ritmi lenti e con le problematiche esaminate, il patrimonio dei fondi pensione e delle altre forme di previdenza complementare sta crescendo considerevolmente negli ultimi anni e le manovre istituzionali finalizzate all'incremento delle adesioni alle forme di previdenza complementare, contribuiranno ad un ulteriore incremento dei capitali investiti nei fondi. In ragione delle ingenti quantità di capitale coinvolte, anche nell'ottica del loro aumento futuro, è di fondamentale importanza l'impegno a livello sociale e ambientale degli operatori previdenziali, che si concretizza con investimenti cosiddetti "responsabili", ovvero con l'integrazione di fattori cd. ESG ("Environmental, Social, Governance") nella gestione.

L'attenzione alla sostenibilità negli istituti previdenziali, inoltre, può favorire l'affluenza degli iscritti, costituendo potenzialmente oggetto di motivazione da parte degli investitori.

4.1 Caratteri generali

La necessità di trovare un equilibrio fra l'economia e tutti gli aspetti di natura ambientale, sociale e di governance si fa sempre più forte.

L'investimento con criteri socialmente responsabili è una tendenza ormai accentuata sul panorama internazionale, in un contesto pienamente consapevole e attento al tema. Gli investitori, istituzionali e non, prestano crescente attenzione ai fattori di natura ambientale, sociale e di governance, la cui integrazione può, fra le altre cose, migliorare il profilo rischio/rendimento del portafogli. La domanda di questi ultimi, infatti, favorita anche dalla spinta dei cd. Millennials ("millennials": giovani nati tra gli anni '80 e il 2000, rappresentano l'ultima generazione del XX secolo), cresce sempre più velocemente e la gamma dei prodotti offerti è via via più varia.

«...il valore della sostenibilità è sempre più chiaramente percepito come valore economico, la capacità di intercettare, monitorare e gestire i fattori ESG assume nuova veste e il rischio ESG entra a pieno titolo tra quelli che caratterizzano gli investimenti nel lungo periodo». (dalla Relazione COVIP per l'anno 2019)

E

Environmental



- Emissioni di CO₂ e cambiamento climatico
- Crescita della popolazione
- Biodiversità
- Sicurezza alimentare

S

Social



- Diritti umani
- Condizioni e standard di lavoro
- Lavoro minorile
- Uguaglianza

G

Governance



- Qualità e diversità degli organi di controllo
- Corruzione
- Retribuzioni dei dirigenti
- Diritti degli azionisti

La definizione di investimento responsabile (IR) globalmente riconosciuta è quella fornita dalla GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) nella "Global Sustainable Investment Review 2012". Secondo la relazione sono da considerarsi investimenti responsabili:

- a) "negative/exclusionary screening": esclusione dagli investimenti e dal portafogli di certi settori e compagnie sulla base di specifici criteri ESG.

- b) “positive/best-in-class screening”: investimenti in settori, compagnie e progetti sulla base di buone performance negli ambiti ESG
- c) “norms-based screening”: selezione degli investimenti da effettuare sulla base di standard minimi di business aziendale in relazione a norme internazionali, come quelle emanate da enti quali QECD, ILO, UN e UNICEF
- d) “ESG integration”: sistematica ed esplicita inclusione da parte degli investments managers di fattori ambientali, sociali e di governance nell’analisi finanziaria
- e) “sustainability themed investing”: investimenti in temi o asset specificamente collegati alla sostenibilità, quali l’energia pulita, la green technology o l’agricoltura sostenibile.
- f) “impact/community investing”: investimenti volti alla risoluzione di problemi sociali o ambientali, dove il capitale è destinato a individui o gruppi di individui svantaggiati ma anche finanziamenti ad attività con finalità sociali e ambientali.
- g) “corporate engagement and shareholder action”: utilizzo del potere conferito dal possesso di azioni per influenzare le decisioni aziendali.

4.2 Analisi costi, rischi e rendimenti dei fondi sostenibili

L’investimento in un fondo etico, se da una parte garantisce all’investitore la consapevolezza di perseguire finalità solidaristiche e di responsabilità sociale, dall’altra suscita in molti risparmiatori apprensione riguardo possibili penalizzazioni dal lato del profitto.

I fattori che potrebbero ridurre le performance economiche dei fondi etici sono sostanzialmente due, un’eventuale maggiorazione di costo oppure un rendimento non allineato al livello di rischio sopportato dall’investitore.

4.2.1 Il costo dei fondi etici

L’investimento in un fondo etico va incontro a costi dovuti alla necessità di un’analisi etica per la valutazione dei titoli sotto il profilo specifico, oltre che alla tradizionale analisi finanziaria. È necessario infatti che vengano remunerati enti di controllo o certificazione come il comitato etico o advisor esterni.

Tuttavia, nonostante la maggiore complessità della ricerca e selezione dei titoli, l’evidenza empirica dimostra che l’investimento etico non è più costoso rispetto a quelli tradizionali.

Per quanto riguarda le commissioni di gestione dei fondi in esame, infatti, si è constatato che esse risultano essere spesso inferiori di quelle dei fondi comuni tradizionali. Anche in presenza di stili gestionali diversi, i fondi socialmente responsabili comportano costi inferiori ai competitors ordinari.

A sostegno di quanto appena riportato, un'analisi svolta da Young e Proffitt nel 2003 ha dimostrato che a fronte di una commissione di gestione media annua dei fondi europei del 1,40%, i fondi SRI presentano un valore dell'1,37%. Lo stesso vale per le commissioni di entrata, rispettivamente pari al 4,07% e 3,65%.

Altro esempio è quello costituito dalle analisi svolte da Iannuzzi e Intonti nel 2006 su 18 fondi socialmente responsabili italiani, che hanno mostrato che la correlazione tra grado di eticità del fondo e Ger (Global expense ratio, indicatore finalizzato a dare evidenza completa delle voci di costo che incidono sull'investimento in un fondo) è prossima allo zero e, pertanto, l'ipotesi secondo la quale i fondi etici dovrebbero avere costi maggiori di quelli tradizionali è priva di alcun riscontro oggettivo.

4.2.2 La performance dei fondi etici

In termini di performance, la possibile penalizzazione nella scelta dei fondi etici potrebbe riguardare un rendimento non adeguato al rischio assunto. Ciò in quanto, ricordando la teoria finanziaria, nel momento in cui si pongono dei limiti alle scelte di investimento, il portafoglio risultante potrebbe essere meno efficiente di uno privo di vincoli; la riduzione del panorama di investimento porterebbe quindi all'aumento del rischio, conseguentemente alla ridotta diversificazione. È stato dimostrato da alcuni studi che calcolando la performance dell'investimento etico in termini di varianza esiste effettivamente un "sacrificio etico", tanto maggiore quanto sarebbe maggiore la possibilità di diversificazione.

Tuttavia al crescere del numero di titoli sul mercato, il contributo della sola varianza diventa sempre più piccolo. Ciò significa che inserendo in portafoglio un numero sufficientemente elevato di titoli etici, la frontiera rischio-rendimento del portafoglio etico sarà praticamente uguale a quella di uno tradizionale. Si ritiene che siano sufficienti 30 titoli per garantire una diversificazione tale da eliminare il rischio non sistematico, rimanendo esposti al solo rischio di mercato (cd. beta). Conseguentemente con un portafoglio etico adeguato in termini numerici il sacrificio tenderà a scomparire.

