



## **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, 7 maggio 2019



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 professionali.

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 professionali 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 250 miliardi di euro e riguarda circa dieci milioni di soggetti tra iscritti e pensionati.

Più precisamente, per quanto attiene alla previdenza complementare, agli oltre 400 Fondi pensione in operatività (tra fondi negoziali, fondi preesistenti, fondi aperti e piani individuali pensionistici – PIP) fanno capo circa 8 milioni di iscritti per un patrimonio complessivo di 167 miliardi di euro.

Le 20 Casse professionali soggette ai compiti di vigilanza della COVIP dispongono di oltre 85 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 professionali.

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, attualmente in corso di predisposizione in vista della sua presentazione pubblica nel prossimo 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 svolta dall'Autorità è volta a rafforzare la specifica azione di controllo sulla gestione finanziaria degli enti e sulla relativa composizione dei patrimoni, avuto riguardo alle competenze tecniche specialistiche maturate nella vigilanza esercitata 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.

Tale Regolamento - che per espressa indicazione normativa deve anche tenere conto dei principi della disciplina in materia di fondi pensione - doveva essere emanato entro sei mesi dall'entrata in vigore della normativa citata.

Siamo nel 2019 e l'iter per l'adozione del Regolamento non si è ancora concluso.

Le Casse risultano essere quindi oggi gli unici investitori istituzionali affrancati da una regolamentazione unitaria in materia, regolamentazione che, viceversa, è di livello primario e secondario per i Fondi pensione.

Non si può, pertanto, non sottolineare come la forbice regolamentare tra Casse e Fondi pensione sia assai ampia e si sia allargata ulteriormente nel più recente periodo, se si considera che per questi ultimi una Direttiva dell'Unione europea (la c.d. IORP II) ha introdotto disposizioni che aumentano il grado di dettaglio di una disciplina già strutturata e robusta. Le novità principali hanno riguardo alla *governance*, con lo scopo di aumentare la 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 nell'ambito dell'assetto

organizzativo (funzione di gestione dei rischi, funzione di revisione interna, funzione attuariale).

Al riguardo, si evidenzia che nelle scorse settimane la COVIP, nell'ambito dei propri poteri di regolamentazione secondaria del settore della previdenza complementare, ha posto in pubblica consultazione uno Schema di Direttive ai fondi pensione contenenti istruzioni di vigilanza volte a chiarire i profili di novità della normativa primaria di settore, il loro impatto sull'attuale assetto delle forme pensionistiche, sia sotto il profilo organizzativo che sotto quello documentale, nonché a specificare le modalità e tempistiche di adeguamento, così da meglio indirizzare le attività che i fondi pensione sono chiamati a porre in essere.

Più in generale, si osserva che la disciplina relativa alle forme di previdenza complementare costituisce oggetto di una costante evoluzione, anche per effetto della regolamentazione di livello europeo e delle relative disposizioni attuative a livello nazionale: ciò sta vieppiù determinando l'ampliamento della distanza sotto il profilo regolatorio rispetto al settore delle Casse professionali.

In questi anni, la COVIP ha richiamato ripetutamente all'attenzione l'esigenza di completare rapidamente il percorso di emanazione del Regolamento volto a disciplinare gli investimenti delle Casse, ritenendo che esso 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 beneficiari degli Enti in questione.

Tra l'altro, l'adozione del Regolamento fornirebbe un importante contributo anche al miglioramento dell'assetto della vigilanza, consentendo

alla stessa di inserirsi in un alveo caratterizzato da regole chiare ed omogenee.

Innanzitutto, si noti che lo schema di Regolamento sugli investimenti delle Casse, modellandosi in parte sul Decreto ministeriale n.166 del 2014 che disciplina le regole di investimento per i Fondi pensione, ha un approccio più di ordine qualitativo che quantitativo. In prevalenza, cioè, tende ad affermare una serie di principi e criteri di sana e prudente gestione che nella strategia di investimento devono essere rispettati piuttosto che definire una serie puntuale di limiti di ordine quantitativo rispetto alle singole *asset class*.

Profilo centrale del Regolamento è, infatti, l'affermazione che le Casse devono dotarsi di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche, formalmente disciplinate, che risultino adeguate alla dimensione e complessità del portafoglio, alla politica di investimento adottata, 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.

