



Associazione dei Fondi Pensione Negoziali

Sede operativa: Via Aniene 14 - 00198- Roma (Rm)
Tel.+ 39 06 98386263 Fax +39 06 98386269

Sede legale: Viale dell'Astronomia, 30 - 00144 Roma (Rm)
Cod. Fisc. 97339810588
Partita IVA: 17810861009
info@assofondipensione.it

Roma, 21 maggio 2026

Prot. n. 2531/2026

Osservazioni di Assofondipensione sulle "Istruzioni in ordine ai criteri minimi che devono soddisfare i percorsi o le linee di investimento nei quali sono investiti i flussi contributivi derivanti da adesioni non esplicite, ai sensi dell'art. 8, comma 9, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, come modificato dalla legge 30 dicembre 2025, n. 199" proposte da Covip in pubblica consultazione il 22 aprile 2026.

Assofondipensione, anche sulla base del confronto svolto con i fondi pensione negoziali associati, formula le seguenti osservazioni sulle "Istruzioni" poste in pubblica consultazione il 22 aprile 2026. Le osservazioni sono formulate con esclusivo riguardo al corretto perimetro applicativo della disposizione di cui all'art. 8, comma 9, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, come modificato dalla legge 30 dicembre 2025, n. 199, nonché alla coerenza delle "Istruzioni" con il dato normativo primario e con la struttura del sistema dei fondi pensione negoziali.

Il punto preliminare, ad avviso dell'Associazione, è che la disposizione legislativa richiamata non contiene un espresso riferimento al modello life cycle. La norma si limita a prevedere che "i contributi e le quote di TFR pervenuti a seguito di adesioni non esplicite siano investiti in percorsi o linee di investimento caratterizzati da differenti profili di rischio rendimento, tenendo conto in particolare dell'orizzonte temporale dell'investimento e dell'età anagrafica dell'aderente". Ne consegue che la riconduzione di tale previsione normativa al paradigma del life cycle non appare come uno sviluppo testuale necessario del dato legislativo, bensì come una forte scelta interpretativa operata dall'Autorità, che rappresenta una semplificazione estrema del problema di allocazione intertemporale del rischio, riducendo l'intera complessità delle scelte previdenziali a una funzione deterministica dell'età anagrafica. Infatti, non c'è evidenza scientifica che mostri se e come l'esposizione al rischio debba ridursi con l'avvicinarsi dell'età pensionabile. In particolare, tale relazione negativa non è né lineare né tantomeno omogenea tra individui: caratteristiche come stabilità del reddito, settore di appartenenza o livello di istruzione possono incidere in modo significativo sul profilo ottimale di rischio. Tale aspetto è di fondamentale importanza in particolare per quei fondi che presentano delle platee di riferimento ampiamente eterogenee.

Ad avviso di Assofondipensione, l'introduzione del life cycle quale categoria regolatoria di riferimento presenta una rilevante criticità di fondo: le "Istruzioni" assumono come necessarie specifiche modalità e tecniche dell'offerta previdenziale, mentre la norma primaria



Associazione dei Fondi Pensione Negoziati

Sede operativa: Via Aniene 14 - 00198- Roma (Rm)
Tel. + 39 06 98386263 Fax +39 06 98386269

Sede legale: Viale dell'Astronomia, 30 - 00144 Roma (Rm)
Cod. Fisc. 97339810588
Partita IVA: 17810861009
info@assofondipensione.it

appare formulata in termini più ampi e tali da consentire una pluralità di soluzioni. Come già rappresentato nella nostra Nota del 16 aprile scorso, la previsione legislativa può ritenersi compatibile non soltanto con strategie life cycle, ma anche con assetti di offerta multicomparto che, in sede di adesione o di allocazione dei flussi, risultino coerenti con l'età anagrafica e con l'orizzonte temporale dell'aderente. Per tale ragione, Assofondipensione aveva già evidenziato che un adeguamento coerente con l'orizzonte temporale e l'età anagrafica dell'aderente, in fase di adesione sulla destinazione nei diversi profili/comparti, potrebbe essere condizione necessaria e sufficiente a rispettare la previsione normativa.

Si ritiene quindi che le "Istruzioni" eccedano, in più punti, il perimetro di una regolazione volta a fissare criteri minimi, finendo per introdurre una disciplina che orienta in maniera stringente la concreta architettura dei prodotti, delle politiche di investimento e dell'offerta previdenziale. Questo profilo emerge anzitutto nella parte in cui, una volta assunto il modello life cycle come schema di riferimento, vengono introdotte dall'Autorità indicazioni molto puntuali in ordine: alla percentuale minima di strumenti azionari nella fase iniziale; alla percentuale massima nella fase finale; alla durata delle fasi del glide path; alla numerosità dei comparti. In particolare, la previsione secondo cui, nella fase iniziale, la percentuale minima di strumenti azionari detenuti direttamente e indirettamente debba essere mediamente non inferiore al 65 per cento e, nella fase finale, la percentuale massima debba essere non superiore al 15 per cento costituisce, ad avviso dell'Associazione, un esempio di irrigidimento interpretativo non imposto dal testo legislativo.