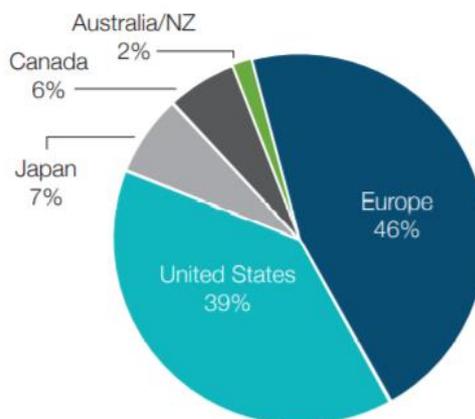
4.3 Crescita dell'investimento responsabile (2016-2018)

All'inizio del 2018, gli investimenti in fattori ESG hanno raggiunto a livello globale la quota di 30,7 trilioni di dollari, un incremento del 34% rispetto al 2016.

FIGURE 1: SNAPSHOT OF GLOBAL SUSTAINABLE INVESTING ASSETS, 2016-2018

Region	2016	2018
Europe	\$ 12,040	\$ 14,075
United States	\$ 8,723	\$ 11,995
Japan	\$ 474	\$ 2,180
Canada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/New Zealand	\$ 516	\$ 734
TOTAL	\$ 22,890	\$ 30,683

A livello mondiale, l'Europa occupa il primo posto in termini di investimento responsabile. Tuttavia, rispetto al 2016, gli investimenti in fattori ESG europei sono diminuiti del 7%, mentre quelli del Giappone nello stesso arco temporale sono quadruplicati. Di seguito il grafico della ripartizione percentuale degli investimenti sostenibili nel mondo (anno 2018).



La diminuzione degli investimenti sostenibili in Europa da un lato evidenzia che il mercato sta maturando, dall'altro essendo in parte causata dall'acceso dibattito circa la definizione di investimento responsabile è solo apparente. Nel corso del 2018 Eurosif (European Sustainable and Responsible Investment Forum) ha scritto un report contenente, fra le altre cose, i criteri per la definizione di investimento responsabile, parallelamente la Commissione Europea definiva le misure volte alla finalizzazione della politica di finanza sostenibile. Anticipando gli standard e le definizioni più severe che sarebbero stati stabiliti, alcuni asset managers europei- in particolar modo in Francia e Germania- hanno fornito ad Eurosif per l'indagine 2018 valori più bassi degli asset sostenibili rispetto al 2016.

In questo contesto, i risultati del sondaggio Eurosif 2018, non solo non sono indice di una diminuzione degli asset sostenibili, ma mostrano chiari segni di consolidamento del settore.

4.4 Quadro normativo Europeo

Il quadro normativo europeo si è evoluto adattandosi alla crescente necessità di uno sviluppo sostenibile, migliorando l'informativa delle performance sociali e ambientali in ambito di impresa.

Con la sottoscrizione dell'accordo di Parigi sul clima nel 2015 e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, l'UE ha a tutti gli effetti intrapreso un percorso atto a incorporare la sostenibilità negli interventi di policy, mirando alla realizzazione di modelli di crescita compatibili con le tematiche ambientali. In particolare, l'obiettivo è la transizione verso un modello di sviluppo economico circolare, a bassa concentrazione di carbonio e improntato all'efficienza energetica. Gli obiettivi stabiliti

nell'accordo di Parigi, da raggiungere entro il 2030, sono essenzialmente tre: la riduzione di almeno il 40% delle emissioni di gas a effetto serra rispetto ai livelli raggiunti nel 1990; il raggiungimento del 32% per la quota di consumo energetico soddisfatto da fonti rinnovabili; il miglioramento dell'efficienza energetica per un minimo del 32,5%. Per raggiungere gli obiettivi citati e, più in generale, per la realizzazione dell'Agenda 2030, la Commissione Europea, nel dicembre 2016, ha costituito un gruppo di esperti (HLEG – High-Level Expert Group on Sustainable Finance) con il compito di elaborare raccomandazioni funzionali allo sviluppo della finanza sostenibile. Così, nel marzo 2018, la Commissione ha pubblicato il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, che promuove e incentiva gli investimenti in progetti sostenibili e l'integrazione dei fattori ESG nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli operatori finanziari.

Fra le misure previste nel Piano d'Azione, le istituzioni europee hanno assegnato priorità alle riforme volte ad armonizzare le definizioni sugli investimenti sostenibili – che, come evidenziato nel paragrafo precedente, fino a pochi anni fa sono state oggetto di differenziazioni – e a rendere più trasparenti le attività finanziarie e i prodotti che integrano i criteri ESG.

4.4.1 Il Piano d'Azione per la finanza sostenibile

Nel Piano d'Azione si raccomandano dieci azioni da intraprendere a livello europeo al fine di:

- a) Favorire l'incanalamento degli investimenti finanziari verso un'economia sostenibile
- b) Considerare la sostenibilità nelle misure di gestione del rischio
- c) Rafforzare la trasparenza degli investimenti di lungo termine

Nello stesso documento si fa inoltre riferimento:

- Al miglioramento della qualità della rendicontazione non finanziaria delle imprese (DNF) – introdotta con la direttiva 2014/95/UE. La DNF deve contenere informazioni:
 - a) Di carattere ambientale: utilizzo di risorse energetiche, impiego di risorse idriche, emissioni di gas ad effetto serra, impatto dei fattori di rischio ambientali e sanitari che contraddistinguono l'attività dell'impresa.
 - b) Di carattere sociale
 - c) Inerenti alla gestione del personale: azioni avviate per favorire la parità di genere e in attuazione delle convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali.
 - d) Inerenti alla tutela dei diritti umani
 - e) Riguardanti la lotta alla corruzione
 - All'integrazione della sostenibilità nei giudizi di rating e nelle ricerche di mercato
 - All'analisi delle procedure delle agenzie di rating del credito in merito all'utilizzo dei fattori ESG.
- A tal proposito, l'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) ha pubblicato le

proprie linee guida sui “Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings” riguardo la disclosure dei fattori ESG nel caso in cui questi costituiscano elementi basilari per il rating del credito.

- All’integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali degli istituti di credito (Direttiva 2019/2034; Regolamento 2019/2033)
- Alla creazione di marchi UE per i prodotti finanziari green – in base al sistema di classificazione europeo – che consentano agli investitori di individuare facilmente gli investimenti che rispettano i criteri ambientali. È ancora in corso d’opera presso la Commissione Europea la definizione di uno standard comune che individui le caratteristiche che un titolo di debito deve avere per poter godere della definizione di “green bond”.

FIGURA 1. I dieci punti del Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile	
1.	Introdurre una “tassonomia” europea per la finanza sostenibile , ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili
2.	Creare standard e certificazioni di qualità per i green bond , con l’obiettivo di garantire la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori
3.	Incrementare gli investimenti verso infrastrutture sostenibili (per esempio, le reti di trasporto) sia negli Stati membri, sia nei paesi partner
4.	Modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, includendo le preferenze dei clienti in materia di sostenibilità tra gli elementi da considerare nell’ambito dei servizi di consulenza
5.	Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità , armonizzando in particolare gli indici low-carbon
6.	Incoraggiare l’integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato
7.	Introdurre i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario , che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari
8.	Valutare la possibilità di introdurre una riduzione nei requisiti patrimoniali minimi delle banche in relazione agli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale (il cosiddetto “green supporting factor”), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori
9.	Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese, allineando le attuali linee guida sui rischi climatici alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures del Financial Stability Board
10.	Incoraggiare l’integrazione dei criteri ESG e l’adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: Commissione Europea 2018, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*: <https://bit.ly/2xL90rF>

Con il Comunicato stampa del 24 maggio 2018 la Commissione Europea ha attuato le prime misure contenute nell’Action Plan, introducendo tre proposte di regolamento riguardo:

- a) Il sistema di classificazione delle attività eco-compatibili (“taxonomy”)
- b) Benchmark (Sistema di confronto fra aziende) low-carbon e positive carbon impact
- c) La rendicontazione sui temi di sostenibilità ESG da parte degli investitori istituzionali

Nel giugno 2018 la Commissione ha poi nominato un Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance con lo scopo di fornire consulenza riguardo: la tassonomia; il miglioramento delle linee guida sulla DNF; la definizione di criteri comuni per la costruzione benchmark low-carbon e positive-carbon impact; i Green-Bond Standard.

