



AUDIZIONE DELLA COVIP

*nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle politiche di
investimento dei fondi pensione e delle casse professionali*

Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti
gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

Roma, 20 ottobre 2020

Si ringraziano la Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale e il suo Presidente per l'opportunità offerta alla COVIP di intervenire in questa sede per svolgere alcune considerazioni nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle politiche di investimento di fondi pensione e casse di previdenza.

Nel quadro del complessivo sistema previdenziale italiano, strutturato secondo un modello di *Welfare* cui partecipano sia soggetti pubblici che privati, i fondi pensione e le casse di previdenza svolgono funzioni essenziali: gli uni integrando, le altre sostituendo (prevalentemente) l'Assicurazione Generale Obbligatoria (AGO).

La rilevante finalità sociale in capo a tali forme previdenziali richiede che lo Stato eserciti nei loro confronti un ruolo cruciale di garanzia affinché i singoli enti e il sistema nel suo complesso operino in modo efficace ed efficiente, nell'interesse degli iscritti. A tale specifica funzione è preordinata l'attività della COVIP.

Il complessivo risparmio previdenziale sul quale l'Autorità è chiamata a svolgere il proprio ruolo di vigilanza supera i 280 miliardi di euro e riguarda oltre dieci milioni di soggetti tra iscritti e pensionati.

Più precisamente, per quanto attiene alla previdenza complementare, ai 380 fondi pensione in operatività (tra fondi negoziali, fondi preesistenti, fondi aperti e piani individuali pensionistici – PIP) fanno capo oltre 8 milioni di iscritti per un patrimonio complessivo di circa 185 miliardi di euro. Le 20 casse di previdenza dispongono di quasi 100 miliardi di euro di patrimonio, a fronte di oltre 2 milioni di iscritti.

In tale contesto unitario, differenti peraltro sono i compiti istituzionali assegnati alla COVIP con riguardo ai fondi pensione e alle casse di previdenza.

Nell'ambito della previdenza complementare, la COVIP costituisce ormai da molti anni l'Autorità unica di vigilanza e, in quanto tale, opera al fine di concorrere all'ordinato sviluppo del settore a tutela di iscritti e beneficiari con pienezza di poteri e prerogative: integrazione della disciplina di settore con provvedimenti di normativa secondaria, esercizio delle funzioni di controllo su tutti gli aspetti della vita dei fondi pensione (assetti ordinamentali e organizzativi, gestione finanziaria, trasparenza nei confronti degli iscritti), interventi diretti nei confronti delle forme vigilate, irrogazione di provvedimenti di carattere sanzionatorio nei casi previsti dalla legge.

Dell'esercizio della propria attività, unitamente ad un quadro completo dello stato del settore vigilato, la COVIP dà annualmente conto con apposita Relazione, da ultimo diffusa nello scorso mese di giugno.

Con riguardo alle casse professionali, invece, l'azione della COVIP si inserisce in un più articolato sistema di vigilanza che coinvolge altre Istituzioni. In tale ambito, la funzione esercitata dall'Autorità è volta a rafforzare la specifica azione di controllo sulla gestione finanziaria degli enti e sulla relativa composizione dei patrimoni, in considerazione delle competenze tecniche specialistiche maturate nella vigilanza sul risparmio previdenziale privato. Tale funzione si esplica riferendo ai Ministeri del lavoro e dell'economia gli esiti dei controlli posti in essere, per le valutazioni e le iniziative di competenza degli stessi.

In particolare, l'articolo 14 del Decreto legge n.98/2011 ha attribuito alla COVIP tali compiti nel contesto di un disegno normativo riorganizzatore che affidava ad un Regolamento interministeriale la concreta definizione della disciplina in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario; definizione che, per espressa previsione normativa, deve tenere anche conto dei principi caratterizzanti la disciplina dei richiamati profili così come prevista per i fondi pensione.

L'iter di approvazione di tale Regolamento non risulta tuttavia ancora concluso. Conseguentemente, le casse di previdenza risultano ancora ad oggi gli unici investitori istituzionali affrancati da una regolamentazione unitaria in materia di investimento delle risorse di cui dispongono; regolamentazione che, viceversa, è di livello primario e secondario per i fondi pensione.

