

WorkingPaper

**ADAPT**  
www.adapt.it

UNIVERSITY PRESS

Associazione per gli Studi Internazionali e Comparati sul Diritto del lavoro e sulle Relazioni industriali

# La necessità di un salto di paradigma nella regolamentazione delle casse professionali

**Antonella Valeriani**  
*Commissario COVIP*

**Working Paper n. 11**

## ABSTRACT

La COVIP ha recentemente pubblicato il *Quadro di sintesi – anno 2017* sulle politiche di investimento delle Casse professionali. I dati messi a disposizione dall’Autorità mostrano un patrimonio in significativa crescita, che ha ormai superato gli 85 miliardi di euro, distribuiti fra le diverse classi di attivo in modo molto variabile, se riferito ai patrimoni delle singole Casse. Dalle analisi condotte emerge evidente l’esigenza di un salto di paradigma nella regolamentazione delle Casse, essendo attualmente gli unici investitori istituzionali privi di una normativa di riferimento quanto agli investimenti, nonostante gestiscano rilevanti risorse di risparmio previdenziale obbligatorio.

Non è infatti più rinviabile un disegno riformatore che, oltre a colmare il vuoto regolamentare, mantenga la normativa primaria sull’attività di vigilanza, ferma agli anni di privatizzazione delle Casse, trahettandole nel terzo millennio.

## I PUNTI CHIAVE DEL PAPER

- ❖ La COVIP ha pubblicato lo scorso 18 ottobre il *Quadro di sintesi – anno 2017* sulle politiche di investimento delle Casse professionali.
- ❖ Il risparmio previdenziale obbligatorio gestito dalle Casse ha ormai superato gli 85 miliardi di euro. Si tratta di un patrimonio significativo ed in progressiva crescita.
- ❖ I dati pubblicati mostrano anche un significativo impegno delle Casse e dei Fondi pensione nell’economia reale del nostro Paese.
- ❖ Si assiste tuttavia al progressivo ampliamento della forbice regolamentare fra primo e secondo pilastro: mentre i fondi pensione, con il recepimento della direttiva IORP II, incrementano il livello di qualità dei processi decisionali, già da anni robusti; le Casse continuano ad essere sprovviste di una regolamentazione sugli investimenti.
- ❖ La normativa sulle Casse, oltre che incompleta, è fra l’altro anche datata, risultando sostanzialmente ferma al 1994, anno di privatizzazione delle stesse.
- ❖ È necessario un salto di paradigma nella regolamentazione delle Casse: solo con una *governance* adeguata possono essere assunte scelte «autonome e responsabili», anche nella direzione di un maggior impegno verso l’economia reale del nostro Paese.

## IL MESSAGGIO

Ad oltre 25 anni dalla privatizzazione delle Casse, occorre ora migliorarne la *governance*, affinché sia pienamente assicurata l’autonomia responsabile delle stesse e garantita la piena tutela del risparmio obbligatorio gestito. Occorre, dunque, una manutenzione evolutiva della disciplina, oggi non solo incompleta, mancando tuttora una regolamentazione sugli investimenti, ma anche datata, perché ferma agli anni ‘90. Oltre a dotare le Casse di un regolamento sugli investimenti, appare necessario rivedere, in un’ottica evolutiva, la normativa che disciplina il rapporto fra Amministrazioni vigilanti e soggetti vigilati, affinché siano introdotte, anche per la gestione del risparmio previdenziale obbligatorio, misure che favoriscano, da un lato, la definizione di un adeguato processo decisionale e dunque l’adozione di scelte autonome e responsabili da parte delle Casse; dall’altro, un miglioramento dello stesso sistema di vigilanza, che, grazie ad una sua più appropriata procedimentalizzazione, semplifichi il sistema stesso e faciliti la definizione da parte delle Casse dell’auspicato miglior processo decisionale.

## Indice

1. Premessa .....	4
2. Una normativa datata ed incompleta .....	4
3. Un patrimonio in crescita .....	6
3.1. Il peso dell'economia italiana negli investimenti delle Casse .....	12
3.2. La frammentarietà e l'eterogeneità degli assetti regolamentari ed organizzativi delle Casse.....	17
4. La necessità di un salto di paradigma.....	17

Le considerazioni espresse sono frutto esclusivo del pensiero dell'Autrice e non hanno carattere impegnativo per l'Autorità che rappresenta.

