



COVIP

COMMISSIONE DI VIGILANZA
SUI FONDI PENSIONE

RELAZIONE PER L'ANNO 2022

Considerazioni del Presidente

Roma, 7 giugno 2023

Autorità, Signore e Signori,

la presentazione della Relazione Annuale della COVIP costituisce l'occasione per rendere conto dell'attività svolta nell'anno appena passato, delineare un quadro di sintesi sull'andamento dei settori vigilati, fornire un contributo di riflessione sul percorso che ci attende.

Con particolare piacere ci ritroviamo quest'anno in un contesto di partecipazione ampia, che il difficile periodo trascorso non aveva consentito.

Pure apertosi in un clima di sostanziale positività, nel quale si intravedeva finalmente il superamento dell'emergenza sanitaria, l'anno alle nostre spalle ha improvvisamente cambiato direzione ed eventi tragici, quali il conflitto russo-ucraino, e le connesse tensioni geopolitiche, economiche e finanziarie hanno delineato un quadro congiunturale con il quale non è stato – e non è – facile confrontarsi. Anche guardando in prospettiva, la situazione mondiale rimane incerta.

E se, per quanto mi accingo a presentare, i dati mostrano ancora una volta una buona tenuta del sistema di previdenza complementare, che ha confermato la propria solidità e affidabilità, con convinzione anche maggiore bisogna continuare a operare per accrescere la capacità degli operatori previdenziali di prevenire e gestire i rischi, minimizzando i possibili effetti di eventi negativi e potenziando la capacità di ripresa, per dare continuità e qualità alla partecipazione al sistema, per superare gli ostacoli per chi ancora ne resta ai margini.

In questa occasione, desidero però prima di tutto rivolgere un saluto e un sentito ringraziamento al Presidente Mario Padula che ha terminato il suo mandato lo scorso 6 marzo.

Il suo prezioso lavoro, che ha dovuto anche affrontare gli anni complessi della pandemia, ci lascia un'Autorità più forte che ha saputo far maturare il suo ruolo con indiscutibile competenza.

I miei ringraziamenti vanno poi alla Commissaria Mariacristina Rossi, il cui approccio rigoroso e quantitativo è determinante nelle scelte che si devono compiere, al Direttore Generale, la Dott.ssa Lucia Anselmi il cui impegno garantisce ogni giorno un'operatività di eccellenza alla COVIP e a tutto il personale il cui lavoro generoso e appassionato è imprescindibile per i risultati che oggi mi accingo a condividere.

Nel tempo la COVIP ha visto accrescere le proprie funzioni in un contesto di riferimento sempre più complesso. Le sfide della digitalizzazione e dell'innovazione tecnologica, della sostenibilità, unitamente al moltiplicarsi delle fonti di regolamentazione e dei tavoli di lavoro e di confronto (nazionali, europei e internazionali), richiedono una struttura sempre più qualificata, organizzata e motivata, che possa continuare ad assicurare un'azione di vigilanza all'altezza delle aspettative del Paese. In tale prospettiva, occorre rimuovere alcuni vincoli normativi che attualmente ostacolano questo percorso e segnano un'anacronistica distanza rispetto ad altre Autorità.

Il quadro generale dei settori di competenza della COVIP

I fondi pensione

Il numero dei fondi, gli iscritti e le posizioni in essere

Alla fine del 2022, le 332 forme pensionistiche si compongono di 33 fondi negoziali, 40 fondi aperti, 68 piani individuali pensionistici (PIP) e 191 fondi preesistenti. La tendenza al consolidamento del sistema prosegue, in particolare nel settore dei fondi preesistenti, il cui numero è meno della metà di quello esistente nel 1999.

La razionalizzazione del sistema consente di conseguire economie di scala e guadagni di efficienza a vantaggio degli iscritti; essa è favorita dai più elevati *standard* in termini di organizzazione interna introdotti dalla Direttiva (UE) 2016/2341 (cosiddetta IORP II) nonché dall'azione di stimolo della stessa COVIP.

Alla fine del 2022 le forme complementari totalizzano 9,2 milioni di iscritti, il 5,4 per cento in più rispetto all'anno precedente. In percentuale delle forze di lavoro, gli iscritti ai fondi pensione sono pari al 36,2 per cento.

Gli iscritti ai fondi negoziali sono 3,7 milioni, il 9,9 per cento in più rispetto al 2021. Buona parte della crescita continua a derivare dal meccanismo dell'adesione contrattuale, con il quale i lavoratori vengono automaticamente iscritti al proprio fondo di riferimento per effetto delle previsioni dei contratti collettivi di lavoro che dispongono il versamento di un contributo a carico del solo datore di lavoro. Nel corso del 2022 ha contribuito alla crescita delle adesioni anche l'attivazione nel settore del

pubblico impiego dell'iscrizione attraverso il meccanismo del silenzio-assenso per i neo-assunti a partire dall'inizio del 2019.

Ai fondi aperti aderiscono 1,8 milioni di individui e 3,8 milioni sono gli aderenti ai PIP; la crescita è, rispettivamente, del 6 e del 2 per cento. Gli iscritti ai fondi preesistenti sono 648.000.

La composizione degli iscritti per genere resta sbilanciata a svantaggio delle donne che costituiscono il 38,2 per cento del totale, percentuale invariata rispetto a cinque anni prima.

Il *gap* di genere ricalca necessariamente la minore partecipazione delle donne al mercato del lavoro nei negoziali mentre nei prodotti di mercato risulta meno marcato. Il divario di genere, infatti, è più ampio nei fondi negoziali (le donne sono il 27,1 per cento del totale) mentre vi è un maggiore equilibrio nelle forme di mercato (42,2 per cento nei fondi aperti e 46,6 nei PIP).