Lo schema di Regolamento stabilisce i criteri da seguire nella gestione finanziaria, ispirati al concetto della "persona prudente", affermando i principi dell'adeguata diversificazione del portafoglio, dell'ottimizzazione della combinazione rischio-rendimento attraverso la scelta di strumenti migliori per qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio, della ricerca dell'efficienza anche attraverso il contenimento dei costi di transazione e funzionamento in rapporto alla complessità e alle caratteristiche del portafoglio.

Solo in riferimento a talune tipologie di strumenti finanziari e beni oggetto di investimento, lo schema di Regolamento contiene dei limiti

quantitativi. Si tratta di tipologie di attivi che presentano particolari caratteristiche sotto il profilo della liquidabilità e del livello di rischio e per i quali, accanto ai suindicati criteri di ordine qualitativo, si è ritenuto opportuno fissare delle soglie in rapporto al complesso delle disponibilità. D'altronde, i limiti quantitativi sono un tratto comune a molte regolamentazioni in materia di investimenti e anche laddove la regolamentazione è più fortemente imperniata sul principio della persona prudente, ponendo conseguentemente maggiore enfasi sull'adeguatezza delle strutture organizzative e dei sistemi di controllo del rischio, i portafogli non superano tali limiti.

I limiti previsti nello schema di Regolamento relativo alle Casse, più in particolare, afferiscono all'investimento in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, per i quali è previsto complessivamente un limite del 35% rispetto al totale delle disponibilità complessive di ciascuna Cassa; all'interno del predetto limite, gli investimenti immobiliari devono essere contenuti entro il limite del 30% e gli investimenti in FIA diversi da quelli immobiliari entro il limite del 10%.

Va, peraltro, evidenziato che lo schema di Regolamento contiene elementi di flessibilità dal punto di vista dell'impatto sugli attuali portafogli delle Casse professionali. Prevede, infatti, un periodo di 18 mesi per l'adeguamento alle disposizioni normative, un piano di rientro in 10 anni in caso di sfioramento dei limiti quantitativi sui beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, inclusi gli immobili, la possibilità di concedere, in funzione di motivate esigenze, deroghe temporanee rispetto ai limiti previsti.

Si deve, inoltre, ricordare che l'ultima versione dello schema di Regolamento prevede che alle Casse sia consentito investire un ulteriore 5% delle proprie disponibilità in determinate attività individuate con decreto del Ministro dell'economia, anche in deroga ai limiti quantitativi in precedenza richiamati. Ciò, al fine di coordinare le disposizioni dell'emanando Regolamento con quanto previsto dalla Legge di stabilità 2015 in materia di credito di imposta per i rendimenti derivanti dall'investimento in tali attività.

Considerato, peraltro, che il suddetto regime di agevolazione fiscale è stato modificato, da ultimo con la più recente legge di bilancio, variando la natura dell'agevolazione fiscale e il novero degli investimenti per i quali essa è riconosciuta e portando la quota massima agevolabile fiscalmente al 10% delle attività complessive, in sede di definizione del Regolamento occorrerebbe valutare un coordinamento con le sopravvenute disposizioni normative.

Sempre in chiave di coordinamento con il mutato contesto normativo (e, in particolare, con le innovazioni apportate al Codice dei contratti pubblici dal Decreto legislativo n.50/2016), potrebbe essere valutata, d'intesa con le Istituzioni competenti, la possibilità di ricondurre l'attività di selezione dei gestori finanziari al novero dei "servizi finanziari esclusi" di cui al predetto Codice, per i quali, comunque, ai sensi dell'articolo 4 del Codice stesso, trovano applicazione i principi di economicità, efficacia, imparzialità, parità di trattamento, trasparenza, proporzionalità e pubblicità.

Per le Casse, la gestione finanziaria delle risorse costituisce, infatti, elemento centrale dell'attività al fine di valorizzare i contributi e il patrimonio accumulato per poter far fronte alle prestazioni nei riguardi degli iscritti. E' dunque evidente l'importanza per una Cassa, nell'interesse degli iscritti e beneficiari, di poter operare nell'attività di investimento attraverso

processi di lavoro, da un lato, trasparenti e documentati, dall'altro, efficienti e dinamici al fine di cogliere le migliori opportunità come un investitore privato.