## 1. Premessa

La COVIP ha presentato lo scorso 18 ottobre il *Quadro di sintesi – anno 2017* sulle politiche di investimento delle Casse professionali<sup>1</sup>.

Oltre a delineare, in chiave aggregata, gli aspetti più significativi dei dati relativi al patrimonio e alla gestione finanziaria, l'Autorità ha fornito quest'anno anche elementi di dettaglio sui portafogli delle singole Casse, nell'auspicio che un patrimonio informativo ulteriormente arricchito possa agevolare i decisori politici nelle scelte da compiere in ordine alla regolamentazione di un settore particolarmente importante. Ciò, non solo per l'entità delle risorse gestite che hanno ormai superato gli 85 miliardi di euro, ma anche per la rilevanza costituzionale del bene protetto, avendo riguardo al risparmio previdenziale obbligatorio di oltre due milioni di lavoratori.

In un mondo che si muove nella direzione della *capital market union*, in cui sempre più forte è il richiamo alla capacità, da un lato, di assicurare la stabilità finanziaria, dall'altro, di guardare agli investimenti anche in un'ottica di lungo periodo, tanto che l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo societario (ESG da *environment, social and government*) nei processi di investimento sta assumendo una rilevanza crescente, l'evoluzione della regolamentazione del risparmio previdenziale gestito dai fondi pensione e dalle casse professionali non sta seguendo rette parallele.

Da qui il richiamo dell'Autorità ad una manutenzione evolutiva della disciplina che, da un lato, porti le Casse a dotarsi di un sistema di *governance* adeguato alle sfide di un mercato finanziario sempre più complesso; dall'altro, semplifichi ed efficienti il sistema di vigilanza, fermo ad un assetto ormai desueto.

## 2. Una normativa datata ed incompleta

La necessità di una manutenzione evolutiva della disciplina trae origine dalla circostanza che la regolazione di settore è, da un lato, incompleta, dall'altro, datata.

È innanzitutto incompleta perché non risulta ancora adottato il regolamento sugli investimenti, i conflitti di interesse e la banca depositaria, previsto nel 2011 dal d.l. n. 98.

Con tale decreto, il legislatore dell'epoca, riconoscendo la competenza tecnica della COVIP maturata nella vigilanza del contiguo settore della previdenza complementare, intese trasferire all'Autorità la vigilanza sugli investimenti operati dalle Casse, rimettendo poi ad uno specifico regolamento la definizione della relativa disciplina. Parallelamente, mantenne in capo ai Ministeri vigilanti la competenza in ordine alla stabilità delle Casse stesse, proprio per assicurare una visione sistemica della previdenza pubblica del Paese.

Ad oltre sette anni da quell'intuizione, permane, significativo, il vuoto regolamentare, con la conseguenza che le casse professionali sono oggi gli unici investitori istituzionali privi di una normativa di riferimento sugli investimenti, nonostante gestiscano risparmio previdenziale obbligatorio. Tale normativa è invece da anni di livello primario e se-

---

<sup>1</sup> Il *Quadro di sintesi – anno 2017* su *Le politiche di investimento* degli enti previdenziali ex d.lgs. n. 509/1994 e d.lgs. n. 103/1996, è reperibile sul sito della COVIP, [www.covip.it](http://www.covip.it).

condario per il risparmio previdenziale complementare, in linea con le previsioni comunitarie.

Il *gap* regolamentare fra casse e fondi pensione è fra l'altro destinato ad ampliarsi ulteriormente. È di queste settimane il dibattito parlamentare sullo schema di decreto legislativo di recepimento della direttiva IORP II<sup>2</sup>.

La direttiva, frutto dell'accordo raggiunto nel dicembre 2014, durante la Presidenza italiana, da parte del Comitato permanente dei rappresentanti del Consiglio dell'Unione europea (COREPER), nell'abrogare la precedente direttiva 2003/41/CE (c.d. IORP I), ridefinisce, ampliandone la portata, la disciplina delle forme pensionistiche complementari di secondo pilastro.