Secondo l'età prevalgono le classi intermedie e più prossime al pensionamento: il 48,9 per cento degli iscritti ha età compresa tra 35 e 54 anni e il 32,3 per cento ha almeno 55 anni. La percentuale degli iscritti al di sotto dei 35 anni è del 18,8 per cento, 1,1 punti percentuali in più rispetto a cinque anni prima. Anche per questi ultimi incide la minore partecipazione nel mercato del lavoro.

Osservando, infine, la residenza, la maggior parte degli iscritti è situata nelle regioni del Nord, con il 57,1 per cento del totale. Rispetto alle forze di lavoro, il tasso di partecipazione supera la media nazionale nelle regioni settentrionali, in particolare laddove l'offerta previdenziale è integrata da

iniziative di tipo territoriale; valori più bassi e decisamente inferiori alla media si registrano, invece, in gran parte delle regioni meridionali.

Le differenze di partecipazione alla previdenza complementare si riflettono anche sull'entità dei versamenti alle forme pensionistiche, persistendo *gap* salariali e di continuità lavorativa tra i generi e tra le classi di età nonché tra le diverse aree geografiche del Paese.

I contributi annuali versati dalle donne sono inferiori del 20 per cento circa rispetto a quelli degli uomini. I giovani al di sotto dei 35 anni hanno una contribuzione *pro capite* inferiore di circa il 40 per cento rispetto a quella delle fasce di età centrali (35-54 anni). Nelle regioni del Nord, le più ricche del Paese, le contribuzioni medie sono più elevate, e – nella maggior parte dei casi – al di sopra della media nazionale, con punte che arrivano fino a 3.400 euro, il doppio rispetto a buona parte delle regioni del Mezzogiorno.

Le risorse accumulate, i contributi raccolti e le prestazioni previdenziali

Le risorse complessivamente accumulate presso le forme complementari sono 205,6 miliardi di euro, valore inferiore del 3,6 per cento rispetto all'anno precedente a causa dell'andamento dei mercati finanziari registrato nell'anno; esse si ragguagliano al 10,8 per cento del PIL e al 4 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane. I fondi negoziali concentrano il 29,7 per cento del totale delle risorse, i fondi aperti il 13,6 e i PIP il 25,4; il peso dei fondi preesistenti è ancora il più elevato, il 31,3 per

cento del totale, ancorché dimezzato nel corso del periodo successivo alla riforma della previdenza complementare.

Nel 2022 sono stati incassati contributi per 18,2 miliardi di euro, 600 milioni in più rispetto all'anno precedente. Ai fondi negoziali sono affluiti 6,1 miliardi, in crescita del 4,6 per cento; hanno raccolto 2,8 miliardi i fondi aperti e 5 miliardi i PIP aumentati, rispettivamente, del 7,8 e del 2,4 per cento. Nei fondi preesistenti sono confluiti 4,1 miliardi.

Gli iscritti che nell'anno 2022 hanno effettuato o comunque ricevuto contribuzioni sulle proprie posizioni sono circa 6,7 milioni, pari a circa i tre quarti del totale. I loro contributi ammontano mediamente a 2.770 euro.

Gli iscritti non versanti (o per i quali comunque non sono stati effettuati versamenti), pari a circa 2,5 milioni, sono più frequentemente presenti nelle forme di mercato e tra i lavoratori autonomi. Una parte cospicua è però anche costituita da lavoratori dipendenti iscritti a fondi pensione negoziali con modalità contrattuale, con particolare riguardo ad ambiti, come il settore edile, il cui bacino è caratterizzato da elevata discontinuità occupazionale.

Gli iscritti ai fondi pensione con modalità contrattuale costituiscono anche la quasi totalità del milione circa di iscritti per i quali i contributi versati nell'anno non superano i 200 euro. Si tratta infatti di iscritti per i quali viene versato al fondo pensione il solo minimale contributo a carico del datore di lavoro.

I versamenti annuali a favore dei singoli iscritti sono in gran parte concentrati nella fascia tra i 1.000 e i 3.000 euro. La fascia di versamenti tra 4.500 e 5.500 euro, che include il limite di deducibilità fiscale dei contributi,

fissato in 5.164,57 euro esclusi i contributi derivanti dagli afflussi di TFR, conta circa 700.000 iscritti, concentrati soprattutto nei fondi aperti e nei PIP, caratterizzati da una quota maggiore di lavoratori autonomi, nonché nei fondi preesistenti; la percentuale è di gran lunga inferiore nei fondi negoziali per i quali il limite di deducibilità fiscale risulta quindi fuori portata per gran parte degli iscritti.

Nel 2022 le uscite per la gestione previdenziale hanno totalizzato 11,2 miliardi di euro, sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente. Sono state erogate prestazioni pensionistiche in capitale per 4,6 miliardi di euro e in rendita per 440 milioni di euro. Nell'anno sono stati corrisposti anche 1,6 miliardi di euro di rendite integrative temporanee anticipate (RITA), per lo più concentrate nei fondi pensione preesistenti.

I riscatti ammontano a 2 miliardi di euro; le richieste di anticipazioni a 2,3 miliardi di euro.

L'allocazione degli investimenti

Gli investimenti dei fondi pensione (escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione e le risorse dei fondi preesistenti interni a enti e società) sono allocati, per il 54,6 per cento del patrimonio, in obbligazioni governative e altri titoli di debito.

Il 15,4 per cento sono titoli del debito pubblico italiano e il 21,7 per cento titoli di altri Stati; i titoli di debito di emittenti diversi dagli Stati sono il 17,5 per cento.

I titoli di capitale sono pari al 20 per cento e le quote di OICR al 15,3 per cento. I depositi si attestano al 6,5 per cento.

Gli investimenti immobiliari in forma diretta e indiretta, presenti quasi esclusivamente nei fondi preesistenti, costituiscono l'1,9 per cento del patrimonio.

