



COVIP

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

AUDIZIONE COVIP

(Presidente facente funzione dott. Bruno Mangiatordi)

TESTO DELL'INTERVENTO

Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale
e sui suoi effetti sull'economia italiana

Commissione VI - Finanze e Tesoro
del Senato della Repubblica

8 ottobre 2008

Ringrazio il Presidente e gli onorevoli membri della Commissione Finanze e Tesoro del Senato per la sensibilità che, con questa audizione, dimostrano verso il settore della previdenza complementare nell'ambito dell'indagine conoscitiva che ha al centro l'attuale crisi finanziaria internazionale e i suoi effetti sull'economia italiana.

Fin dalla seconda metà del 2007, quando le prime manifestazioni delle turbolenze finanziarie sembravano in prevalenza circoscritte al mercato americano dei mutui ipotecari, la COVIP aveva richiesto a tutte le forme pensionistiche complementari di fornire dati e informazioni sull'eventuale esposizione, diretta e indiretta, ai titoli legati al mercato dei cosiddetti *subprime mortgages*.

Dai riscontri era emerso che tali esposizioni risultavano assenti per la quasi totalità delle forme pensionistiche e di ammontare molto limitato in una quindicina di casi. Peraltro, l'incidenza negativa sui rendimenti realizzati è generalmente stata di limitatissima entità.

Nella prima parte del 2008, in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari, la COVIP ha intensificato il monitoraggio sull'andamento della gestione finanziaria delle forme complementari, anche mediante incontri e colloqui con esponenti dei principali fondi pensione. In tali occasioni è stato possibile registrare una generale convergenza circa la necessità di porre particolare attenzione alle scelte di investimento e alle modalità con le quali sono definiti i mandati di gestione.

Come è noto, nello scorso mese di settembre, la quarta banca d'affari degli Stati Uniti, la Lehman Brothers, considerata fino ad allora dalle principali agenzie di valutazione quale soggetto ad elevato merito di credito, è stata dichiarata insolvente. La dimensione e la scala globale delle relazioni di clientela dell'intermediario coinvolto hanno immediatamente fatto scattare l'allarme sulle possibili ripercussioni della connessa procedura fallimentare sul valore dei portafogli detenuti dalle istituzioni finanziarie e dai risparmiatori e, quindi, più in generale, sulle condizioni di stabilità dei sistemi finanziari.

La COVIP ha effettuato immediatamente una nuova rilevazione presso tutte le forme pensionistiche vigilate allo scopo di acquisire informazioni circa l'operatività eventualmente posta in essere dalle stesse in titoli emessi o garantiti da società appartenenti al gruppo Lehman Brothers o, più in

generale, in strumenti che comportavano una esposizione creditoria nei confronti delle suddette società.

La ricognizione ha fatto emergere che un numero assai limitato di forme complementari ha un'esposizione verso strumenti emessi o garantiti da Lehman Brothers. Solo in 16 casi, rispetto ad una platea di oltre 600 forme complementari, si registra un'esposizione superiore allo 0,5 per cento del patrimonio, senza tuttavia quasi mai superare la soglia dell'uno per cento.

Se anche nei citati casi si è potuto registrare un impatto nel complesso contenuto ciò si deve essenzialmente all'applicazione del principio di diversificazione, sancito dalla normativa di settore sugli investimenti (D.M. 703/96) e costantemente presidiato dall'attività di vigilanza.

Ciò nondimeno, nelle condizioni straordinarie che caratterizzano i mercati finanziari, la COVIP ha ritenuto necessario richiamare con forza tutte le forme pensionistiche complementari al puntuale rispetto del predetto principio, essendo consapevole che soltanto una adeguata diversificazione degli investimenti consente di limitare gli impatti negativi sui patrimoni dei fondi dovuti alla crisi di singole entità o di specifici settori economici.