Il TEG ha iniziato i suoi lavori nel luglio 2018 e, nel corso del 2019, ha pubblicato i report sulla tassonomia, quello sui green bond e, infine la relazione finale sulla metodologia dei benchmark climatici.

5 ITALIA: FONDI PENSIONE E INVESTIMENTI ESG, LA SOSTENIBILITÀ ENTRA NEL WELFARE

Con riferimento specifico ai fondi pensione e, più in generale, agli investitori previdenziali, l'Unione Europea pone l'accento sull'esigenza di adottare in materia di investimento un approccio di lungo periodo che tenga conto dei fattori ESG nella valutazione e gestione del rischio, oltre che nella realizzazione delle strategie di investimento.

I fondi pensione sono fra i più importanti strumenti nel panorama dell'investimento sostenibile; è stato infatti calcolato dall'Eurosif che il 63,5% dei patrimoni finanziari gestiti secondo criteri sostenibili e responsabili sono gestiti da fondi pensione. In ragione dei grandi patrimoni da essi detenuti, l'inclusione di fattori ESG nell'attività di investimento ha un impatto enorme sia sulle competenze dei soggetti nella filiera di investimento, sia sull'impegno in termini di responsabilità sociale delle imprese emittenti.

Le strategie SRI che possono essere messe in pratica dalle forme pensionistiche complementari sono descritte all'interno delle linee guida pubblicate dal Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) "L'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nel processo di investimento delle forme pensionistiche complementari".

Per quanto riguarda la normativa, già nei primi anni del nuovo millennio, la legislatura italiana ha incrementato le norme riguardanti i fondi pensioni con principi etici. Nello specifico il D.M. 166/2014 ha delle specifiche parti dedicate a questa tematica, segnale di una presa di coscienza a riguardo da parte del legislatore. L'art. 3 co. 6 riporta infatti: «Il fondo pensione comunica alla COVIP gli aspetti etici, ambientali, sociali e di governo societario presi in considerazione nell'attività di investimento» (MEF, 2014). Stessa cosa si nota per i decreti fondamentali, il vecchio D. Lgs. 124/1993 non menzionava gli ISR mentre il D. Lgs. 252/2005 riporta due interi commi dedicati; nel dettaglio il co. 14 dell'art. 6 riporta: «Le forme pensionistiche complementari sono tenute ad esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali».

La sostenibilità è però entrata a pieno titolo nel mondo della previdenza integrativa italiana con il decreto legislativo 13 dicembre 2018, n. 147, con il quale sono state apportate modifiche alla normativa sui fondi pensione, in recepimento della Direttiva (UE) 2016/2341, relativa all'attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (c.d. "Direttiva IORP II").

Nel comunicato Covip relativo alle direttive attuative del decreto appena citato si legge: «Con tali direttive l'Autorità di vigilanza intende chiarire i profili di novità che derivano dalla nuova normativa e fornire istruzioni ai fondi pensione circa le iniziative di adeguamento che gli stessi sono chiamati a porre in essere. Le principali novità riguardano il sistema di governo dei fondi pensione e la trasparenza nei confronti degli aderenti». Nello specifico, per quanto riguarda la governance «i fondi pensione dovranno analizzare i propri assetti organizzativi e apportare le opportune revisioni al fine di realizzare un'adeguata strutturazione delle funzioni fondamentali previste dalla Direttiva europea (in particolare, la funzione di gestione dei rischi, quella di revisione interna e, laddove rilevante, quella attuariale) e, più in generale, assicurare che le procedure interne definiscano in modo chiaro e appropriato compiti e responsabilità dei vari soggetti che operano per il fondo, evitando sovrapposizioni». Sul versante trasparenza «il sistema di governo dovrà altresì assicurare l'ordinata diffusione delle informazioni rilevanti e la tempestiva segnalazione di eventuali disfunzioni all'organo competente ad attivare le misure correttive».

Con riferimento ai fattori ESG nella direttiva in consultazione si legge: «i fattori ambientali, sociali e di governo societario (cosiddetti "fattori Esg") rappresentano declinazione dei principi di investimento responsabile ampiamente promossi in ambito internazionale e si configurano come particolarmente significativi per la politica di investimento e i sistemi di gestione del rischio delle forme pensionistiche complementari, anche considerando la loro valenza di investitori istituzionali. [...] I fondi pensione negoziali e preesistenti con soggettività giuridica devono, pertanto, disporre di un sistema di governo idoneo ad assicurare la sana e prudente gestione dei rischi che gravano sul fondo pensione, inclusi i rischi Esg. Il sistema di gestione dei rischi e la valutazione interna dei rischi devono, quindi, prendere in considerazione anche i rischi connessi ai fattori ESG ai quali il fondo è o potrebbe essere esposto, nonché le relative interdipendenze con altri rischi».

È chiaro l'intento del legislatore di far operare i fondi pensione con la maggior trasparenza possibile, in modo da consentire all'iscritto di comprendere anche le modalità e le destinazioni di investimento dei suoi contributi, le quali risultano di maggior pregio qualora perseguano finalità etiche. Il fondo pensione già di per sé può essere definito come uno strumento con finalità etica, per la funzione previdenziale che svolge. L'investimento responsabile, oltre a conferire al fondo un notevole vantaggio di immagine, con conseguente incremento degli iscritti, qualora fosse poi indirizzato a realtà locali incentiverebbe la produzione locale stessa e, di rimando, la qualità della vita locale, vantaggi dei quali godrebbero gli iscritti stessi. Purtroppo però, come precedentemente evidenziato (capitolo 4) in Italia gli stessi Fondi Pensione Negoziali, che dovrebbero tutelare l'interesse e la sicurezza del lavoratore iscritto, investono circa il 19% del loro

patrimonio in titoli di capitale, dei quali italiano solo lo 0,7%. Anche per quanto riguarda gli investimenti in titoli di debito su un totale dell'11,4% del patrimonio investito solo l'1,3% sono titoli di debito di società italiane. La situazione di PIP e Fondi aperti è addirittura peggiore.

5.1 Processo di investimento etico nei fondi pensione

Come precedentemente riportato, il sistema di funzionamento della previdenza complementare può, in sintesi, essere rappresentato nei tre step tipici di ogni schema pensionistico: raccolta dei contributi, gestione delle risorse ed erogazione delle prestazioni.

Ai fini dell'analisi da svolgere nel presente capitolo, l'attenzione verrà focalizzata sulle fasi rilevanti nell'ambito della gestione delle risorse dei fondi pensione.

5.1.1 definizione dell'asset location e della strategia di investimento

La responsabilità delle scelte di asset location e definizione della strategia di investimento è dell'organo di amministrazione del Fondo. I componenti dell'organo di amministrazione possono decidere, vista la rilevanza delle scelte poste in essere, di farsi supportare da uno o più consulenti finanziari, in aggiunta al parere dei comitati finanziari e della funzione finanza interni alla società. I consulenti assistono l'organo di amministrazione del FP nella definizione dell'asset location, del benchmark dei comparti di investimento, del numero di gestori da predisporre per la gestione dei comparti e della possibile adozione di un approccio di tipo life cycle.

5.1.2 Selezione del Gestore e stipula della convenzione di gestione

L'organo di amministrazione del fondo, con l'eventuale supporto del Consulente di Investimento seleziona tramite apposito bando pubblico uno o più gestori sulla base di criteri qualitativi e quantitativi coerenti con le scelte di asset location operate. Si procede quindi alla stipula della convenzione di gestione. Questa definisce linee di indirizzo dell'attività, modalità di revisione, remunerazione, rendicontazione e durata del mandato dei Gestori, coerentemente con l'asset location del fondo e la specializzazione dei singoli gestori.