Nell'insieme, il valore degli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana (titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili) è di 35,4 miliardi di euro, il 20,8 per cento del patrimonio rispetto al 22,7 del 2021. I titoli di Stato ne rappresentano la quota maggiore, 26,1 miliardi di euro, ancorché in riduzione in termini percentuali.

Gli impieghi in titoli di imprese domestiche rimangono contenuti, riflettendo anche la peculiare struttura del tessuto industriale italiano e il livello complessivamente limitato della capitalizzazione del mercato azionario nazionale. Il totale è di 4,1 miliardi di euro, pari al 2,4 per cento del patrimonio; in obbligazioni sono investiti 2,6 miliardi, in azioni 1,5 miliardi. A questi si aggiungono gli investimenti domestici detenuti attraverso quote di OICVM, che si attestano a 1,8 miliardi. Gli investimenti immobiliari in Italia risultano complessivamente pari a 2,8 miliardi di euro.

In questo contesto si registra, tuttavia, una crescente attenzione da parte del settore sulle tematiche connesse all'investimento nel sistema Paese. Tale tendenza ha la potenzialità di evolvere in una direzione di maggiore partecipazione in uno con l'incremento delle risorse complessivamente disponibili nel settore, da un lato, e con il superamento dei limiti di

capitalizzazione di borsa o comunque di apertura dei capitali delle imprese nazionali, dall'altro.

Numerosi fondi stanno infatti ampliando le proprie strategie di investimento a favore di titoli non quotati, di *private equity* e di *private debt*, spesso attraverso iniziative congiunte e appropriatamente strutturate. Appare significativa la cura da porre nel promuovere la conoscenza di tali iniziative, in primo luogo da parte degli iscritti, al fine di valorizzare le scelte fatte anche come segnale di attenzione al contributo che i fondi pensione possono dare alla realtà produttiva del Paese.

I rendimenti e i costi

Nel corso del 2022 il progressivo acutizzarsi delle tensioni geopolitiche, la persistenza dell'inflazione su livelli storicamente elevati e la conseguente inversione dell'orientamento delle politiche monetarie si sono ripercossi sull'andamento dei mercati finanziari. I corsi dei titoli azionari hanno subito pesanti ribassi così come quelli dei titoli obbligazionari per effetto del rialzo dei tassi di interesse nominali.

Le turbolenze dei mercati finanziari hanno inciso sui risultati di gestione delle forme complementari, tanto per le linee di investimento a maggiore contenuto azionario quanto per quelle obbligazionarie.

I comparti azionari hanno registrato perdite in media pari all'11,7 per cento nei fondi negoziali, al 12,5 nei fondi aperti e al 13,2 nei PIP; nei comparti bilanciati le perdite sono state di poco inferiori.

Con il rapido aumento dei tassi di interesse, anche i comparti obbligazionari hanno registrato nell'anno perdite. Gli obbligazionari misti hanno perso il 10,3 per cento nei fondi negoziali e il 7,6 per cento nei fondi aperti; risultati negativi si sono registrati anche nei comparti obbligazionari puri.

Una corretta valutazione della redditività del risparmio previdenziale non può tuttavia limitarsi all'analisi dei rendimenti di un solo anno, ma deve fare riferimento a orizzonti più lunghi e coerenti con i vincoli temporali che a esso si applicano in ragione degli obiettivi perseguiti.

Su un intervallo decennale (da fine 2012 a fine 2022), i rendimenti medi annui composti delle linee azionarie si collocano, per tutte le tipologie di forme pensionistiche, tra il 4,7 e il 4,9 per cento. Le linee bilanciate mostrano rendimenti medi che vanno dall'1,7 per cento dei PIP di tipo *unit linked* al 2,7 per cento dei fondi negoziali e al 2,9 per cento dei fondi aperti.

Nel periodo considerato, quasi tutte le linee azionarie delle diverse forme pensionistiche registrano rendimenti superiori a quelli delle linee obbligazionarie. Le linee azionarie registrano quasi tutte rendimenti superiori anche al tasso di rivalutazione del TFR, pari nel decennio considerato al 2,4 per cento medio annuo composto; ciò non accade per le altre linee di investimento.

Oltre all'*asset allocation* adottata, alle differenze di rendimento tra le forme contribuiscono anche i divari nei livelli di costo.

Per i fondi pensione negoziali, su un orizzonte temporale di dieci anni, l'Indicatore Sintetico dei Costi (ISC) è pari allo 0,47 per cento. Per i fondi

pensione aperti, esso è dell'1,35 per cento. Per i PIP, lo stesso indicatore è in media del 2,17 per cento.

Per le forme negoziali, il livello dei costi dipende anche dalla dimensione dei fondi per effetto delle economie di scala generate dalla ripartizione degli oneri amministrativi. Per le forme di mercato, invece, incide presumibilmente la remunerazione delle reti di vendita.

L'attività di vigilanza

Nel corso del 2022 l'Autorità ha posto in essere oltre 250 interventi di vigilanza sui diversi aspetti della gestione dei fondi pensione, assunti a seguito di controlli condotti trasversalmente ovvero effettuati su casi specifici. La metà degli interventi ha riguardato gli assetti ordinamentali; l'altra metà è riferibile a profili di *governance*, di trasparenza, finanziari ed attuariali. I controlli hanno riguardato, nel complesso, circa 1.800 situazioni potenzialmente suscettibili di intervento.

Le analisi trasversali, considerando che l'attuazione dei principi e delle disposizioni introdotte dalla Direttiva IORP II è ancora in una fase di prima applicazione, sono state rivolte prevalentemente alla verifica delle modalità con le quali i fondi pensione hanno recepito i requisiti previsti dalla normativa primaria e da quella secondaria emanata dalla COVIP.

Le verifiche sugli assetti ordinamentali hanno consentito di far emergere e di correggere una serie di disallineamenti rispetto agli Schemi di statuto e di regolamento adottati dalla COVIP.