Già nella Nota del 16 aprile, Assofondipensione aveva evidenziato come la definizione di percentuali minime o massime di specifiche asset class e l'indicazione di specifiche numerosità dei comparti generassero perplessità, sia in ragione dell'assenza di indicazioni scientifiche convergenti su specifiche misure percentuali, sia perché tale impostazione prescinde del tutto dalla specifica platea di riferimento di ciascun fondo pensione negoziale. Tali rilievi, lungi dall'essere superati nelle "Istruzioni" poste in consultazione, risultano oggi ulteriormente confermati. L'impostazione adottata continua, infatti, a muoversi lungo una direttrice prescrittiva che rischia di trasformare una disposizione legislativa formulata in termini generali in un modello regolatorio sostanzialmente uniforme e non conforme alle esigenze delle diverse platee di riferimento dei fondi pensione negoziali.

Si osserva, inoltre, che l'art. 19, comma 2, lett. n-ter), del decreto n. 252/2005, attribuisce alla COVIP il potere di definire i criteri minimi che devono soddisfare i percorsi e le linee di investimento. Anche sotto questo profilo, le "Istruzioni" sembrano oltrepassare il perimetro di tale delega regolatoria, poiché non si limitano a fissare condizioni minime di coerenza, ma individuano in concreto una particolare tecnica allocativa, ne tipizzano le modalità di realizzazione e ne prescrivono parametri quantitativi e strutturali. Ad avviso di Assofondipensione, una disciplina maggiormente coerente con la norma primaria dovrebbe invece: evitare di assumere il life cycle quale unica o necessaria modalità attuativa della disposizione; limitarsi a richiedere che i percorsi o le linee presentino differenziazioni



Associazione dei Fondi Pensione Negoziati

Sede operativa: Via Aniene 14 - 00198- Roma (Rm)
Tel. + 39 06 98386263 Fax +39 06 98386269

Sede legale: Viale dell'Astronomia, 30 - 00144 Roma (Rm)
Cod. Fisc. 97339810588
Partita IVA: 17810861009
info@assofondipensione.it

effettive di profilo rischio-rendimento in rapporto all'età anagrafica e all'orizzonte temporale dell'aderente; lasciare alle forme pensionistiche la scelta delle soluzioni tecniche più appropriate, in funzione della propria platea, della struttura dell'offerta e dell'impianto previdenziale del fondo. Ciò anche in coerenza con le analisi delle specifiche platee di riferimento di ciascun fondo pensione negoziale che in passato hanno costituito sempre, su indicazione della stessa Covip, il punto di riferimento essenziale nella costruzione dell'offerta previdenziale. Esiste il rischio concreto che le nuove previsioni relative al life cycle possano essere incoerenti con quanto previsto dalla Deliberazione Covip del 16 marzo 2012 "Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento".

Anche la previsione sulla numerosità dei comparti appare sintomatica dell'eccesso di dettaglio regolatorio. Le "Istruzioni" stabiliscono che, per i percorsi di tipo a), il numero di comparti sia di norma non inferiore a quattro e che, per quelli di tipo b), siano sufficienti due comparti. Si tratta di una prescrizione che incide direttamente sull'architettura dell'offerta, senza che tale opzione trovi un chiaro fondamento nella formulazione legislativa. Per queste ragioni, Assofondipensione ritiene preferibile un'impostazione diversa, di tipo metodologico e qualitativo, che consenta di verificare la coerenza delle soluzioni adottate senza imporre ex ante un unico modello tecnico.

Anche nella impostazione suggerita da Assofondipensione e che si ritiene maggiormente corrispondente alla norma, il periodo transitorio di sei mesi previsto dalle "Istruzioni" per le forme non ancora adeguate al 1° luglio 2026 appare non congruo, per le complesse attività che l'applicazione della norma richiede. Si ritiene che tale periodo vada esteso almeno a un anno.

Si segnalano infine il permanere di profili non chiari nelle "Istruzioni", tra cui: il significato operativo da attribuire alle percentuali indicate nello Schema; il trattamento degli strumenti rischiosi diversi da quelli azionari; il coordinamento con l'utilizzo di eventuali comparti garantiti nella fase finale; le concrete modalità di adeguamento statutario e regolamentare.

In ultimo si riterrebbe opportuno escludere dall'area di applicazione della normativa le adesioni cd. "contrattuali", poiché non essendo il fenomeno delle adesioni contrattuali previsto dalla normativa primaria, la previsione di "adesione non esplicita" non dovrebbe applicarsi loro: infatti a differenza delle adesioni automatiche per cui è previsto il fondo residuale, in caso di mancato adeguamento il contributo contrattuale verrebbe perso. In considerazione dell'esiguo flusso contributivo che caratterizza le posizioni cd. contrattuali, l'inserimento di tali flussi all'interno di percorsi di tipo life cycle potrebbe portare a risultati, in termini di montante accumulato al pensionamento, inefficaci ed inefficienti.

Alla luce di tutte le considerazioni che precedono, Assofondipensione invita la COVIP a riconsiderare le "Istruzioni" in consultazione, in particolare: evitando di sovrapporre il dettato normativo allo specifico modello life cycle; riconoscendo espressamente che la norma primaria non impone una sola tecnica di costruzione dei percorsi o delle linee di investimento; limitando l'intervento regolatorio alla definizione di effettivi criteri minimi; eliminando le



Associazione dei Fondi Pensione Negoziati

Sede operativa: Via Aniene 14 - 00198- Roma (Rm)
Tel.+ 39 06 98386263 Fax +39 06 98386269

Sede legale: Viale dell'Astronomia, 30 - 00144 Roma (Rm)
Cod. Fisc. 97339810588
Partita IVA: 17810861009
info@assofondipensione.it

prescrizioni quantitative e strutturali che restringerebbero in modo eccessivo lo spazio di autonomia delle forme pensionistiche; prevedendo ampi margini di flessibilità e un congruo periodo transitorio di almeno un anno.