Per questi ultimi, con il recepimento della c.d. Direttiva IORP II sono state fra l'altro recentemente introdotte previsioni che aumentano il grado di dettaglio della disciplina, soprattutto in materia di *governance*, allo scopo di incrementare il livello di qualità dei processi decisionali e la capacità di monitoraggio dei rischi, attraverso la chiara e documentata attribuzione delle responsabilità e la definizione puntuale delle funzioni fondamentali nella struttura organizzativa dei fondi pensione. Ne consegue che il divario regolamentare tra fondi e casse tende ad allargarsi ulteriormente.

In questi anni la COVIP ha richiamato ripetutamente all'attenzione la necessità di perfezionare il procedimento di emanazione del predetto Regolamento, ritenendo che esso, da un lato, costituisca un presupposto assolutamente necessario per perseguire in maniera più adeguata e fattiva l'obiettivo di una gestione delle risorse sana e prudente nell'interesse degli iscritti e, dall'altro, possa fornire un importante contributo anche al

miglioramento dell'azione di vigilanza, consentendo alla stessa di inserirsi in un alveo caratterizzato da regole chiare ed omogenee.

Va, tra l'altro, sottolineato come lo schema di Regolamento in attesa di emanazione, modellandosi in buona parte sull'analogo provvedimento regolatorio relativo ai fondi pensione (DM 166/2014), ha un approccio più di ordine qualitativo che quantitativo. In prevalenza tende cioè ad affermare una serie di principi e criteri di sana e prudente gestione che nella strategia di investimento devono essere seguiti piuttosto che definire una serie puntuale di limiti di ordine quantitativo rispetto alle singole *asset class*.

Profilo centrale dello schema di Regolamento è, infatti, l'affermazione che le casse di previdenza devono dotarsi di procedure e strutture organizzative professionali e tecniche, che risultino adeguate alla dimensione e complessità del portafoglio, alla politica di investimento adottata e ai rischi assunti nella gestione. I processi di investimento devono essere adeguatamente documentati e le procedure di monitoraggio e gestione dei rischi devono essere congruenti.

Questa Autorità torna pertanto ad auspicare la rapida emanazione del Regolamento, nella convinzione che ciò fornirebbe finalmente anche per questo importante settore del risparmio previdenziale una cornice normativa oggettivamente necessaria per le ragioni sopra evidenziate e sufficientemente flessibile da consentire alle singole casse di previdenza l'adozione di scelte autonome e responsabili in ragione delle specificità dei rispettivi assetti. Ciò, sia per quanto attiene alla regolamentazione interna di ciascun ente, sia con riguardo alla concreta composizione del proprio portafoglio.

Il completamento del quadro regolamentare favorirebbe inoltre il rafforzamento strutturale delle casse professionali e la più completa definizione di processi decisionali lineari e tracciabili, rendendone più efficace l'operatività in un ambito, quello delle scelte di investimento, fortemente sollecitato dalla complessità dei mercati finanziari.

Dal suddetto rafforzamento strutturale dipende anche il ruolo che le casse di previdenza, come i fondi pensione, possono svolgere per lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescita dell'economia; come soggetti depositari di un capitale che guarda al lungo periodo, possono fornire infatti un contributo alla stabilizzazione di tali mercati caratterizzati da momenti di elevata volatilità.

Per esercitare pienamente questo ruolo occorrono soggetti in grado di operare in condizioni di incertezza, adottando decisioni che sono rese sempre più complesse dall'evoluzione continua degli strumenti di investimento e dello stesso universo investibile, che ora, anche con riguardo al nostro Paese, comincia ad includere attività non tradizionali, tipicamente non negoziate nei mercati regolamentati, caratterizzate da un più elevato grado di illiquidità.

Per favorire lo sviluppo di iniziative destinate al finanziamento della crescita delle imprese e delle infrastrutture del nostro Paese, occorre che le scelte e le responsabilità che competono ai singoli operatori possano inquadarsi in una cornice normativa adeguata e stabile e nel contesto di politiche economiche e finanziarie a sostegno della ripresa che sappiano individuare con lungimiranza le migliori soluzioni in un piano strategico di interventi.

In un'ottica di rinnovata progettualità per il Paese e di evoluzione dell'offerta di adeguati strumenti finanziari, anche le casse di previdenza possono svolgere un'azione importante per la crescita dell'economia e lo sviluppo dei mercati finanziari, contribuendo ad affrontare i problemi che un'economia, come quella italiana, pone anche in relazione al suo tessuto industriale e al suo mercato dei capitali, ovviamente avendo sempre riguardo, come pietra angolare del proprio operato, all'interesse degli iscritti in una prospettiva di carattere previdenziale.