Particolare attenzione è stata poi dedicata, con riferimento ai fondi pensione negoziali e preesistenti, alla verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità degli organi di governo e delle cosiddette “funzioni fondamentali” (funzione di gestione del rischio, funzione di revisione interna, funzione attuariale), l’istituzione delle quali costituisce una delle principali novità introdotte in attuazione della citata Direttiva. L’evidenza delle anomalie riscontrate ha spinto le forme interessate a rivedere le procedure operative e a migliorare la propria regolamentazione interna.

Nel corso del 2022 sono continuate le attività di verifica in tema di trasparenza, in relazione alle novità introdotte con le istruzioni emanate dalla COVIP alla fine del 2020. Si tratta di un profilo al quale l’Autorità dedica particolare attenzione, al fine di consentire agli iscritti di avere la piena consapevolezza delle proprie scelte sia nella fase di adesione sia nel corso del rapporto di partecipazione.

Oltre a quelle, già avviate l’anno precedente, relative alle note informative (il documento fornito dalle forme pensionistiche complementari ai potenziali iscritti in fase precontrattuale) e all’area pubblica dei siti *web* delle forme pensionistiche, sono state effettuate verifiche sul prospetto trasmesso annualmente agli aderenti nella fase di accumulo. Le verifiche, condotte trasversalmente su un campione di forme, hanno riguardato la completezza e la rispondenza del prospetto ai contenuti previsti nelle istruzioni. Gli interventi effettuati a esito delle verifiche hanno consentito di sensibilizzare le forme interessate su anomalie emerse in relazione ad alcuni aspetti in ordine alla rappresentazione dei rendimenti e alle informazioni da fornire all’avvicinarsi del momento del pensionamento.

È stata inoltre avviata un'analisi sui contenuti delle aree riservate dei siti *web*, effettuata in un ambiente specifico destinato alla COVIP e accessibile mediante l'utilizzo di apposite credenziali. L'indagine riguarda non solo la completezza dell'informazione messa a disposizione, ma anche la chiarezza della stessa e le modalità di interazione offerte agli iscritti.

Con l'emanazione delle nuove norme tecniche di regolamentazione a livello di normativa eurounitaria, le forme pensionistiche complementari hanno dovuto adeguare l'informativa in tema di sostenibilità a quanto previsto nei *template* relativi all'informativa precontrattuale e a quella periodica.

È stata pertanto aggiornata la rilevazione dell'impegno delle forme pensionistiche nelle politiche di investimento orientate ai fattori ESG (*Environment, Social, Governance*), ovvero di finanza sostenibile, in particolare con riferimento ai dati relativi alla qualificazione delle opzioni di investimento offerte.

Ne emerge un quadro nel quale circa un quarto delle forme pensionistiche, nel presentarsi sul mercato, dichiara di adottare politiche di investimento che promuovono fattori di sostenibilità.

Rispetto all'anno precedente, tale proporzione si è peraltro leggermente ridotta, e non risultano più presenti nel sistema fondi pensione volti al raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità. A tale tendenza può avere contribuito il progressivo chiarimento della normativa di riferimento e in particolare delle relative modalità applicative; per conseguenza, si assiste

quindi a una più attenta valutazione da parte degli operatori in ordine alla qualifica di sostenibilità da attribuire ai comparti.

Sotto il profilo finanziario, nel corso del 2022 è stata avviata l'analisi dei processi e dei presidi di controllo messi in atto dai fondi pensione al fine di garantire l'adeguata gestione dei rischi finanziari, nel più articolato quadro di riferimento delineato dalla Direttiva IORP II.

Partendo dalla verifica del rispetto dei limiti di investimento previsti dalla normativa, l'interlocuzione con le forme per le quali sono emerse situazioni anomale si è ampliata al sistema di gestione e controllo dei rischi finanziari, anche al fine di indagare il grado di consapevolezza dell'organo di amministrazione su tali profili.

La conduzione dell'esercizio di *stress test* previsto dall'EIOPA ha, sotto altro profilo, consentito di acquisire alcune valutazioni sulla resilienza e sulla potenziale vulnerabilità dei fondi pensione di fronte a uno scenario avverso di tipo climatico.

Con riguardo alle opzioni di investimento offerte dai fondi pensione, è stata effettuata un'indagine ricognitiva sulla presenza di meccanismi di tipo *life-cycle*, volta a disporre di un quadro completo circa le diverse modalità di funzionamento di tali percorsi, quali oggi operanti nel sistema.

Tali meccanismi sono tipicamente introdotti per consentire di modificare in modo automatico l'investimento al variare dell'età, prevedendo un'esposizione in titoli azionari più elevata nelle età più giovani, che si va progressivamente riducendo con l'avvicinarsi al pensionamento.

Dall'analisi effettuata è emerso uno scenario di poca diffusione nel sistema di previdenza complementare italiano di tali meccanismi, che risultano introdotti da circa il 30 per cento dei fondi pensione di nuova istituzione.

Si tratta di un argomento che richiede una maggiore attenzione, sul quale mi soffermerò più diffusamente nell'ambito delle considerazioni sulle prospettive evolutive del sistema dei fondi pensione.

Nell'ambito dell'azione di vigilanza, continua ad assumere rilievo l'attività svolta in riferimento alle operazioni di razionalizzazione, concentrazione e liquidazione delle forme pensionistiche complementari. Tali operazioni sono motivate principalmente dall'esigenza di raggiungere assetti dimensionali più consistenti e di adeguare la configurazione del sistema di previdenza complementare all'evoluzione dei gruppi societari.

Le operazioni di razionalizzazione hanno principalmente interessato, come negli anni precedenti, i fondi pensione preesistenti, in particolare quelli di riferimento di gruppi bancari e assicurativi.