5.1.3 selezione della banca depositaria e stipula della convenzione per l'affidamento dell'incarico

Secondo la normativa vigente, il Fondo Pensione è tenuto a scegliere una Banca Depositaria con i compiti di:

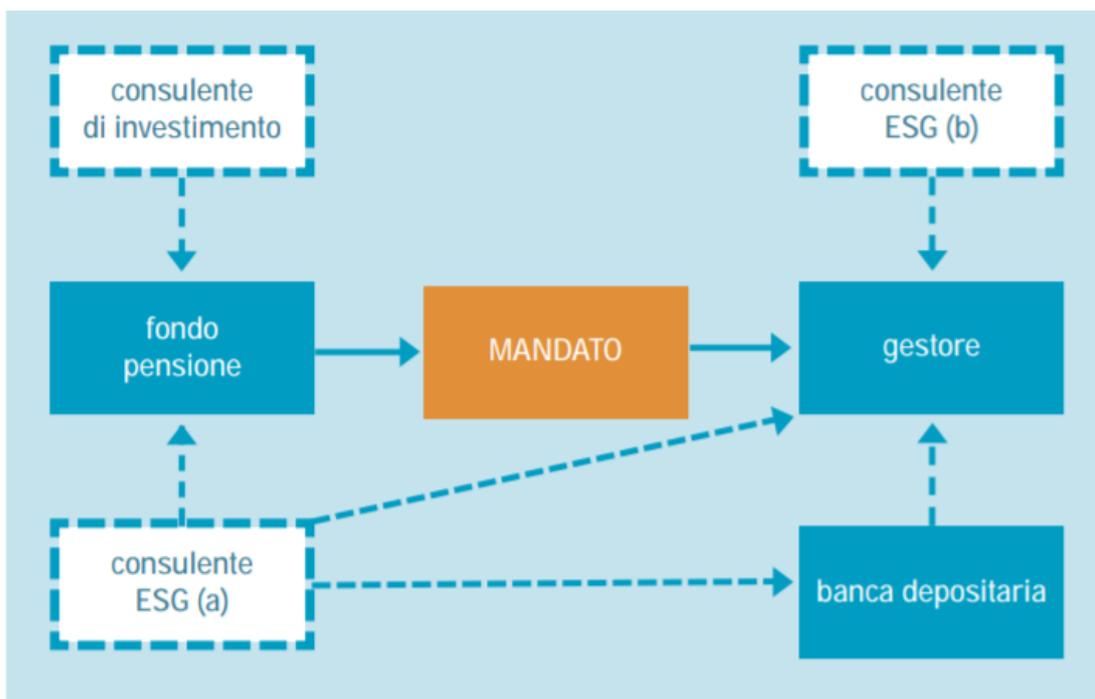
- tenere in deposito le disponibilità liquide e gli strumenti finanziari facenti parte il patrimonio del fondo
- eseguire le istruzioni del Gestore del Fondo
- verificare la legittimità delle istruzioni di cui al punto precedente
- controllare la congruità dell'attivo netto destinato alle prestazioni

5.1.4 Avvio della gestione finanziaria

Scelto il Gestore - che dispone gli investimenti delle risorse ricevute in gestione e fornisce rendiconto della propria attività - e scelta la Banca Depositaria – che svolge i propri compiti di custodia, regolamento e controllo – l’organo di amministrazione del fondo dovrà monitorare l’attività del gestore, sulla base del rendiconto fornitogli, e l’eventuale servizio di analisi periodicamente reso dal Consulente di Investimento.

5.1.5 Strategie SRI

Scegliendo di adottare una strategia di investimento responsabile, ognuna delle fasi sopra elencate dovrà essere integrata per arrivare ad implementare correttamente la strategia scelta. In Italia, dove lo sviluppo della pratica degli investimenti socialmente responsabili è ancora immaturo, hanno giocato un ruolo fondamentale i consulenti ESG. Questi giocano un ruolo fondamentale soprattutto nella fase di definizione della politica di investimento responsabile e di controllo dell’attività di gestione. Inoltre, i consulenti ESG, supportano i gestori fornendo informazioni e valutazioni indipendenti sul livello di sostenibilità degli emittenti.



Fonte: Associazione Bancaria Italiana,(ABI), Linee Guida per l’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nei processi di investimento delle forme pensionistiche complementari, 2012, in www.abi.it

Il Fondo Pensione quindi, nell’ambito di una strategia sostenibile e responsabile, affianca all’analisi finanziaria tradizionale una più approfondita analisi extra-finanziaria, che gli consente di evitare rischi reputazionali, di ridurre le fonti di rischio derivanti da una condotta di scarsa attenzione verso le responsabilità d’impresa e di scegliere, in relazione ai profili di cui si è trattato, gli oggetti degli investimenti

senza però compromettere il ritorno economico, oltre che ad assolvere i doveri fiduciari nei confronti degli aderenti.

Il fondo pensione che intende adottare una strategia SRI può scegliere fra diverse opzioni:

- 1) Principi generali
- 2) Benchmark specializzati
- 3) Rating ESG
- 4) Azionariato attivo

5.1.6 Linee Guida per l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nei processi di investimento delle forme pensionistiche complementari (FFS)

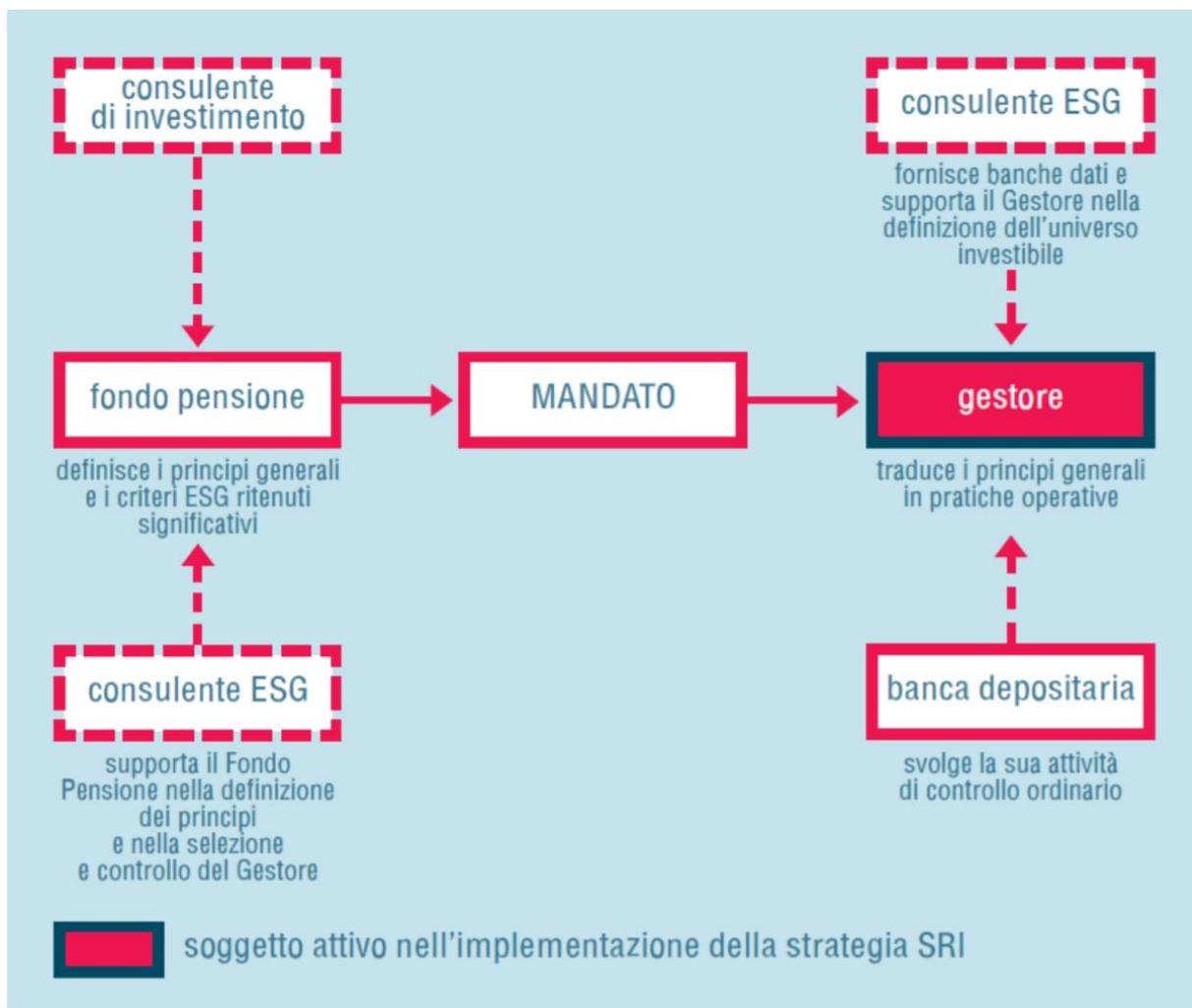
Nelle “Linee Guida per l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nei processi di investimento delle forme pensionistiche complementari” pubblicate dal Forum per la Finanza Sostenibile vengono fornite indicazioni dettagliate circa le 4 opzioni di strategie di investimento responsabile sopra citate.