Sempre tenuto conto dell'eccezionale gravità della crisi e per consentire ai fondi una maggiore flessibilità nell'articolazione degli investimenti, la COVIP ha, inoltre, ritenuto opportuno, anche aderendo alle istanze formulate in tal senso da associazioni rappresentative del settore, autorizzare i fondi pensione a superare il limite di detenzione di liquidità, oggi previsto nella misura del 20 per cento del patrimonio. Al riguardo, si è precisato che l'eventuale superamento debba essere deliberato dagli organi di amministrazione sulla base di motivate esigenze e comunque per una durata temporanea (di norma, non oltre sei mesi).

Alla fine del 2007, il patrimonio dei fondi pensione negoziali (quelli istituiti a partire dal 1993 ad opera delle organizzazioni rappresentative dei lavoratori e dei datori di lavoro nell'ambito della contrattazione collettiva) risulta composto per il 59 per cento da titoli di Stato mentre i titoli di debito di altri emittenti (categoria che comprende i *corporate bonds* e, quindi, le obbligazioni bancarie) si attestano al 10 per cento. Il peso dei titoli di capitale sul patrimonio è pari al 20 per cento; la residua parte del patrimonio è principalmente impiegata in quote di OICR e liquidità.

Nel complesso, l'esposizione del portafoglio dei fondi pensione negoziali al mercato azionario, ottenuta considerando anche la quota di titoli di capitale detenuta tramite OICR (essenzialmente i fondi comuni di investimento), raggiunge il 26 per cento.

Nei fondi pensione aperti (quelli istituiti e gestiti da intermediari finanziari e diretti a raccogliere adesioni in forma sia individuale, sia collettiva), il patrimonio è costituito per il 42 per cento da titoli di Stato, mentre la quota dei titoli di debito di altri emittenti è pari al 2 per cento. L'incidenza sul patrimonio dei titoli di capitale è del 25 per cento ed è del 23 per cento quella delle quote di OICR; la parte restante del patrimonio è formata da liquidità.

Nell'insieme, l'esposizione del portafoglio dei fondi pensione aperti al mercato azionario, ottenuta considerando anche la quota di titoli di capitale detenuta tramite OICR, raggiunge il 46 per cento.

Con riferimento ai fondi pensione preesistenti autonomi (quelli dotati di soggettività giuridica istituiti prima della riforma del 1993, prevalentemente nell'ambito del settore bancario e assicurativo), il patrimonio è composto per il 31 per cento da titoli di Stato mentre il peso dei titoli di debito di altri emittenti è del 10 per cento. Le quote di OICR costituiscono il 18 per cento del patrimonio mentre è del 7,5 per cento la quota rappresentata dai titoli di capitale. E' inoltre presente una significativa componente immobiliare (immobili e partecipazioni in società immobiliari) pari al 16 per cento del patrimonio; la rimanente parte del patrimonio è principalmente costituita da liquidità.

Nel complesso, l'esposizione del portafoglio dei fondi pensione preesistenti verso il mercato azionario è quindi più limitata rispetto alle altre tipologie di fondi pensione.

I PIP (piani individuali pensionistici di tipo assicurativo istituiti ai sensi del D.lgs. 252/2005), che riguardo agli investimenti restano assoggettati alla disciplina assicurativa, possono essere attuati mediante una gestione di ramo I ovvero di ramo III.

Le gestioni di ramo I presentano una connotazione tipicamente prudentiale, anche perché sono assistite da una garanzia di risultato prestata dall'impresa di assicurazione. Le gestioni di ramo III sono attuate tramite

contratti di tipo *unit linked* il cui rendimento è collegato a fondi interni ovvero OICR, tipicamente caratterizzati da un'ampia diversificazione di portafoglio; quest'ultimo alla fine del 2007 risulta formato da titoli di capitale in misura maggiore rispetto a quello dei fondi pensione negoziali ed aperti. Non è invece consentito il ricorso a contratti di tipo *index linked*, che, come è noto, in alcuni casi sono risultati esposti in modo rilevante alle conseguenze dell'insolvenza della banca d'affari Lehman Brothers.

Condizioni di accentuata turbolenza caratterizzano tuttora i mercati finanziari. Ciò si riflette sui risultati di gestione ottenuti dai fondi pensione che negli ultimi mesi sono stati soggetti ad ampie oscillazioni tendenzialmente negative.