Ad avviso di questa Autorità, il ricorso a procedure di evidenza pubblica non costituisce di per sé un significativo presidio di ordine prudenziale nello svolgimento dell'attività di selezione dei gestori. Tale presidio risiede piuttosto nell'effettiva esistenza di procedure idonee a garantire, sempre nel rispetto dei principi di trasparenza e confrontabilità, la concreta coerenza tra obiettivi e modalità gestionali, preventivamente definiti dagli organi degli enti, e criteri di scelta dei gestori, attraverso una comparazione delle offerte contrattuali assistita nel merito da robuste valutazioni istruttorie.

L'esistenza di tali effettivi e documentati elementi di valutazione costituisce il fondamentale presidio della correttezza e validità delle scelte che in questo ambito devono essere operate dagli organi degli enti previdenziali in questione.

In conclusione, si evidenzia che l'auspicata emanazione del Regolamento in questione fornirebbe finalmente anche per questo importante settore del risparmio previdenziale una cornice normativa, da un lato, oggettivamente necessaria per le ragioni sopra evidenziate, dall'altro, sufficientemente flessibile da consentire ai singoli Enti l'adozione di scelte gestionali autonome e responsabili in ragione delle specificità dei rispettivi assetti. Ciò sia per quanto attiene la regolamentazione interna di ciascun Ente, sia con riguardo alla concreta composizione del proprio portafoglio.

\* \* \*

Pur nel quadro normativo datato e incompleto sopra evidenziato, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo sugli investimenti delle Casse, trasmettendo analitici referti ai Ministeri del lavoro e dell'economia e svolgendo diversi approfondimenti su specifici aspetti della gestione, pure attraverso iniziative di carattere ispettivo.

Gli approfondimenti condotti, in linea con la funzione attribuita alla COVIP, sono stati volti in prevalenza a verificare la correttezza e linearità dei processi decisionali seguiti nelle scelte di investimento, la robustezza dei percorsi istruttori che tali scelte devono supportare anche in funzione della crescente complessità dei mercati finanziari, la coerenza della composizione del portafoglio rispetto agli obiettivi di sana e prudente gestione e diversificazione del rischio, i sistemi di controllo della gestione finanziaria, il ruolo svolto dagli *advisor*.

Le osservazioni e i rilievi rappresentati dalla COVIP ai Ministeri del lavoro e dell'economia sulle gestioni delle singole Casse hanno sovente costituito il presupposto per riflessioni, da parte degli organi degli Enti stessi, sull'adeguatezza sia degli assetti organizzativi, in taluni casi rivelatisi suscettibili di miglioramenti, sia delle procedure adottate, in alcuni casi insufficientemente strutturate e non sempre rispondenti alle regole di efficace ed efficiente gestione.

Volendo sintetizzare – ovviamente in chiave sistemica – le criticità riscontrate dalla COVIP nella propria attività di controllo, si osserva, in primo luogo, che per quanto sia risultato apprezzabile in molti casi lo sforzo compiuto dalle Casse nel dotarsi di una propria regolamentazione interna in materia di investimenti, l'assenza di un quadro normativo cogente e unitario

in materia ha fatto sì che il panorama complessivo non risulti sufficientemente ordinato.

Gli assetti regolamentari si presentano allo stato assai variegati – più di quanto possa essere giustificato dalle peculiarità proprie delle singole Casse - e i documenti che li definiscono risultano assai diversificati quanto a struttura e contenuti.

In diversi casi, la coesistenza di più documenti che a vario titolo trattano il tema degli investimenti, talvolta senza il necessario coordinamento, determina scarsa chiarezza complessiva, incongruenze e duplicazioni di contenuti. Tale frammentazione documentale è altresì accentuata dalla presenza di specifici elaborati attuativi di talune previsioni normative proprie degli enti, come quelli recanti i “criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti così come indicati in ogni bilancio di previsione” ai sensi dell’articolo 3, comma 3, del Decreto legislativo n.509/1994, oppure i piani triennali relativi agli impieghi immobiliari da adottare annualmente ai sensi dell’articolo 8, comma 15, del Decreto legge n.78/2010, convertito dalla Legge n.122/2010.

La molteplicità di documenti che trattano la medesima tematica rischia altresì di ridurre l’efficacia dell’azione di vigilanza condotta in materia, non agevolando i controlli che la COVIP è chiamata a svolgere.