1- Strategia basata sui principi generali

«La strategia SRI basata sui principi generali consente al Fondo Pensione di acquisire una visione d'insieme sui contenuti e le modalità attraverso cui lo stesso si impegna in materia di investimento sostenibile e responsabile.»

Una volta presa la decisione di perseguire criteri di investimento etici e sostenibili, il fondo dovrà decidere se attribuire al Gestore del fondo un mandato aperto o chiuso. Nel primo caso i principi generali sono postulati attraverso una dichiarazione ampia, lasciando al Gestore una certa autonomia nell'attività di gestione delle risorse, nel secondo caso, invece, viene fornita indicazione precisa di quali settori economici o criteri ESG sono ritenuti significativi.

Di seguito uno schema esplicativo del funzionamento del mandato SRI aperto.



Fonte: Associazione Bancaria Italiana,(ABI), Linee Guida per l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nei processi di investimento delle forme pensionistiche complementari, 2012, in www.abi.it

Come riportato in figura, a definire i principi generali è il fondo pensione, ma è il Gestore che traduce i principi in pratiche operative, decidendo in che attività investire nello specifico, seppur seguendo le linee guida fornitegli. Nel mandato aperto quindi è data al gestore un'ampia autonomia, che gli permette di esplicitare al meglio le proprie competenze e conoscenze.

Per quanto riguarda invece il mandato chiuso, la situazione è opposta. Le indicazioni fornite dal Fondo Pensione sono specifiche, non viene lasciato al gestore alcun margine di discrezionalità circa la strategia di investimento da seguire, si occuperà quindi unicamente dello sviluppo del portafogli finanziario secondo le indicazioni.



Un tipico esempio di strategia a mandato chiuso è lo screening negativo, attraverso il quale il Fondo esclude dai propri investimenti aziende che operano in settori controversi dal punto di vista umanitario/sociale (tabacco, alcolici, etc.).

2- Benchmark specializzati

Partiamo dal definire il termine benchmark come «una metodologia basata sul confronto sistematico che permette alle aziende che lo applicano di compararsi con le migliori e soprattutto di apprendere da queste per migliorare» (definizione di Wikipedia).

Si tratta del risultato tra l'incrocio della definizione dei criteri ESG ritenuti significativi dal Fondo e i benchmark offerti sul mercato. Sono presenti infatti numerosi indici di sostenibilità costruiti secondo differenti approcci e metodologie, tra cui l'esclusione (screening negativo) di singoli emittenti o interi settori, la selezione dei migliori emittenti (best-in-class) o la focalizzazione su uno o più indici tematici.

Per fare un esempio, il primo indice SRI è stato il "Dow Jones Sustainability World Index" (1999) che comprende 2500 aziende mondiali leader nella sostenibilità.

3- Rating ESG

Il rating ESG si sostanzia nella scelta di investire in imprese e attività che seguano principi sociali, etici ed ambientali ed indica nello specifico la soglia di riferimento per la valutazione del profilo di responsabilità

sociale di un titolo o di un portafoglio. Tale soglia potrà essere riferita al rating del singolo titolo ma anche a quello del portafoglio nella sua interezza.

Il Fondo può decidere, eventualmente con l'assistenza di un consulente ESG, di specificare al Gestore la soglia quantitativa limite per la composizione dell'universo investibile. Il gestore si occuperà poi di svolgere la sua attività integrando alle valutazioni ESG quelle economico-finanziarie.

4- Azionariato attivo

Con la strategia dell'azionariato attivo il Fondo può, tramite l'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni in società e/o tramite l'esercizio del diritto di voto, esercitare il proprio potere sulle imprese oggetto di investimento. Il FP può esercitare direttamente il ruolo di azionista attivo oppure delegarlo al Gestore con il diritto di voto.

La finalità della strategia è, logicamente, quella di sostenere e stimolare attività socialmente responsabili.

5.2 Diffusione degli investimenti sostenibili e responsabili degli operatori previdenziali italiani

La sostenibilità sembrerebbe essere entrata a pieno titolo nel modo della previdenza complementare italiana. Secondo l'ultima edizione della ricerca "Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali", indagine condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile in collaborazione con MEFOP74 e MondoInstitutional, la maggior parte degli operatori previdenziali in Italia applica già strategie ESG e, molti di coloro che ancora non lo fanno, ne stanno valutando l'inclusione nel futuro prossimo.

5.2.1 "Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali" - la quinta edizione della ricerca de Il Forum per la finanza sostenibile

Il Forum per la Finanza Sostenibile, a partire dal 2015, conduce annualmente un'indagine al fine di seguire gli sviluppi dell'implementazione delle strategie di investimento responsabile in ambito previdenziale.

Per la quinta edizione, la più recente, del 2019 il campione è stato allargato: a fronte dei 50 piani previdenziali per una massa pari a 169 miliardi di euro presi in esame nell'indagine del 2018, l'ultima edizione conta 115 piani inseriti nel campione, per un totale di 220 miliardi di euro di masse di gestione. Questi comprendono tutte le Casse di Previdenza e i Fondi Pensione negoziali, per quanto riguarda invece Fondi Pensione aperti, preesistenti e Piani Pensionistici individuali, è stato utilizzato per l'inclusione nell'indagine il criterio dimensionale del patrimonio di gestione, selezionando i primi venti piani di ciascuna categoria.