Prosegue quindi il processo di consolidamento del settore, che riguarda, per motivi in parte diversi, anche le altre tipologie di fondi pensione. L'introduzione della Direttiva IORP II e le modalità con le quali è stata attuata contribuiscono a tale processo, che trova le sue ragioni principali nell'esigenza di assicurare a tutte le platee di iscritti la presenza di fondi pensione di riferimento con dimensioni tali da consentire l'adozione di modelli organizzativi conformi ai più elevati *standard* ora in vigore.

All'attività di vigilanza cartolare si affianca quella ispettiva; nel corso del 2022 sono state condotte 12 verifiche ispettive che hanno riguardato, nel complesso, 22 forme pensionistiche complementari (due fondi pensione negoziali, cinque fondi preesistenti, due fondi pensione aperti e 13 piani individuali pensionistici di tipo assicurativo).

Per i fondi pensione negoziali e i fondi preesistenti, le aree oggetto di approfondimento hanno riguardato: gli assetti di governo, con riferimento al funzionamento degli organi e all'interrelazione con gli altri soggetti coinvolti nella gestione; le modalità con le quali vengono monitorate le attività affidate in *outsourcing*; i costi relativi al funzionamento degli organi; il funzionamento dei processi operativi interni; le modalità di adeguamento alle novità introdotte con il recepimento della Direttiva IORP II.

Gli accertamenti condotti presso le società che gestiscono fondi pensione aperti e PIP hanno riguardato: la verifica delle misure adottate allo scopo di assicurare il corretto governo delle attività amministrative e finanziarie relative all'area della previdenza complementare; i processi decisionali e i presidi di controllo adottati nelle scelte in materia finanziaria; le procedure amministrative per la raccolta delle adesioni, per la riconciliazione delle contribuzioni e per l'erogazione delle prestazioni previdenziali.

Le casse di previdenza

La vigilanza sulle casse di previdenza, considerando la funzione sostitutiva dell'Assicurazione Generale Obbligatoria che detti enti – salvo

talune eccezioni – svolgono, è articolata in un sistema che vede i Ministeri del Lavoro e dell'Economia titolari di una competenza generale sulle stesse. In tale contesto, la COVIP è chiamata a riferire ai suddetti Ministeri gli esiti dei controlli posti in essere sulla gestione delle relative risorse finanziarie.

I dati e le informazioni acquisiti nell'ambito della propria attività consentono alla COVIP di disporre di un importante patrimonio informativo che agevola la conoscenza del settore e di cui l'Autorità dà annualmente conto mettendo a disposizione, anche per il tramite del proprio sito *web*, il “Quadro di Sintesi” sugli aspetti più significativi delle politiche di investimento delle casse di previdenza.

In questa sede mi limito a ricordare i dati più rilevanti.

Alla fine del 2021, le attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza ammontano, a valori di mercato, a 107,9 miliardi di euro, in aumento di 7,2 miliardi rispetto all'anno precedente (7,1 per cento).

Dal 2011 al 2021 tali attività sono cresciute complessivamente di 52,2 miliardi di euro, pari al 93,7 per cento.

A fronte di una sostenuta dinamica di crescita nell'aggregato, permangono differenze, anche ampie, nelle attività detenute dalle singole casse: circa il 75 per cento dell'attivo è di pertinenza dei cinque enti di dimensioni maggiori, i primi tre raggruppano circa il 55 per cento del totale.

Sulla diversa dimensione dell'attivo incidono diversi fattori, tra cui assume particolare rilievo il differenziale tra i contributi incassati e le

prestazioni erogate. Nel 2021 tale saldo si è riportato su valori in linea con quelli registrati negli anni precedenti allo scoppio della pandemia.

Quanto alla composizione delle attività, tenendo conto anche delle componenti obbligazionaria e azionaria sottostanti gli OICVM detenuti, la quota più rilevante è costituita da titoli di debito, pari a 39,5 miliardi di euro (corrispondenti al 36,6 per cento del totale).

Continua a essere cospicua la presenza di investimenti immobiliari, che nel complesso (cespiti di proprietà, fondi immobiliari e partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse) si attestano a 19,8 miliardi di euro (corrispondenti al 18,3 per cento del totale). Nel quinquennio 2017-2021 l'incidenza di tale componente è comunque diminuita di 4,5 punti percentuali. Va peraltro osservato che in tre casi la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività e in uno di questi l'incidenza è ancora superiore al 60 per cento.

Gli investimenti nell'economia italiana (titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili) ammontano a 37 miliardi di euro, pari al 34,3 per cento delle attività totali.

Nell'ambito degli investimenti domestici, rimane predominante la componente immobiliare (18,6 miliardi di euro), seguita dai titoli di Stato (8,6 miliardi); gli investimenti in titoli emessi da imprese italiane sono ancora limitati: ammontano a 6,2 miliardi di euro (5,7 per cento delle attività totali), di cui circa 700 milioni in titoli di debito e 5,5 miliardi in titoli di capitale (che comprendono circa 1,5 miliardi di quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia).

In questo contesto di crescita delle risorse gestite, il quadro normativo di riferimento per i controlli di competenza COVIP è finalmente in fase di definizione.

La legge di bilancio per l'anno 2023 prevede infatti, entro il 30 giugno di quest'anno, l'elaborazione da parte dei Ministeri del Lavoro e dell'Economia, sentita la COVIP, di norme di indirizzo per le casse in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario (oltre che di informazione nei confronti degli iscritti nonché sugli obblighi relativamente alla *governance* degli investimenti e alla gestione del rischio). Tali norme di indirizzo sostituiscono il regolamento interministeriale che era previsto dall'art. 14, comma 3 del Decreto legge 98/2011.

Si tratta di un passaggio importante.

A seguito della definizione delle norme di indirizzo, le casse di previdenza dovranno poi adottare, entro sei mesi, appositi regolamenti interni da sottoporre all'approvazione dei Ministeri vigilanti.