Nei primi otto mesi dell'anno in corso i comparti azionari hanno fatto registrare cali consistenti, nell'ordine del 10 per cento per i fondi negoziali e per quelli aperti, e di ordine ancora maggiore per i PIP. Andamenti meno negativi sono invece stati fatti registrare dagli altri comparti; sempre negli stessi otto mesi, il rendimento medio generale dei fondi pensione è risultato comunque negativo per 3,4 punti percentuali.

E' importante notare che l'incidenza di tali andamenti negativi risulta attenuata in virtù della ripartizione degli iscritti tra i diversi comparti.

Alla fine del 2007, solo poco più dell'uno per cento degli iscritti ai fondi pensione negoziali aderisce infatti a comparti di investimento azionari; il 38 per cento risulta invece iscritto a comparti bilanciati mentre è del 53 per cento la quota di iscritti di pertinenza dei comparti obbligazionari; rimane peraltro ancora circa un 7 per cento di iscritti che aderisce a fondi monocomparto, caratterizzati dall'aver una unica linea di investimento. Il 12 per cento degli aderenti è iscritto a comparti che offrono la garanzia di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo; rispetto al flusso di nuovi iscritti registrato nel 2007, pari a circa 770 mila unità, poco meno di un terzo ha aderito a comparti garantiti.

Nei fondi pensione aperti, gli iscritti ai comparti azionari sono invece pari al 30 per cento, mentre è del 35 per cento la quota di aderenti, rispettivamente, ai comparti bilanciati e obbligazionari. Il 20 per cento degli aderenti è iscritto a comparti che offrono la garanzia di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo; rispetto al flusso di nuovi iscritti

registrato nel 2007, pari a circa 310 mila unità, un terzo ha aderito ai comparti garantiti

Per quanto riguarda i PIP, si evidenzia che il 54 per cento degli iscritti ha scelto una gestione separata di ramo I, mentre il restante 46 per cento è ricorso a linee di tipo *unit linked*.

Nell'attuale contesto di crisi, occorre però dare rinnovata evidenza degli elementi tipici della previdenza complementare per ricordare che su di essi è possibile fondare una più stabile fiducia nella opportunità della scelta di partecipazione indipendentemente dalle fasi alterne dei mercati.

Intanto, occorre mettere in rilievo come il vantaggio derivante dalla partecipazione alla previdenza complementare sia rappresentato per l'aderente da un insieme di fattori, per cui al rendimento conseguito dal fondo pensione occorre sommare il vantaggio fiscale derivante da tale partecipazione e il contributo del datore di lavoro, che, laddove previsto, rappresenta un significativo incremento del flusso contributivo.

Dal punto di vista della tutela del patrimonio, è da considerare che i fondi pensione restano titolari delle risorse e dei valori anche quando sono conferiti in gestione, come nel caso dei fondi negoziali. Nei fondi aperti e nei PIP sussiste l'obbligo di distinzione patrimoniale delle risorse e dei valori afferenti al fondo pensione; in tutti i casi i valori e le risorse del fondo pensione non possono essere distratti dal fine al quale sono stati destinati e, pertanto non possono formare oggetto di esecuzione da parte dei creditori del soggetto istitutore o del gestore anche in caso di procedura fallimentare¹.

Accanto a ciò, si deve ricordare che le forme pensionistiche complementari, per la loro stessa natura, vanno guardate in un orizzonte temporale di lungo termine, nel quale momenti di turbolenza dei mercati possono considerarsi come inevitabili. Senza contare che le stesse modalità di funzionamento dei fondi pensione tendono di per sé ad attenuare gli effetti delle oscillazioni dei mercati, prevedendo flussi di versamento periodici e, quindi, distribuiti nelle varie fasi di mercato.

¹ Le risorse dei fondi negoziali, affidate in gestione, sono depositate presso una banca depositaria, distinta dal gestore, che presenti gli stessi requisiti definiti dalla Banca d'Italia, per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune di investimento e di una SICAV, che assume la responsabilità per la custodia di tali beni. Anche le risorse dei fondi pensione aperti devono essere depositate presso una banca distinta dal gestore che presenti i requisiti definiti dalla Banca d'Italia.