L'analisi è stata condotta tramite l'invio di un questionario, il cui tasso di risposta è stato del 78% (corrispondente a 90 su 115), composto di 24 domande raggruppate in tre sezioni: Governance, Politica di Investimento e Trasparenza. Lo spettro d'analisi del questionario, rispetto alle edizioni precedenti, che

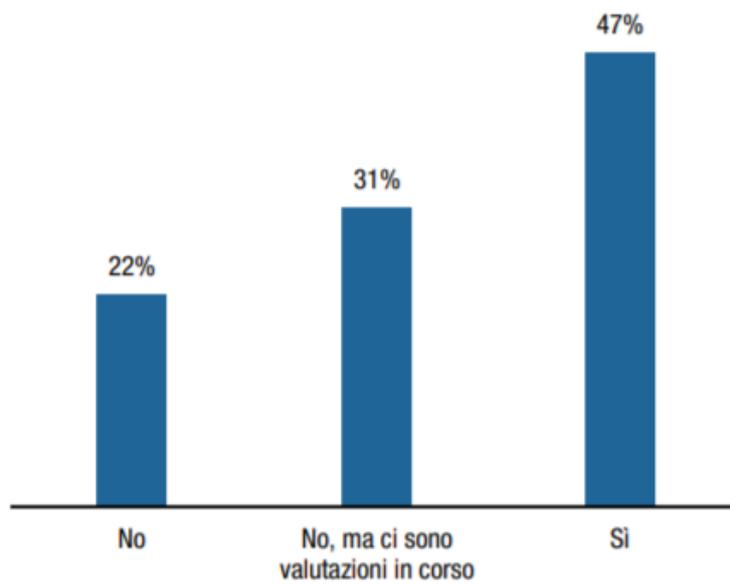
comprendevano le stesse tre sezioni, è stato ampliato con l'inclusione di approfondimenti sugli investimenti ad impatto e sugli alternativi. Vediamo nello specifico i temi analizzati:

- **Governance:** in ambito di governance è stato richiesto ai partecipanti di specificare le motivazioni che hanno spinto ad adottare una politica di investimento sostenibile, di fornire informazioni riguardo il percorso del Consiglio di Amministrazione nella definizione delle politiche di investimento, oltre che la frequenza con cui lo stesso esegue valutazioni di performance sotto il profilo della sostenibilità. Altre informazioni riguardavano la presenza di obiettivi di sostenibilità per gestori finanziari e dipendenti delle funzioni di asset location e l'eventuale coinvolgimento di una figura di advisor ESG.
- **Politica di investimento:** indicazione del tasso di copertura della politica SRI sul totale, nonché temi, principi di fondo e obiettivi di tale politica. Sono stati richiesti inoltre i risultati della misurazione dell'impronta di carbonio (con precisazioni circa l'utilizzo dei dati ottenuti) e un quadro delle diverse strategie SRI adottate nelle varie classi di attivo, con un approfondimento sugli investimenti ad impatto
- **Trasparenza:** con riguardo alla trasparenza sono state fatte domande circa la tipologia delle informazioni fornite su criteri, strategie e risultati delle politiche SRI, i documenti riportanti le informazioni e la promozione di iniziative finalizzate all'informazione sul tema della sostenibilità.

Analisi dei dati:

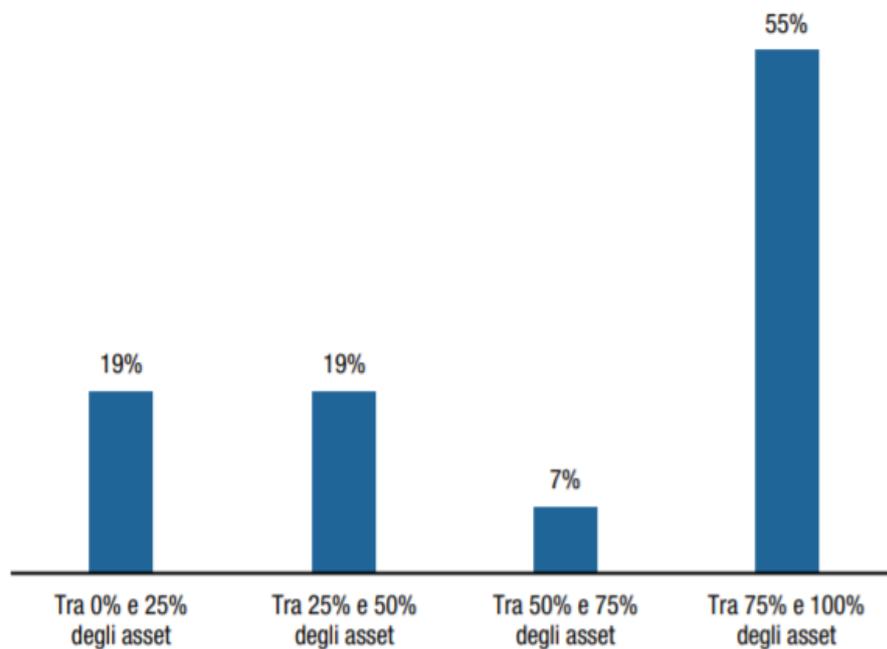
Il punto di partenza dell'analisi è stato, ovviamente, l'adozione o meno di una politica di investimento socialmente responsabile. Dai dati raccolti è emerso che il 47% dei soggetti rispondenti all'indagine applica strategie SRI. Per quanto riguarda la restante percentuale, la maggioranza, il 31%, sebbene non adotti attualmente una politica SRI, ha avviato valutazioni in merito. In aggiunta, fra i piani attivi, in più della metà (55%) la politica SRI copre fra il 75 e il 100% degli asset. Di seguito il grafico dei risultati.

FIGURA 2. Adozione di una politica SRI (2019)



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile

FIGURA 12. Tasso di copertura della politica SRI



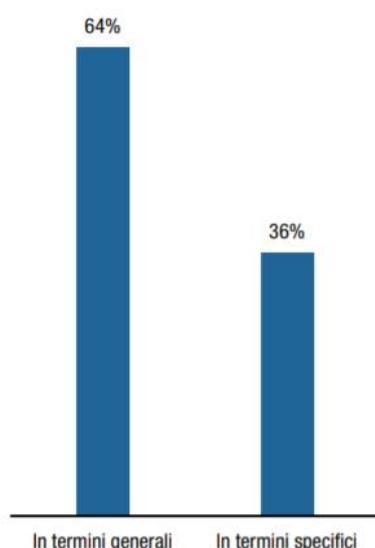
Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile

Come indicato nella stessa ricerca, un confronto dei dati con quelli delle edizioni degli anni precedenti sarebbe impossibile, o comunque porterebbe a considerazioni inesatte, visto l'ampliamento significativo del campione in esame.

Per quanto riguarda le motivazioni della scelta dell'adozione di una politica SRI, la maggior parte è interessata a contribuire allo sviluppo sostenibile e gestire più efficacemente i rischi finanziari. Altre motivazioni riguardano l'adempimento dei doveri fiduciari, la necessità di adeguarsi al contesto normativo, la mitigazione del rischio reputazionale e l'ottenimento di migliori risultati finanziari.

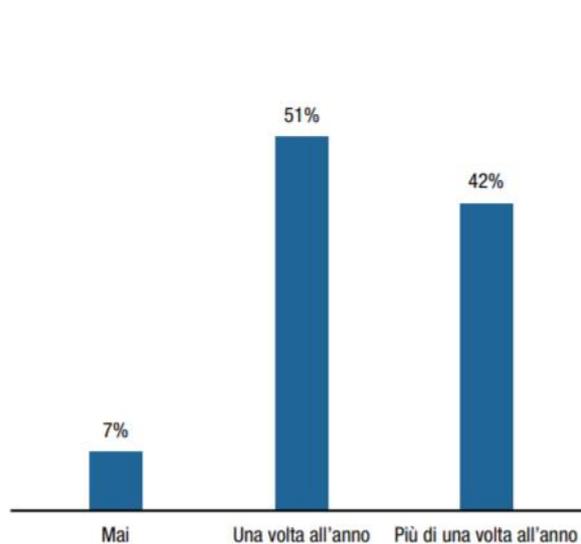
Altro punto fondamentale dello studio è il ruolo del Consiglio di Amministrazione (di seguito CdA), su cui ricadono le responsabilità delle scelte di asset location e definizione della strategia di investimento all'interno del fondo. A tal proposito l'analisi in primo luogo ha riguardato il percorso seguito dal CdA nella definizione delle policy SRI. Ebbene, per il 64% dei piani attivi, l'organo amministrativo ha definito l'approccio all'investimento in termini generali, per poi affidare al Gestore l'incarico di tradurre i principi generali indicatigli in pratiche operative (strategia SRI a mandato aperto, cfr. paragrafo 5.1.6). La restante percentuale ha invece optato per una strategia a mandato chiuso, il CdA quindi ha fornito indicazioni puntuali sulla strategia da adottare, lasciando al Gestore scarsa discrezionalità. La netta preponderanza nella scelta di adottare una strategia a mandato aperto, rispetto a quella a mandato chiuso, mette in evidenza la rilevanza della figura del gestore e, in particolar modo, della sua competenza ed esperienza nel settore dell'investimento responsabile. Inoltre, la quasi totalità dei rispondenti, il 93%, ha affermato che, almeno annualmente, il CdA esegue una valutazione delle performance dal punto di vista della sostenibilità degli investimenti.