Più in generale, è utile sottolineare come la chiarezza nella determinazione degli elementi caratteristici della politica di investimento, nell’attribuzione delle funzioni e delle responsabilità gestionali e nella definizione dei flussi procedurali e informativi interni agli Enti – adeguatamente regolati in appositi documenti – costituisca di per sé un contributo all’innalzamento del livello di qualità dei processi decisionali e

all'accrescimento della capacità di gestione dei rischi. D'altronde, si tratta proprio di ciò che la sopra richiamata Direttiva IORP II richiede ai Fondi pensione a fini di miglior presidio della relativa solidità ed efficienza.

Sempre con riguardo alla materia degli investimenti, anche gli assetti organizzativi delle Casse risultano variamente articolati, pure in funzione della accentuata diversità della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita; tali assetti, in taluni casi, hanno anche evidenziato elementi di inadeguatezza.

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

\* \* \*

L'attività di vigilanza della COVIP con riguardo alle Casse professionali si è strutturata a partire dalla predisposizione di un organico sistema di segnalazioni, volto ad acquisire dati classificati a valori di bilancio e a valori di mercato in modo coerente ed omogeneo, oltre che informazioni di carattere qualitativo.

L'esperienza di questi primi anni induce a ritenere che il sistema di segnalazioni in essere, che già può essere ritenuto avanzato, sia ora suscettibile di un ulteriore passaggio evolutivo.

Prendendo a riferimento l'esperienza realizzata nel settore dei Fondi pensione, la COVIP ha avviato, nell'ultimo periodo, in chiave dialogica con gli Enti vigilati, un percorso di revisione degli Schemi di segnalazione, al fine

di pervenire all'acquisizione di dati disaggregati fino al massimo livello (singolo titolo o strumento finanziario) che consentano una più completa e organica valutazione del portafoglio detenuto.

E' evidente che questo percorso richiederà rinnovato e significativo impegno all'Autorità e agli stessi Enti: il percorso è stato comunque avviato in un ambito di collaborazione, nella convinzione che dallo stesso possano scaturire ritorni positivi non solo per l'azione di vigilanza, ma anche per il miglioramento dell'operatività delle stesse Casse nei profili qui in esame.

Già oggi, comunque, sulla base della complessiva attività di analisi e vigilanza svolta, la COVIP ha acquisito una significativa mole di dati e informazioni, caratterizzati da un buon grado di omogeneità. Di tale patrimonio informativo, in progressiva crescita, 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.

Ciò, ovviamente, sempre nel rispetto delle funzioni istituzionali che impongono alla COVIP di riferire esclusivamente ai Ministeri del lavoro e dell'economia le considerazioni di carattere critico afferenti alle singole gestioni delle Casse in argomento.

Il più recente Quadro di sintesi, diffuso nel mese di ottobre dello scorso anno e che si allega alla presente Memoria, illustra, anche attraverso rappresentazioni grafiche, l'evoluzione delle risorse del settore, la composizione delle attività, evidenziando la distribuzione delle classi dell'attivo, le modalità di gestione delle risorse e l'utilizzo del depositario, le principali evidenze relative agli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti.

Il Quadro di Sintesi contiene, tra l'altro, una specifica Sezione che opera un complessivo confronto tra la composizione dei portafogli delle Casse professionali e dei Fondi pensione, evidenziando in tale ambito anche gli investimenti nell'economia del nostro Paese.

Si auspica che il suddetto Quadro di Sintesi possa rappresentare uno strumento informativo utile non solo per la conoscenza del settore, ma anche per contribuire alla definizione di decisioni organiche in materia di regolazione e vigilanza di un settore cruciale dell'economia italiana.

\* \* \*

Si reputa opportuno formulare un'ultima considerazione di ordine generale circa il quadro normativo volto a disciplinare la gestione delle Casse professionali. Tale quadro, oltre ad essere incompleto per la perdurante assenza del Regolamento su cui ci si è in precedenza soffermati, risulta per altri aspetti datato, essendo il complesso della normativa primaria sostanzialmente risalente alla metà degli anni novanta.

In particolare, potrebbe risultare utile valutare l'opportunità di un intervento di manutenzione evolutiva per quanto attiene alla disciplina del rapporto tra le Amministrazioni vigilanti e le Casse (in sostanza risalente al 1994, anno di privatizzazione degli Enti), 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*.