E' necessario che gli aderenti siano sollecitati a tener ben presente la prospettiva di lungo periodo propria dell'investimento previdenziale. Di qui l'opportunità che i fondi pensione aumentino la loro attività di supporto agli aderenti sviluppando un approccio che può realizzarsi anche implementando l'offerta di percorsi automatici di allocazione della posizione individuale in funzione dell'età dell'aderente (cosiddetto *life cycle*).

Si sottolinea inoltre che, anche una volta raggiunta l'età pensionabile prevista nel regime obbligatorio di appartenenza, l'aderente può valutare l'opportunità di procrastinare il momento di fruizione delle prestazioni pensionistiche, qualora giudichi che le condizioni di mercato non siano favorevoli per la liquidazione del capitale accumulato o per la sua conversione in rendita.

Anche nell'attuale fase negativa dei mercati, assume rilievo il profilo dei costi praticati dalle diverse forme pensionistiche complementari. La COVIP pubblica sul proprio sito l'indicatore sintetico dei costi (ISC) che costituisce lo strumento idoneo a fornire una rappresentazione immediata e comprensibile dell'incidenza, sulla posizione individuale maturata, dei costi sostenuti dall'aderente durante la fase di accumulo. Si notano in taluni casi, a fronte di elevati costi praticati dalle forme, rendimenti inferiori alla media, a parità di rischiosità delle linee di investimento offerte.

Nei fondi pensione negoziali i costi di partecipazione appaiono più contenuti rispetto ai fondi pensione aperti e ai PIP. Su un orizzonte di partecipazione di 5 anni, l'onerosità media dei fondi pensione negoziali si attesta allo 0,6 per cento, contro l'1,3 per cento dei fondi pensione aperti e il 2,4 per cento dei PIP.

Una analisi condotta su orizzonti temporali più lunghi, come ricordavo i più consoni ad una valutazione dell'investimento previdenziale, mostra che le differenze di costo fra le diverse forme tendono ad attenuarsi, anche se in valore assoluto l'incidenza per l'iscritto può essere ancora più pesante dato il maggiore importo della base di calcolo.

Differenze anche minime nei costi determinano, infatti, significativi riflessi sull'ammontare della posizione individuale a scadenza e, quindi, sulla rendita pensionistica futura.

La COVIP continua a porre particolare accento su tale profilo richiamando le forme previdenziali a sviluppare una particolare sensibilità al tema dei costi praticati e ad impegnarsi a operarne una riduzione, anche in considerazione della funzione che la previdenza complementare è chiamata a svolgere e della responsabilità sociale che gli operatori si assumono partecipando a tale mercato.

E' necessario evitare che la difficile congiuntura in cui versano i mercati finanziari rischi, nel contesto della previdenza complementare, di tradursi in un fattore strutturale di freno allo sviluppo che, pur con i noti limiti su cui ci si è di recente soffermati in occasione dell'ultima relazione annuale COVIP, si era avviato con l'attuazione della riforma del settore. Il contesto critico attuale conferma, quindi, la necessità di interventi mirati, anche questi già prefigurati nella menzionata occasione.

Tra tali interventi, preme porre l'attenzione sull'avvio di un programma nazionale volto a favorire la diffusione della cultura finanziaria e previdenziale tra i cittadini e i lavoratori. Tale programma, da attuarsi mediante il coinvolgimento della scuola, dell'Università e del sistema delle aziende, non è più rinviabile se si vuole migliorare la capacità sia dei singoli che dei corpi sociali intermedi di svolgere un ruolo attivo nell'agevolare l'uso razionale delle risorse finanziarie disponibili.

Infatti, la garanzia di una adeguata informazione circa le caratteristiche dell'offerta previdenziale proveniente dai fondi pensione, diviene influente se i destinatari sono sprovvisti della necessaria capacità di comprendere e gestire gli elementi informativi di cui dispongono.

Per parte sua la COVIP, che sta agendo in stretta intesa con il Ministero del Lavoro, proseguirà nella azione tesa a salvaguardare il buon andamento del settore, responsabilità che sente fortemente accresciuta in queste settimane di eccezionali avvenimenti.