FIGURA 7. Definizione della politica SRI



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile

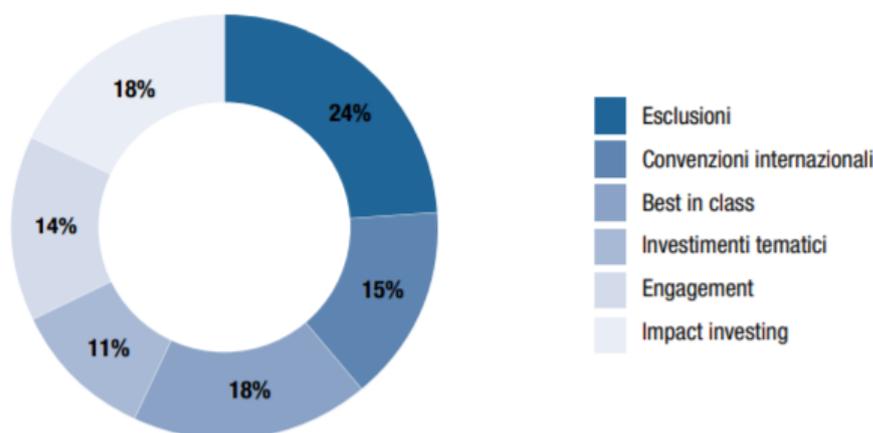
FIGURA 8. Frequenza delle valutazioni ESG



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile¹³

Ulteriore dato interessante è il quadro emerso dall'analisi sulle diverse strategie SRI adottate nelle diverse classi di attivo. Come correttamente specificato nel rapporto, le diverse strategie non sono auto-escludenti, nell'ambito di uno stesso portafoglio titoli possono essere applicate più strategie.

FIGURA 15. Strategie SRI adottate



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile

Nel mercato italiano le strategie più adottate sono quelle di esclusione, che nella maggior parte dei casi non riguardano solo i corporate bond ma anche gli investimenti in Titoli di Stato. Tra i settori esclusi dall'universo investibile il Forum per la Finanza sostenibile include: il settore degli armamenti, l'industria del tabacco, alcool, pornografia, gioco d'azzardo ed energia nucleare, in aggiunta a tutte quelle società ad alto impatto ambientale e con politiche che violano i diritti fondamentali dei lavoratori. Seguono best in class, impact investing e convenzioni internazionali. Citando il report, «gli standard e le convenzioni internazionali a cui fanno riferimento i piani monitorati includono: il programma Global Compact dell'ONU; i PRI; le Convenzioni Internazionali in materia di diritti umani, risorse umane e tutela ambientale sottoscritte in sede ONU, OCSE e ILO. Altre convenzioni internazionali segnalate sono: la Convenzione di Basilea; l'UNFCCC - Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici; il Protocollo di Kyoto; la Conferenza delle Parti COP 21; la Convenzione per la Diversità Biologica; la Convenzione sul commercio internazionale delle specie di fauna e flora selvatiche minacciate di estinzione; la Convenzione per la protezione dello strato d'ozono; la Convenzione sul controllo dei movimenti oltre frontiera di rifiuti pericolosi e sulla loro eliminazione; le linee guida dell'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR) e della Global Reporting Initiative (GRI); le convenzioni relative a biotecnologie, OGM, cellule staminali, test sugli animali, manodopera infantile, manodopera sottopagata, schiavitù e materiali inquinanti. ». Scarsamente utilizzate le strategie di engagement che tuttavia potrebbero in futuro essere incentivate dalla Direttiva UE 2017/828 "Shareholders Rights II", che sostiene l'impegno a lungo termine degli azionisti.

Da ultimo, la divulgazione della politica SRI. La “disclosure” ESG, sembra, secondo alcune ricerche europee, contare addirittura più del rating. Non è infatti un caso che le Direttive Europee IORP II e Shareholders Rights II, le più recenti in materia di sostenibilità degli investimenti, insistano sull’importanza dell’argomento. Nel questionario a tal proposito l’indagine verteva su tre aspetti:

- Tipologia di informazioni fornite
- Canali e documenti utilizzati
- Destinatari del flusso informativo

L’aspetto più significativo è quello riguardante la tipologia delle informazioni fornite. Le informazioni comunicate dagli investitori previdenziali riguardano principalmente la politica di gestione dei rischi ESG (47%) e la tipologia delle strategie adottate nelle diverse asset class (39%). Per quanto riguarda invece le masse gestite nelle diverse asset class, le percentuali mostrano una minore propensione alla divulgazione di tali informazioni, con un risultato del 14%.

Conclusioni del report:

Quanto emerso dal documento in analisi può considerarsi nel complesso positivo, nonostante l’investimento responsabile degli operatori previdenziali italiani confrontato al trend europeo (soprattutto per quanto riguarda il nord-Europa) risulti ancora sensibilmente inferiore. Nelle conclusioni del report viene sottolineato come quella dell’investimento responsabile resti una scelta volontaria, sebbene ormai, nel quadro normativo vigente in materia e considerando i problemi ambientali e sociali emergenti, senza tener conto dei fattori ESG risulta difficile per gli operatori previdenziali agire nel miglior interesse dei beneficiari. È quindi indispensabile l’attenzione di tutti gli operatori del settore alla sostenibilità che – citando le parole del report - «sarà sempre più un’opportunità, se non addirittura una necessità».

CONCLUSIONI

Il presente lavoro è stato sviluppato a partire da un'analisi della situazione di profonda crisi in cui verte il sistema pensionistico obbligatorio italiano, evidenziandone le cause politiche, economiche e sociali. In aggiunta a quanto discusso, la crisi sanitaria in atto ha sicuramente contribuito ad un peggioramento della situazione del debito pubblico, gravando ulteriormente sulle casse dell'INPS, i cui conti sono da già da tempo in rosso, che ad oggi presenta un disavanzo per 37,5 miliardi. Se nulla cambia, il nostro sistema non sarà in grado di continuare a garantire in futuro adeguati livelli di erogazione delle prestazioni.

È necessario limitare i rischi legati all'instabilità economica e all'andamento demografico, nonché conferire al sistema elasticità e equità, mantenendo comunque l'adeguatezza delle prestazioni. Quest'ultima, assieme alla sostenibilità finanziaria e alla modernizzazione, è infatti uno dei requisiti fondamentali nell'ambito di un sistema di previdenza pubblica, come postulato dal Metodo aperto di coordinamento sulle pensioni definito in ambito europeo.