Al rafforzamento dei processi di investimento delle casse di previdenza, si reputa possa concorrere anche lo sviluppo del nuovo sistema di segnalazioni statistiche e di vigilanza che la COVIP ha avviato. Il progetto in atto, nell'ottica di una più articolata rappresentazione delle informazioni e di accrescimento del livello di automazione e di flessibilità di utilizzo dei dati, intende mettere a fattor comune l'esperienza già realizzata positivamente con riguardo alle forme pensionistiche complementari, promuovendo anche maggiore consapevolezza da parte degli enti, con effetti migliorativi sul piano gestionale.

* * *

Sempre in tema di quadro normativo afferente alle casse di previdenza, va rilevato – in termini più generali – come lo stesso, oltre ad essere incompleto per la perdurante assenza del richiamato Regolamento, risulta per altri aspetti datato, essendo il complesso della normativa primaria sostanzialmente risalente alla metà degli anni novanta.

In particolare, si richiama nuovamente l'opportunità di un intervento di manutenzione evolutiva per quanto attiene alla disciplina del rapporto tra

le amministrazioni vigilanti e le casse di previdenza (di fatto risalente al 1994, anno di privatizzazione delle stesse), che attualmente risulta sostanzialmente incentrato sulla repressione di gravi violazioni di legge, con il conseguente commissariamento dell'ente.

Si potrebbe superare l'esclusività di tale approccio – da mantenere, ovviamente, per i casi di particolare gravità che rendono necessario un intervento di completa discontinuità rispetto alla gestione precedente – introducendo procedure di intervento dotate di adeguata gradualità che possano consentire il superamento delle inefficienze riscontrate, attraverso l'individuazione delle migliori soluzioni sul piano gestionale e della *governance*.

Nonostante il quadro normativo incompleto e datato sopra evidenziato, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo sugli investimenti delle casse di previdenza trasmettendo puntuali e dettagliati referti ai Ministeri vigilanti e anche svolgendo diversi approfondimenti su specifici aspetti della gestione finanziaria delle stesse, pure attraverso iniziative di carattere ispettivo. In tale ambito ha posto particolare attenzione alla correttezza e linearità del processo decisionale seguito nelle scelte di investimento, al ruolo svolto dagli *advisor*, ai sistemi di controllo della gestione finanziaria, oltre che alla verifica di specifiche operazioni poste in essere.

Le osservazioni e i rilievi rappresentati dalla COVIP ai Ministeri vigilanti hanno costituito sovente il presupposto per iniziative, da parte degli organi delle stesse casse, volte a rivedere le soluzioni adottate in materia di investimento delle risorse di cui dispongono, sotto il profilo sia degli assetti organizzativi (in taluni casi rivelatisi suscettibili di miglioramenti) che delle

procedure operative (in alcuni casi insufficientemente strutturate e non sempre rispondenti alle regole di efficace ed efficiente gestione).

Sulla base della complessiva attività di analisi e vigilanza svolta, la COVIP ha acquisito un patrimonio informativo caratterizzato da un significativo grado di omogeneità. Di tale patrimonio di dati e informazioni, l'Autorità dà annualmente conto mettendo a disposizione, anche per il tramite del proprio sito *web*, il quadro di sintesi sugli aspetti più significativi emersi dalle rilevazioni effettuate.

Il più recente quadro di sintesi (riferito a fine 2019), diffuso nello scorso mese di settembre, fornisce l'evidenza dei profili di maggior rilievo desunti dall'analisi in chiave aggregata dei dati afferenti alla composizione delle attività detenute dalle casse professionali e delle informazioni acquisite sulla politica di investimento e sui relativi criteri di attuazione, sull'articolazione del processo di impiego delle risorse e sul controllo della gestione finanziaria.

Relativamente ai dati, in questa sede mi limito a ricordare quelli più rilevanti (ritengo di far cosa utile allegando alla presente le *slides* maggiormente rappresentative di tali dati, utilizzate nella recente presentazione del Quadro di sintesi).

Alla fine del 2019, le attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza ammontano, a valori di mercato, a 96 miliardi di euro, in aumento di 9 miliardi di euro rispetto all'anno precedente (10,3 per cento). Dal 2011 al 2019 tali attività sono cresciute complessivamente di 40,3 miliardi di euro, pari al 72,3 per cento.