Anche grazie allo stimolo esercitato dall'attività di vigilanza svolta in questi anni dalla COVIP, le casse dispongono di una propria regolamentazione in materia di investimenti, che tuttavia risulta ancora caratterizzata da diversi livelli di completezza e di dettaglio e da variegate denominazioni e formati dei documenti di riferimento.

Tale occasione consentirà pertanto al sistema delle casse di previdenza di effettuare un complessivo riesame della regolamentazione interna sinora adottata in materia di investimenti, in un'ottica non solo di conformità ai

principi che le suddette norme introdurranno, ma anche – elemento altrettanto importante – di maggiore uniformità degli assetti regolamentari e dei relativi contenuti.

Le prospettive evolutive

La successione di eventi che ha avuto luogo negli anni recenti ha sottoposto il sistema della previdenza complementare a prove di resistenza. La pandemia e il suo profondo impatto sulle condizioni di vita e di lavoro; l'intervento pubblico a sostegno dei redditi e del sistema produttivo, di dimensioni senza precedenti da decenni, e il conseguente aumento del debito; l'accumularsi di tensioni geopolitiche sfociato nella guerra di aggressione all'Ucraina; l'impatto sugli approvvigionamenti di energia e sui prezzi; l'inversione del processo di globalizzazione degli scambi commerciali e il suo effetto sulle catene del valore e sui prezzi; la reazione delle banche centrali, costrette ad abbandonare le generose politiche di *quantitative easing* degli ultimi anni e a utilizzare il tradizionale strumento dei tassi di interesse per cercare di ricondurre l'inflazione ai livelli obiettivo; da ultimo, la reazione dei mercati finanziari, che nel 2022 hanno fatto registrare ingenti perdite sia per le azioni che per le obbligazioni, coincidenza senza precedenti in tempi recenti.

In questo scenario, il sistema della previdenza complementare ha complessivamente mostrato una sostanziale resistenza. Le adesioni e le contribuzioni sono cresciute come negli anni precedenti e, pur considerando le perdite del 2022, i rendimenti, valutati in un orizzonte temporale di medio-

lungo periodo e facendo riferimento alle medie generali relative a tutti i comparti, rimangono in media positivi, e sostanzialmente in linea con i tassi di rivalutazione del TFR.

Le potenzialità dei fondi pensione nell'offrire nel lungo periodo rendimenti soddisfacenti emergono in modo chiaro per le linee più orientate all'investimento in azioni. Facendo riferimento a un intervallo temporale decennale (da fine 2012 a fine 2022), i rendimenti medi annui composti di tali linee si collocano, al netto dei costi e della fiscalità e per tutte le tipologie di forme pensionistiche, tra il 4,7 e il 4,9 per cento.

La previdenza complementare, inoltre, rappresenta un'opportunità di diversificazione dei rischi, a fronte di una previdenza di base che, per il suo funzionamento, è interamente esposta ai rischi di andamenti economici e demografici negativi.

La resilienza dimostrata dal sistema della previdenza complementare, tuttavia, non può distogliere l'attenzione dai fattori strutturali che, nel nostro Paese, renderebbero quanto mai necessario un suo consistente ulteriore sviluppo ma che, al contempo, lo rendono oltremodo difficile.

La sostanziale stabilità dei flussi di nuovi iscritti e di contributi anche a fronte degli eventi avversi sopra ricordati ha confermato il fondamentale dualismo del sistema. Esso, infatti, accoglie prevalentemente uomini, di età matura, residenti nel Nord del Paese, inseriti in imprese ragionevolmente solide e in grado di dare continuità ai flussi di finanziamento. Donne, giovani, lavoratori del Sud del Paese continuano invece a essere meno presenti. Ciò significa che proprio le figure meno forti, per le quali sarebbe

più pressante la necessità di un futuro previdenziale più solido fanno più fatica a entrare nel mondo della previdenza complementare.

D'altra parte, non può non tenersi conto dell'elevato livello di contribuzione al primo pilastro pensionistico nel nostro Paese. Tale onere, che non trova riscontro in altre economie sviluppate, è di per sé un fattore che limita lo spazio di crescita del sistema di previdenza complementare. Difatti, nel confronto internazionale, nei paesi dove la previdenza di base ha un ruolo e una dimensione maggiore – misurata in termini di aliquote contributive obbligatorie a fini previdenziali applicate sulla retribuzione da lavoro dipendente – il sistema privato – misurato dall'attivo in percentuale del PIL – risulta tendenzialmente meno sviluppato; viceversa, laddove il sistema pensionistico pubblico svolge un ruolo più circoscritto, il sistema privato assume più spesso dimensioni significative.

Soprattutto per i lavoratori delle fasce più deboli, infatti, l'esigenza o il potenziale desiderio di costruirsi, tramite risparmio previdenziale aggiuntivo, una prospettiva pensionistica più solida di quella basata solo sulla componente pubblica, si pone in oggettiva concorrenza con altri bisogni primari, quali le spese correnti.

Nelle prospettive di lungo periodo, tuttavia, è la demografia che si impone come principale fattore strutturale di condizionamento. Il nostro Paese è caratterizzato da un tasso di natalità tra i più bassi nel confronto internazionale, ben inferiore a quello necessario per assicurare la stabilità della popolazione in termini complessivi e soprattutto di struttura per età. A rendere squilibrata la struttura per età della popolazione contribuisce anche

il tendenziale incremento dell'aspettativa di vita, fenomeno pur ovviamente positivo.

Le riforme del sistema previdenziale pubblico intervenute a partire dagli anni '90 hanno, in linea di principio, messo in sicurezza l'equilibrio di lungo periodo di tale sistema, legando le prestazioni pensionistiche future ai contributi versati da ciascuno e alla crescita del prodotto interno lordo, nonché indicizzando alle aspettative di vita sia l'età di pensionamento sia la determinazione delle rate di pensione pubblica.