A tal proposito è interessante la proposta recentemente avanzata da Bill Ackman, fondatore e gestore del fondo "Pershing Square Capital Management". Ackman propone l'allocazione da parte dello Stato di una determinata somma a favore di ogni individuo al momento della nascita, da investire in un portafoglio equilibrato di fondi indicizzati. Prevedendo un rendimento, fin troppo ottimistico, dell'otto per cento, con un deposito iniziale di circa 7000 dollari ipotizza il raggiungimento per ogni individuo, al momento dell'arrivo all'età pensionabile, di una somma pari circa a 1 milione di dollari. Il piano appena illustrato per la situazione in cui versa l'economia italiana è utopistico, tuttavia rappresenta senza dubbio un interessante spunto di riflessione. Potrebbe essere infatti parte di una possibile soluzione alla crisi del sistema previdenziale la previsione di un pilastro solidaristico all'interno del sistema stesso, in aggiunta a quello obbligatorio e a quello complementare, che assicuri ad ogni cittadino, sulla base della semplice cittadinanza, una determinata somma, seppur minima, fin dalla nascita, che maturi interessi fino all'età pensionabile. In tal modo, le prestazioni pensionistiche obbligatorie, potrebbero essere notevolmente ridotte, senza che questo comporti l'inadeguatezza delle prestazioni.

In aggiunta, come ampiamente discusso nel corso della tesi, è fondamentale che si provveda quando più possibile ad incentivare il ricorso dei lavoratori alla previdenza complementare, nonché ad investirvi maggiori risorse, tramite un sistema di incentivi capace di sostenerne lo sviluppo. È necessario a tal proposito che la previdenza obbligatoria venga ridotta, sia per un problema di coesistenza fra un forte sistema pubblico e uno privato come leva per i mercati finanziari che sarebbe impossibile, sia perché l'attuale debito pubblico non lascia molto margine decisionale a riguardo.

Ai fini della comprensione del ruolo di centrale importanza rivestito dalla previdenza complementare nel risanamento del sistema, ritengo utili le stime effettuate dalla Ragioneria Generale dello Stato (RGS) con riguardo all'andamento dei tassi di sostituzione della previdenza obbligatoria e complementare nel Rapporto

annuale sulle tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario. Nel citato rapporto, la previsione per il tasso di sostituzione netto della previdenza obbligatoria è di un decremento percentuale di circa 12 punti entro il 2040. Con l'aggiunta dei tassi di sostituzione netti previsti per la previdenza complementare, i punti percentuali "persi" verrebbero completamente recuperati. Questo in ragione dei rendimenti positivi, come visto decisamente maggiori di quelli del semplice TFR, di fondi pensione e altri strumenti di previdenza privata.

Ciò che è emerso dunque dalle diverse analisi condotte nella prima parte di questo breve elaborato è il ruolo fondamentale svolto dagli istituti di previdenza complementare. Nonostante il ricorso a questi ultimi in Italia sia ancora da ritenersi ad un livello non soddisfacente, sono ingenti, ed in continua crescita, i capitali coinvolti nella gestione degli investimenti di fondi pensione e altri istituti di previdenza privata. Viste le masse di denaro coinvolte, è stata evidenziata l'importanza di un impegno concreto a livello ambientale e sociale di questi soggetti, tramite investimenti responsabili che integrino fattori Sociali, Ambientali e di Governance nella gestione.

Fondi pensione ed investimenti ESG hanno infatti elementi di coerenza, quali la finalità sociale e un'ottica di investimento di lungo periodo. La previdenza complementare è cruciale nel processo di riconversione ecologica e di transizione ad un'economia carbon-free.

La finanza sostenibile è ormai permanentemente nell'ottica dei fondi pensione. Nonostante la scelta negli investimenti sia completamente autonoma, con l'unica obbligazione di garantire la pensione all'iscritto, è impossibile non valutare gli investimenti SRI. Questi infatti portano ad una migliore diversificazione del portafoglio e quindi gestione del rischio, godono di rendimenti generalmente positivi e consentono di minimizzare il rischio reputazionale, considerando la crescente attenzione della popolazione mondiale ai problemi ambientali e sociali.

In ultima istanza è opportuno fare due considerazioni sui fondi pensione in relazione alla crisi sanitaria odierna, che va ad aggiungersi al quadro della più ampia crisi iniziata nel 2008. Innanzitutto gli investimenti sostenibili potrebbero essere fra gli strumenti a disposizione dei fondi pensione per far fronte alla difficile situazione attuale nel momento in cui inizieranno ad esserci segnali di ripresa dei listini. L'emergenza Covid ha senz'altro avuto un'influenza negativa sui mercati finanziari, con conseguenti perdite anche per i fondi italiani. Tuttavia è doveroso tener conto del fatto che le perdite dei fondi pensione sono perdite temporanee, che possono essere recuperate a seguito di un innalzamento dei tassi, ma diventerebbero invece perdite effettive in caso di smobilizzo del capitale, tutto o in parte. In secondo luogo, il valore delle quote dei fondi pensione anche a seguito della crisi del 2008 era sceso considerevolmente, per poi risalire in tempi brevi. Fondi pensione e altri strumenti di previdenza privata sono infatti prodotti da valutare non nel corso di un singolo anno, ma nel lungo periodo.

La stessa COVIP ha esortato i risparmiatori previdenziali a valutare la possibilità di posticipare eventuali richieste di anticipazioni, riscatto, prestazione pensionistica e trasferimento non motivate da necessità indifferibili

BILIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Alexander Kempf, Peer C. Osthoff (2007). *SRI funds: Nomen Est Omen*

Altalex. *La crisi del sistema pensionistico. Una proposta per riprogettare il sistema*

Cinelli, M. (2010). *La previdenza complementare* Giuffrè Editore.

Centro Studi e Ricerche di Itinerari previdenziali. *Il bilancio del sistema previdenziale italiano (settimo rapporto)*

Commissione Europea. *Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile.*

Commissione Europea. *Sustainable Industry*

COVIP. *Consultazione sullo schema di “Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”*

COVIP, Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione. *Relazione per l’anno 2018 – Considerazioni del Presidente.*

COVIP, Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione. *Relazione per l’anno 2019.*

COVIP. «Per saperne di più» a. *L’evoluzione del sistema pensionistico in Italia.*

COVIP. «Per saperne di più» b. *I Fondi pensione negoziali.*

COVIP. «Per saperne di più» c. *I Fondi pensione aperti.*

COVIP. «Per saperne di più» d. *I Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP).*

COVIP. «Per saperne di più» e. *I Fondi pensione preesistenti.*

Decreto Legislativo 13 dicembre 2018 n. 147, *modifiche al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n.*

252

Eurosif. *European SRI study 2018.*

Forum per la Finanza Sostenibile. *Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali – quinta edizione*

Istat. *Rapporto Annuale 2019 – La situazione del Paese – capitoli 1 e 3*

Marinetta Intonti. *Italian SRI funds: ethical level and pricing*

Mercer. *Melbourne Mercer Global Pension Index 2019*

Ragioneria Generale dello Stato – Ministero dell’Economia e delle Finanze – *Spesa pensionistica anno 2019*

V-Finance. *La sfida responsabile – intervista a S. Luzi (MEFOP)*

<https://ec.europa.eu/> - sito ufficiale Unione Europea

<https://www.altalex.com/> - sito ufficiale Altalex

<https://www.eticanews.it/finanza-sri/>

<https://www.ilsole24ore.com/> - sito ufficiale de IISole24Ore

<https://www.istat.it/> - sito ufficiale ISTAT

<https://www.mercer.it/> - sito ufficiale Mercer Italia

<https://www.treccani.it/> - sito ufficiale Treccani

<https://finanzasostenibile.it/> - sito ufficiale Forum per la Finanza Sostenibile

<http://www.cometafondo.it/>

<https://www.inps.it/> - sito ufficiale INPS

<http://www.covip.it/> - sito ufficiale COVIP