



COVIP

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Intervento di

Antonio Finocchiaro (*)

Presidente

della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

* Intervento al convegno organizzato da Itinerari Previdenziali, “La gestione dei patrimoni a fini previdenziali”, Roma, 3 marzo 2010.

L'introduzione di Alberto Brambilla è stata molto articolata: ha abbracciato larga parte dei temi importanti per il futuro della previdenza complementare.

Nel mio intervento mi soffermerò soltanto sugli argomenti di maggior rilievo per la COVIP.

1. Desidero in via preliminare ricordare che gli ultimi anni sono stati caratterizzati da eventi importanti per la previdenza complementare. Si è consolidato il quadro delle regole di settore a seguito della riforma del 2005; le adesioni e le risorse patrimoniali sono cresciute in modo consistente anche se meno di quanto ipotizzato in sede di attuazione della riforma stessa; una crisi senza precedenti negli ultimi decenni si è abbattuta sui principali sistemi finanziari, estendendosi poi anche all'economia reale.

La crisi ha costituito un impegnativo banco di prova per tutto il sistema della previdenza complementare. La capacità di tenuta dimostrata dai fondi pensione italiani è stata superiore a quella registrata in altri Paesi. Le regole di settore, i comportamenti avveduti degli operatori, gli interventi dell'Autorità di vigilanza hanno consentito di mantenere sotto controllo il sistema.

I responsabili dei fondi sono stati chiamati a scelte particolarmente critiche. E' emerso, soprattutto in termini di comunicazione con gli aderenti attuali e potenziali, il difficile equilibrio fra una prospettiva di lungo periodo che caratterizza l'investimento previdenziale e una congiuntura di breve periodo dei mercati finanziari sfavorevole sul piano dei rendimenti.

La gestione degli investimenti è stata ispirata a scelte nel complesso prudenziali: a livello aggregato, ne è prova l'esiguità dell'esposizione verso controparti coinvolte in situazioni di dissesto.

2. Le difficoltà hanno costituito un test importante anche per le regole sugli investimenti. Risalenti al 1996, queste sono caratterizzate da un'impostazione che ne ha permesso la sostanziale validità nel tempo e una discreta capacità di adattamento rispetto alla evoluzione dei mercati finanziari.

La gamma degli investimenti consentiti è nel complesso ampia, con pochi divieti assoluti all'acquisto di specifici strumenti finanziari.

Ricordo che la normativa vigente poggia sui principi di una sana e prudente gestione e su alcune regole quantitative di applicazione di tali principi finalizzate al miglior interesse degli aderenti: la separatezza fra fondo e impresa *sponsor* e tra fondo e società emittenti i valori mobiliari acquistati, il contenimento dei rischi di controparte, di concentrazione, di cambio, il limite alla leva finanziaria. Un assetto coerente con la Direttiva comunitaria EPAP 2003/41/CE.

* * *

Nonostante la buona capacità di tenuta dimostrata, il DM Tesoro 703/1996 necessita peraltro di essere rivisto e integrato seguendo una linea evolutiva della disciplina vigente.

Negli ultimi 13 anni molte cose sono cambiate: l'innovazione e l'integrazione dei mercati finanziari, l'ampliamento del novero degli strumenti finanziari e la loro maggiore sofisticatezza, l'evoluzione della normativa di settore a livello nazionale e comunitario.

Nell'ultima proposta di revisione, avanzata due anni fa dal Ministero dell'Economia e sottoposta a procedura di consultazione degli operatori, si rinvenivano due aspetti rilevanti:

a) l'attribuzione di una maggiore flessibilità alla gestione dei fondi pensione, da conseguire tramite l'ampliamento dell'universo degli strumenti utilizzabili e l'attenuazione di alcuni limiti quantitativi in vigore;

b) l'opportunità di coniugare la maggiore flessibilità con la responsabilità dei fondi pensione nel monitoraggio e nella gestione dei rischi di investimento.