Non può però sfuggire all'attenzione la circostanza che le tendenze demografiche incidono significativamente sulle prospettive di crescita del Paese in termini di prodotto complessivo. Con le regole attuali, i più giovani sono penalizzati: gli elevati contributi che sono tenuti a versare nel sistema pensionistico pubblico hanno infatti la prospettiva di rivalutarsi a tassi contenuti, e quindi di trasformarsi in prestazioni previdenziali modeste.

D'altra parte, come si argomentava in precedenza, i giovani sono proprio tra le categorie di lavoratori che fanno più fatica a partecipare ai fondi pensione che, verosimilmente, potrebbero garantire loro rendimenti più elevati della rivalutazione che è ragionevole attendersi dai contributi versati alla previdenza pubblica.

* * *

A fronte di tali tendenze strutturali, non favorevoli alle prospettive di sviluppo della previdenza complementare, vi sono tuttavia interventi che il decisore politico può prendere in considerazione.

Prima di entrare nel merito di possibili interventi è utile comunque ricordare che la stabilità normativa rappresenta una condizione necessaria per l'ordinato sviluppo del sistema. Non deve sfuggire che il risparmio previdenziale non solo guarda a orizzonti tipicamente lunghi ma anche presenta caratteri di parziale irreversibilità. La volatilità normativa rischia di scoraggiare le adesioni, abbassare le contribuzioni e più in generale ridurre il grado di fiducia nel sistema nel suo complesso.

Ciò posto ricordiamo che la tassazione della previdenza complementare in Italia prevede la deducibilità dei contributi; la tassazione dei rendimenti che risultano dalla gestione degli investimenti; la tassazione delle prestazioni erogate.

I contributi versati sono deducibili dal reddito fino al limite massimo di 5.164,57 euro l'anno. Senza intaccare tale limite, per i lavoratori dipendenti a tali contributi possono aggiungersi quelli generati dal flusso di TFR. Nella fase di accumulo, al risultato di gestione delle forme complementari è applicata un'imposta sostitutiva pari al 20 per cento (ovvero al 12,50 per cento per la parte del risultato di gestione derivante dalla detenzione di titoli di Stato e assimilati) a fronte dell'aliquota del 26 per cento applicata agli altri strumenti di risparmio. Peraltro, l'agevolazione riconosciuta agli strumenti di risparmio previdenziale viene attenuata dalle recenti previsioni contenute nella legge di bilancio per il 2023 (Legge 29 dicembre 2022, n. 197); previsioni che, per gli strumenti di risparmio gestito ordinario, consentono, se il pagamento dell'imposta viene anticipato a quest'anno, di accedere a una riduzione al 14 per cento dell'aliquota da applicare al risultato di gestione già maturato.

Anche per compensare la riduzione di tale differenziale, appare del tutto ragionevole che, come previsto dal Disegno di legge recante la delega al Governo per la riforma fiscale, si superi anche per i fondi pensione la tassazione annuale dei rendimenti maturati.

Le prestazioni sono invece tassate in base alla loro natura e con un'aliquota costante, di favore rispetto alle aliquote sul reddito delle persone fisiche, che, nel caso della rendita e del capitale, si riduce al crescere degli anni di partecipazione al sistema fino al minimo del 9 per cento.

Eventuali interventi di modifica dell'assetto degli incentivi fiscali sopra delineato andrebbero valutati per agevolare prima di tutto l'inclusione nel sistema previdenziale delle fasce più deboli di lavoratori e per raggiungere una maggiore equità intergenerazionale.

In questa prospettiva, l'innalzamento del limite di deducibilità appare strumento poco incisivo considerando che solo i lavoratori delle fasce di reddito più elevate sono in grado di dedurre i contributi fino al limite massimo, come mostrato da un contributo mediamente pari a 2.770 euro.

La crescente incidenza di carriere discontinue e frammentate, spesso accompagnate da curve salariali piatte, evidenzia che chi più avrebbe bisogno di un'integrazione del reddito pensionistico è paradossalmente meno in grado di partecipare alla previdenza complementare.

In questo contesto gli attuali incentivi andrebbero rimodulati in funzione del reddito degli iscritti eventualmente prevedendo un intervento diretto dello Stato a sostegno delle posizioni pensionistiche di determinate categorie, e in particolare dei più giovani.

Questo meccanismo avrebbe il vantaggio di rendere ‘tangibile’ il beneficio monetario dell’agevolazione, al contrario della deduzione la quale, confusa fra le altre voci della busta paga del lavoratore, è di non immediata e agevole percezione.

Ulteriori interventi diretti a tenere meglio conto della diffusione di percorsi di carriera più discontinui potrebbero andare nella direzione di definire alcuni meccanismi di incentivo, come ad esempio i limiti ai contributi deducibili, non più su base annuale bensì pluriennale, evitando così di penalizzare coloro che non sono in grado di destinare ogni anno alla previdenza complementare un flusso stabile di contributi e per altro verso incentivando l’adesione e la contribuzione di lavoratrici e lavoratori i cui redditi sono più volatili, come in molti casi del variegato panorama del lavoro autonomo.

Un altro tema di particolare rilievo è quello delle linee nelle quali i contributi versati nel fondo vengono investite nel caso in cui i singoli iscritti non esprimano una scelta esplicita.

L’esperienza anche internazionale, infatti, indica l’importanza dell’“architettura delle scelte”, ovverossia delle modalità concrete attraverso le quali vengono indirizzate e favorite le scelte effettive da parte dei singoli iscritti in materia di adesione agli schemi pensionistici e di allocazione del risparmio previdenziale.

Si è messo in luce come i rendimenti di lungo periodo delle linee azionarie di tutte le tipologie di forme pensionistiche abbiano realizzato rendimenti soddisfacenti. Tuttavia, tali linee sono poco diffuse tra gli iscritti,

anche tra quelli più giovani, che quindi hanno un orizzonte temporale in grado di assorbire eventuali fasi di mercato negative.