A fronte di una sostenuta dinamica di crescita nell'aggregato, permangono differenze, anche ampie, nelle attività delle singole casse di previdenza: circa il 74 per cento delle attività totali è di pertinenza delle cinque di dimensioni maggiori; le prime tre raggruppano circa il 55 per cento del totale.

Tenendo conto anche delle componenti obbligazionaria e azionaria sottostanti gli OICVM detenuti (cosiddetto *look through*), la quota più rilevante delle attività è costituita da titoli di debito, pari a 36,5 miliardi di euro (corrispondenti al 38 per cento del totale).

La composizione delle attività detenute continua a caratterizzarsi per la cospicua presenza di investimenti immobiliari, che nel complesso (cespiti di proprietà, fondi immobiliari e partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza) si attestano a 20 miliardi di euro (corrispondenti al 20,8 per cento del totale). Nel quinquennio 2015-2019 l'incidenza di tale componente è comunque diminuita di 3,7 punti percentuali. Va peraltro osservato che in sei casse la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività e in una di queste l'incidenza è ancora superiore al 50 per cento.

* * *

Gli investimenti delle casse professionali nell'economia italiana, ossia in immobili e in titoli domestici, ammontano a 34,8 miliardi di euro (36,3 per cento delle attività totali), mentre gli investimenti non domestici si attestano a 46,1 miliardi di euro (48 per cento delle attività totali). La residua quota del 15,7 per cento delle attività totali è costituita essenzialmente da liquidità e da crediti contributivi.

Nell'ambito degli investimenti domestici, rimane predominante la componente immobiliare (18,5 miliardi di euro), seguita dai titoli di Stato (7,8 miliardi di euro); gli investimenti in titoli emessi da imprese italiane sono ancora limitati: ammontano a 5,3 miliardi di euro, il 5,5 per cento delle attività totali, di cui 845 milioni di euro in titoli di debito e 4,4 miliardi in titoli di capitale (che comprendono 1,2 miliardi di euro di quote del capitale della Banca d'Italia).

Volendo raffrontare tali dati con quelli relativi agli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana, si osserva che gli investimenti domestici dei fondi si attestano a 40,3 miliardi di euro, corrispondenti al 26,8 per cento dell'ANDP (attivo netto destinato alle prestazioni, pari a 150 miliardi di euro, valore calcolato escludendo i PIP "vecchi", i fondi preesistenti interni e le riserve matematiche presso imprese di assicurazione).

Tra gli investimenti domestici dei fondi pensione, i titoli di Stato sono predominanti: 30,9 miliardi di euro, il 20,6 per cento dell'attivo netto.

In sintesi, dalla composizione degli investimenti a fine 2019 delle casse di previdenza e dei fondi pensione emerge che:

- nelle casse, gli OICVM costituiscono il principale strumento di investimento (28 per cento) e sono in consistente aumento negli ultimi anni; seguono i titoli di debito (21,4 per cento), per tre quarti costituiti da titoli di Stato; il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione, resta comunque significativo (20,8 per cento); seguono i titoli di capitale (8,4 per cento);

- nei fondi pensione, restano prevalenti i titoli di debito (58 per cento dell'attivo netto di cui poco più di due terzi costituiti da titoli di Stato), seguiti dai titoli di capitale (18,9 per cento) e dagli OICVM (12,7 per cento); gli investimenti immobiliari costituiscono, invece, una componente residuale (2,2 per cento) per lo più concentrata nei fondi preesistenti.

Sempre in chiave di raffronto, per quanto riguarda le risorse allocate in Italia a fine 2019, si osserva che:

- ✓ le casse di previdenza hanno investito nell'economia italiana 34,8 miliardi di euro (36,3 per cento delle attività totali), di cui:
 - 18,5 miliardi (19,3 per cento delle attività) in investimenti immobiliari;
 - 7,8 miliardi (8,1 per cento delle attività) in titoli di Stato;
 - 5,3 miliardi (5,5 per cento delle attività) in titoli emessi da imprese, di cui 845 milioni in obbligazioni e 4,4 miliardi in azioni;
 - 3,3 miliardi (3,4 per cento delle attività) in quote di OICR;
- ✓ i fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 40,3 miliardi di euro (26,8 per cento delle attività totali), di cui:
 - 30,9 miliardi (20,6 per cento dell'attivo netto) in titoli di Stato;
 - 3,1 miliardi (2,1 per cento dell'attivo netto) in investimenti immobiliari;
 - 4,4 miliardi (3 per cento dell'attivo netto) in titoli emessi da imprese, di cui 2,8 miliardi in obbligazioni e 1,6 miliardi in azioni;
 - 1,9 miliardi (1,3 per cento dell'attivo netto) in quote di OICR.