Nel valutare la questione dell'adeguamento della normativa in materia di investimenti dei fondi pensione, è importante essere consapevoli di una condizione: un modello che responsabilizzi maggiormente i fondi, affidando loro un ruolo più attivo e un maggior grado di libertà nelle scelte gestionali, richiede un rafforzamento della capacità delle loro strutture di valutare e monitorare adeguatamente i rischi finanziari e operativi.

3. C'è ora da chiedersi se, in questo ambito, sia possibile consentire anche la facoltà di gestione diretta degli investimenti da parte dei fondi dotati di strutture adeguate per la gestione del rischio. Tenendo conto che l'attuale normativa già consente l'investimento diretto in azioni o quote di società immobiliari, nonché, entro limiti prefissati, in quote di fondi comuni di investimento mobiliari o immobiliari chiusi. Un'opportunità di cui i fondi – in un contesto di scelte prudenziali – non si sono finora avvalsi.

La risposta non può essere trovata in sede di revisione del decreto 703/1996. Le regole che sanciscono la separatezza tra i compiti degli

amministratori dei fondi pensione e quelli dei gestori sono infatti definiti a livello di normativa primaria.

Ove in tale sede si volesse ipotizzare un ampliamento delle possibilità di investimento diretto, magari limitandolo a determinate categorie di titoli, esso andrebbe sempre legato all'esistenza presso i fondi interessati di una struttura organizzativa con requisiti professionali e capacità gestionali adeguate ai nuovi compiti.

* * *

L'opportunità di consentire ai fondi pensione di nuova istituzione di investire in polizze assicurative cc.dd. di ramo I e V dei rami vita rappresenta sovente un argomento di discussione.

Oggi le imprese di assicurazione che gestiscono le risorse dei fondi pensione possono ricorrere solo a gestioni di ramo VI; gestioni del tutto analoghe alle gestioni patrimoniali poste in essere per i fondi pensione da banche, SGR e SIM, cui si applica integralmente il Decreto ministeriale sui limiti di investimento.

L'opportunità di rimuovere, per i fondi pensione di nuova istituzione, il divieto di utilizzo delle gestioni di ramo I e V, va valutata in funzione delle caratteristiche di tali gestioni.

Tra i vantaggi: una maggiore facilità nel realizzare linee garantite - ad esempio quelle destinate ad accogliere il TFR in forma tacita - e una minore volatilità dei rendimenti attribuiti.

Tra i principali svantaggi, quello di una minor trasparenza dei risultati. Questi ultimi, difatti, proprio per i criteri con i quali vengono calcolati,

incorporano una componente discrezionale della gestione che li rende poco confrontabili con i risultati delle gestioni “ordinarie” dei fondi pensione di nuova istituzione. Ciò rende più complessa una comparazione anche in termini di costi.

La composizione degli investimenti di tali gestioni, inoltre, potrebbe essere troppo prudentiale, giacché l'impresa di assicurazione non è sempre propensa ad accollarsi il rischio che i risultati non raggiungano il tasso minimo garantito.

4. Anche la disciplina sul conflitto di interesse dovrebbe formare oggetto di revisione.

La regolamentazione vigente, contenuta nel decreto ministeriale 703/96, individua due tipologie conflittuali.

Da una parte prende in considerazione operazioni nelle quali i gestori hanno direttamente o indirettamente, anche in relazione a rapporti di gruppo, un interesse in conflitto, nonché operazioni di investimento in titoli emessi da o concluse con i sottoscrittori delle fonti istitutive, i datori di lavoro tenuti alla contribuzione, la banca depositaria o imprese dei loro gruppi.

Dall'altra si fa riferimento a situazioni di conflitto tra i diversi soggetti interessati, che si protraggono nel tempo e rilevano a prescindere dall'effettivo compimento di una specifica operazione di investimento: rapporti di controllo tra i soggetti coinvolti nell'attività del fondo (gestore, banca depositaria, sottoscrittori delle fonti istitutive, datori di lavoro tenuti alla contribuzione o imprese del loro gruppo); generiche situazioni soggettive o relazioni d'affari che possano influenzare la corretta gestione del fondo e che riguardano non solo i

soggetti prima considerati, ma anche i singoli componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo del fondo.