A tale orientamento, risultato non ottimale, ha contribuito il quadro normativo definito ai fini dell'applicazione nel 2007 del meccanismo del silenzio-assenso in relazione ai nuovi flussi di TFR dei lavoratori del settore privato. Si ritenne a quel tempo opportuno prevedere che, in assenza di indicazione esplicita da parte del singolo lavoratore, la linea di investimento in cui indirizzare il TFR fosse di tipo garantito, in grado di offrire rendimenti comparabili alla rivalutazione del TFR quando mantenuto in azienda.

La successiva evoluzione dei mercati finanziari ha reso progressivamente più difficile offrire tale livello di garanzia. Anche poi per la resistenza tendenziale dei lavoratori a occuparsi attivamente della propria posizione previdenziale, ne è risultato che gran parte degli iscritti ai fondi pensione, anche in origine delle classi di età più giovane, ha mantenuto i propri risparmi previdenziali in linee che tipicamente garantiscono solo la restituzione dei contributi versati e che non offrono prospettive di guadagno aggiuntivo significative.

Ne consegue che, nella prospettiva di disegnare meccanismi di indirizzo delle scelte il più possibile efficaci, la linea di *default* che accoglie gli iscritti silenti dovrebbe essere basata sull'approccio *life-cycle*, che sfrutti il lungo orizzonte temporale dell'investimento previdenziale tramite un'esposizione iniziale più elevata nei titoli azionari, caratterizzati da maggiore volatilità ma pure da rendimenti attesi più elevati, e una progressiva riduzione di tale esposizione via via che si avvicina il pensionamento. Ciò anche in coerenza con le raccomandazioni dell'OCSE in materia.

I possibili interventi sopra delineati, e in particolare la rimodulazione dei benefici fiscali a favore dei lavoratori più deboli e la diffusione di opzioni di investimento di tipo *life-cycle* da definire come *default*, sarebbero essenziali anche nella prospettiva di riproporre una nuova iniziativa nazionale di raccolta delle adesioni tramite meccanismi di silenzio-assenso. In tale occasione, sarebbero anche da effettuare campagne informative e di educazione previdenziale ben strutturate e coerenti con il disegno complessivo dei meccanismi di scelta proposti.

* * *

Altro tema, in relazione al quale il disegno degli schemi pensionistici assume rilievo, è quello della fase di erogazione delle prestazioni previdenziali, una volta raggiunta l'età di pensionamento. Oggi si prevede, in linea di principio, un *favor* per la rendita vitalizia, al fine di mitigare il cosiddetto rischio di longevità.

Le condizioni di offerta proposte dalle imprese di assicurazione sul mercato delle rendite vitalizie, tuttavia, risultano economicamente ancora poco convenienti rispetto all'aspettativa di vita. Per fasce di pensionati in condizioni socio-economiche più deboli, pertanto, le rendite vitalizie disponibili sul mercato sono poco accessibili. Le ragioni di tale scarsa convenienza sono complesse e non adeguatamente analizzabili in questa sede in tutte le loro origini attenendo anche alla contenuta intensità delle pressioni competitive. Ne risulta una comprensibile scarsa propensione dei lavoratori a convertire in rendita vitalizia tutto il capitale accumulato come risparmio previdenziale, minore propensione che rischia di estendersi *tout court* anche alla stessa partecipazione alla previdenza complementare.

Al riguardo, potrebbe essere esplorata la possibilità di porre in essere iniziative utili a favorire la proposta di prestazioni previdenziali che almeno in parte contribuiscano, diversamente dalla mera erogazione del capitale accumulato, alla mitigazione del rischio di longevità. In particolare, in alternativa totale o parziale alle rendite vitalizie immediate, potrebbero essere considerate erogazioni programmate in cifra fissa, ovvero rendite vitalizie differite a partire solo da un'età molto avanzata.

Autorità, Signore e Signori,

gli anni appena trascorsi, caratterizzati da eventi imprevisti e drammatici, hanno costituito una prova importante per il sistema della previdenza complementare.

Le difficoltà e le apprensioni provocate dalla pandemia, le conseguenze economico-finanziarie originate dal conflitto russo-ucraino, le tensioni geopolitiche, le scelte monetarie di contenimento della dinamica inflattiva, vigorosamente ripresa dopo decenni, ci consegnano un contesto di riferimento non agevole.

I dati e le informazioni appena visti, tuttavia, consentono di affermare che, ancora una volta, il sistema ha tenuto, confermandosi solido, affidabile e resiliente per il futuro.

La direzione indicata nella delega di riforma del sistema fiscale, che contiene elementi di attenzione sia per i fondi pensione sia per le casse di

previdenza, riconoscendo la rilevanza cruciale delle tutele previdenziali in un paese che invecchia, è quella giusta.

Restano purtroppo fattori strutturali connessi alle difficoltà di partecipazione di una fetta ancora larga della popolazione per la quale servono scelte di *policy* aggiornate e mirate, per favorire la partecipazione non solo di chi è in grado di accantonare risparmio aggiuntivo per finalità previdenziale ma anche – e soprattutto – per chi rischia di restare ai margini del sistema economico e sociale.

È dunque essenziale rivedere gli incentivi fiscali e introdurre forme di sostegno finanziario per facilitare l’inclusione previdenziale a favore dei lavoratori con i redditi più bassi.

In un contesto di incertezze e crescenti complessità è importante anche investire su un’adeguata informazione e promozione degli strumenti disponibili per compiere scelte previdenziali consapevoli.

L’informazione e la trasparenza sono una forte spinta a fare meglio e a rendere più attrattivo il sistema.

Con spirito positivo, consegniamo questi temi al decisore politico, assicurando sempre la disponibilità della COVIP a una collaborazione ampia e convinta nelle sedi e con le modalità che si riterrà di individuare.