* * *

Per quanto attiene alle modalità gestionali utilizzate dalle casse professionali in materia di investimenti, a fine 2019 le attività finanziarie gestite in forma diretta ammontano a 66,1 miliardi di euro (79,9 per cento del totale), di cui oltre i due terzi sono costituiti da quote di OICR. Le attività finanziarie gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 16,6 miliardi di euro (20,1 per cento del totale); esse fanno capo a 30 gestori e il 59,4 per cento delle stesse è concentrato in 5 gestori.

Le attività finanziarie per le quali è operante un depositario ammontano a 36,3 miliardi di euro (43,9 per cento del totale): 16,5 miliardi si riferiscono alle attività finanziarie conferite in gestione a intermediari specializzati, rappresentandone la quasi totalità; i restanti 19,8 miliardi si riferiscono ad attività finanziarie gestite direttamente dalle casse di previdenza, di cui rappresentano il 30 per cento del totale.

Quanto poi alle informazioni acquisite sulla politica di investimento e sui relativi criteri di attuazione, sull'articolazione del processo di impiego delle risorse e sul controllo della gestione finanziaria, l'analisi in chiave aggregata consente di svolgere alcune considerazioni sugli assetti regolamentari e organizzativi adottati dalle casse di previdenza in materia di investimenti.

In molti casi le casse hanno sopperito alla mancanza di un quadro normativo completo concernente la loro gestione finanziaria prendendo a riferimento – per la definizione dei propri assetti regolamentari – la disciplina dei fondi pensione e, in particolare, le “Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento” adottate dalla COVIP il 16 marzo 2012 e le norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse e sulle

regole in materia di conflitti di interesse, contenute prima nel DM Tesoro 703/1996 e successivamente nel DM Economia 166/2014.

Va tuttavia rilevato che, non essendo per loro cogenti, le casse professionali hanno potuto rielaborare le suddette previsioni di normativa secondaria con ampi gradi di libertà. Di conseguenza, deve ancora riscontrarsi che gli assetti regolamentari si presentano assai disomogenei e i documenti che li definiscono molto diversificati quanto a struttura e contenuti. In alcuni casi, tali documenti disciplinano profili organizzativi e procedurali; in altri, esplicitano i criteri da seguire per la definizione di specifici aspetti della gestione finanziaria (ad esempio, la politica di investimento da adottare e il sistema dei controlli da realizzare), facendo talvolta rinvio alla predisposizione di ulteriori elaborati.

In diversi casi, la coesistenza di più documenti che a vario titolo trattano il tema degli investimenti, in assenza del necessario coordinamento, determina ancora scarsa chiarezza complessiva, incongruenze e duplicazioni di contenuti.

La suddetta frammentazione documentale riduce altresì l'efficacia dell'azione di vigilanza condotta in materia di investimenti, rendendo meno agevoli i controlli che la COVIP è chiamata a svolgere.

Quanto agli assetti organizzativi in materia di investimenti, risultano anch'essi variamente articolati in funzione dell'accentuata diversità della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita.

In relazione ai profili qui in esame va comunque evidenziato che l'attività di vigilanza svolta in questi anni dalla COVIP ha comunque stimolato nonché – in taluni casi – accelerato il processo di adozione e di progressivo miglioramento degli assetti regolamentari e organizzativi adottati dalle casse di previdenza in materia di investimenti.

Ciò nondimeno, resta essenziale ricordare conclusivamente che per investitori istituzionali come le casse - così come è comunemente previsto dalle regolamentazioni in materia di investimenti in ambito europeo e non solo - la chiarezza nella determinazione degli elementi caratteristici della politica di investimento, nell'attribuzione delle funzioni e delle responsabilità gestionali e nella definizione dei flussi procedimentali e informativi interni contribuisce di per sé al miglioramento della qualità dei processi decisionali e della gestione dei rischi e, dunque, della capacità di essere solidi attori di riferimento a sostegno della stabilità e della crescita economica in un mondo di accresciuta complessità.