Va ricordato che in entrambi i casi la presenza del conflitto di interessi non incide sulla possibilità di compiere l'operazione; il rimedio è quello della trasparenza che si sostanzia in obblighi di informativa a carico del gestore, degli altri soggetti coinvolti e del legale rappresentante del fondo.

L'ampiezza della casistica attuale e, in taluni casi, l'indeterminatezza della stessa non favoriscono l'identificazione delle fattispecie sostanzialmente rilevanti e finiscono per pregiudicare un efficiente controllo delle stesse, da parte sia dei fondi pensione sia della COVIP.

Inoltre, il rimedio apprestato alle situazioni conflittuali, cioè l'obbligo di informativa, è stato sovente giudicato poco efficace: troppo oneroso per i fondi e al contempo poco tutelante per gli iscritti.

L'attuale impostazione necessita quindi di una rivisitazione volta a semplificarne e razionalizzarne l'ambito di applicazione, a renderla in concreto più efficace e più garantista per gli iscritti; pur mantenendo la distinzione fra i conflitti di interesse riguardanti il gestore da quelli relativi all'organizzazione del fondo pensione.

Il primo profilo fa riferimento al conflitto che il gestore finanziario del fondo - soggetto obbligatoriamente diverso dal fondo stesso - può trovarsi ad avere nei confronti del fondo pensione e dei suoi aderenti quando ne amministra il patrimonio.

Si tratta di un conflitto esterno al fondo ma interno e fisiologico al sistema del risparmio gestito; esso già riceve, in tale sede, una specifica disciplina alla quale, sostanzialmente, si potrebbe fare riferimento¹.

L'altro profilo riguarda le ipotesi conflittuali che possono sorgere all'interno del fondo pensione, tipicamente in seno all'organo di amministrazione e in capo ai suoi componenti.

Questa ipotesi è presente nella regolamentazione dell'organizzazione delle figure civilistiche dotate di soggettività e trova la sua regola generale dell'art.2391 del codice civile. Si tratta di una norma dettata per le società di capitali ma, essendo espressione di un generale principio di buona fede e lealtà nel comportamento degli organi preposti all'amministrazione di un patrimonio altrui, rappresenta una disposizione di principio estensibile all'organizzazione di altri soggetti. Tra questi i fondi pensione.

Per quanto attiene alle modalità della concreta gestione dei conflitti di interesse, occorre responsabilizzare maggiormente i fondi pensione nella definizione di una politica in materia. Al riguardo potrebbe risultare utile l'adozione, da parte di ciascun fondo, di un documento finalizzato a:

- consentire di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto d'interesse capace di ledere gli interessi degli iscritti;

¹ Per quanto riguarda banche, SIM, SGR la disciplina è quella dettata dal TUF (Testo unico intermediazione finanziaria), da ultimo modificata per dare attuazione alle direttive MIFID, e dalle disposizioni di attuazione dettate da Banca d'Italia e Consob. Quanto alle assicurazioni, esse sono tenute alle regole previste nel Codice delle Assicurazioni e nelle circolari attuative dell'ISVAP.

- definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tale conflitto.

5. Anche per le disposizioni di bilancio e contabilità, introdotte dalla COVIP nel 1998, si sta valutando l'opportunità di una revisione. Al riguardo, le norme primarie stabiliscono la contabilizzazione a valori correnti delle disponibilità dei fondi pensione conferite in gestione.

La possibilità per i fondi, prevista dall'art. 7-bis del Decreto lgs. 252/2005, di prestare garanzie finanziarie ai propri iscritti e di coprire direttamente i rischi biometrici, fa emergere l'esigenza di consentire ai fondi stessi la costituzione di un patrimonio proprio, distinto dall'insieme delle posizioni individuali degli iscritti; attualmente le disposizioni di bilancio non prevedono tale distinzione.

Oltre alle garanzie formali di cui al citato art. 7-bis del Decreto, sono attualmente oggetto di dibattito altri schemi di protezione degli iscritti, talvolta ispirati a principi di solidarietà.

Ad esempio, si ipotizza l'introduzione nel sistema di elementi perequativi, prevedendo la creazione, all'interno del fondo pensione, di accantonamenti - costituiti da una ridotta percentuale dei contributi versati ovvero da una quota delle performance realizzate negli anni particolarmente favorevoli - da utilizzare al momento del pensionamento per far fronte a situazioni nelle quali i rendimenti particolarmente negativi decurtano significativamente le posizioni individuali.

La gestione di tali risorse sarebbe di competenza del Consiglio di amministrazione del fondo e finalizzata al perseguimento di un certo equilibrio tra interessi di differenti generazioni di iscritti, senza determinare, peraltro, una

vera e propria garanzia formale; l'utilizzo sarebbe subordinato alla disponibilità di idonee risorse.

6. In tema di trasparenza, la COVIP attribuisce grande importanza alla definizione di modalità di comunicazione tra i fondi e gli iscritti in grado di assicurare a questi ultimi scelte davvero consapevoli alla realizzazione del proprio programma di previdenza complementare.

Recentemente è stato posto in pubblica consultazione uno schema di Regolamento con il quale la Commissione rivede complessivamente la disciplina sulla comunicazione periodica: sono in corso di valutazione le risposte degli operatori. Particolarmente apprezzata sembra essere l'indicazione di un documento semplice e compatto, che focalizza l'attenzione sugli elementi di primario interesse per l'iscritto.

Ormai a pieno regime sono da considerarsi le disposizioni sulle stime che i fondi devono fare sulla pensione complementare attesa dall'iscritto (il cosiddetto Progetto esemplificativo): da oltre un anno, insieme alla Nota informativa, viene consegnato un progetto con ipotesi di contribuzione ed età standardizzate; con la comunicazione periodica di quest'anno verrà inviata a tutti la versione personalizzata.

La COVIP sta studiando la possibilità di inserire, nell'ambito del Progetto esemplificativo, una rappresentazione del rischio legato alle varie opzioni di investimento rese disponibili agli iscritti.

Il problema non è di facile soluzione; neppure l'esperienza internazionale è in grado di fornire contributi significativi. In particolare, nell'approfondire le

relazioni che esistono tra il rischio finanziario di breve, medio e lungo periodo, che assumono rilevanza centrale nel contesto della previdenza complementare.

7. Vorrei concludere il mio intervento riallacciandomi all'ultima *slide* mostrataci da Brambilla. Il mercato del lavoro negli ultimi anni ha subito profonde trasformazioni, accentuate e accelerate dalla crisi ancora in atto: è aumentata la flessibilità d'impiego dei lavoratori ma anche la saltuarietà dei periodi lavorativi; il lavoro povero di contenuti sta crescendo; l'evasione contributiva totale o parziale non è stata ancora debellata; esistono buchi contributivi, talvolta notevoli, negli accantonamenti degli aderenti alla previdenza di 1° e 2° pilastro.

Fra le giovani generazioni si sta diffondendo la paura dell'insicurezza sociale provocata anche dalle non sporadiche violazioni o elusioni delle regole.

In una fase storica che vede crescere i rapporti di lavoro a tempo determinato, anche la disciplina previdenziale - pensata per un mercato nel quale il rapporto a tempo indeterminato era la norma - appare lacunosa.

I tassi di sostituzione ipotizzati negli studi sulla previdenza spesso non tengono conto di questa evoluzione. Presuppongono una continuità di reddito e, quindi, di contribuzione. Non è, questa, la condizione di larghe fasce delle nuove generazioni di lavoratori.

Rimettere - come si è fatto oggi - le problematiche connesse alla previdenza complementare al centro dell'attenzione delle Istituzioni e delle parti sociali può contribuire a fornire una qualche soluzione a taluni dei problemi indicati.

Fermo restando che bisogna innanzitutto operare per dare ai giovani, ai lavoratori in genere, certezze per il futuro e redditi sufficienti.