L'obiettivo è quello di migliorare la *governance* dei fondi pensione, incrementando il livello di qualità dei processi decisionali, attraverso la chiara e documentata attribuzione delle responsabilità e la definizione puntuale dei meccanismi che regolano i flussi informativi interni ai fondi pensione, di accrescere la capacità di monitoraggio dei rischi, e di aumentare la trasparenza nei confronti degli iscritti effettivi e potenziali e dei beneficiari.

Grazie al recepimento in Italia della direttiva IORP II, il sistema dei fondi pensione, per diversi profili già all'avanguardia nel confronto internazionale, risulterà ulteriormente irrobustito e dunque pronto a confrontarsi con investimenti finanziari sempre più complessi ed articolati.

La normativa sulle Casse, oltre ad essere incompleta per le ragioni dette, risulta anche datata, essendo sostanzialmente ferma al 1994, anno di privatizzazione delle stesse.

Le modalità di esercizio dell'azione di vigilanza, delineate dal d.lgs. n. 509/1994 (con riferimento alle Casse privatizzate) e sostanzialmente riprese dal d.lgs. n. 103/1996 (con riferimento alle Casse private), palesano infatti evidenti inadeguatezze, dettate dalla circostanza che si concentrano, non già sulla definizione da parte delle Casse di un appropriato processo decisionale, quanto sulla gestione di possibili situazioni straordinarie ormai conclamate.

Il legislatore dell'epoca si sofferma infatti sulle sole ipotesi di «gravi violazioni di legge» afferenti la corretta gestione della Cassa e di «disavanzo economico-finanziario», prevedendo in detti casi la nomina di un commissario straordinario con il compito, rispettivamente, di salvaguardare la corretta gestione dell'ente e di avviare la procedura di rielezione degli organi dello stesso, ovvero adottare i necessari provvedimenti per il riequilibrio della gestione.

La normativa non prevede invece quel processo di controllo e confronto costante ed ordinato fra vigilante e vigilato, che è il presupposto fondamentale per assicurare una vigilanza costruttiva tesa a prevenire il verificarsi di situazioni gestionali richiedenti interventi straordinari.

L'esigenza dunque di un salto di paradigma nella regolamentazione delle Casse è quanto mai necessaria, avendo riguardo, lo si diceva in premessa, a rilevanti risorse di risparmio previdenziale pubblico fra l'altro, come si vedrà nel prosieguo, in continua crescita.

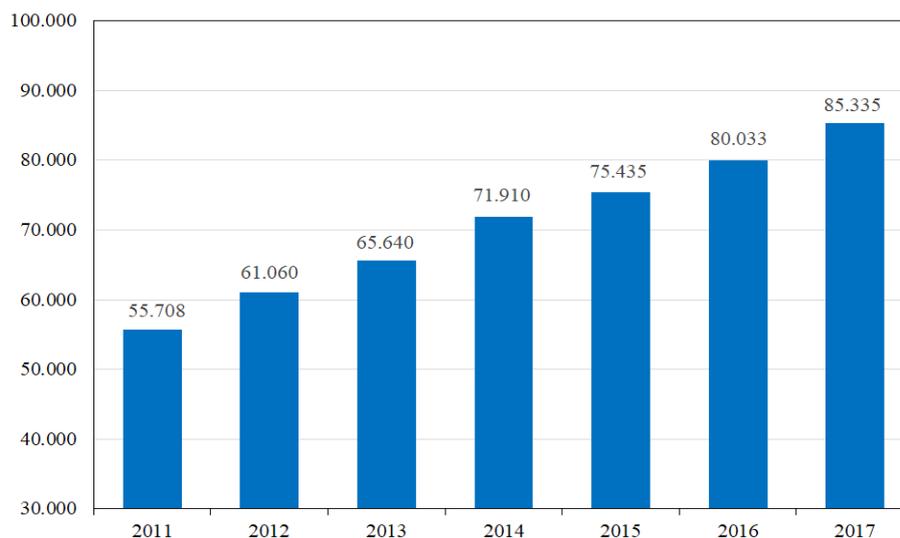
---

<sup>2</sup> Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (c.d. "direttiva IORP II").

### 3. Un patrimonio in crescita

Il patrimonio gestito dalle Casse professionali ha ormai superato gli 85 miliardi di euro, con un incremento, in sette anni, di oltre il 50% (si è passati dai 55,7 miliardi del 2011 ai 85,3 miliardi del 2017).

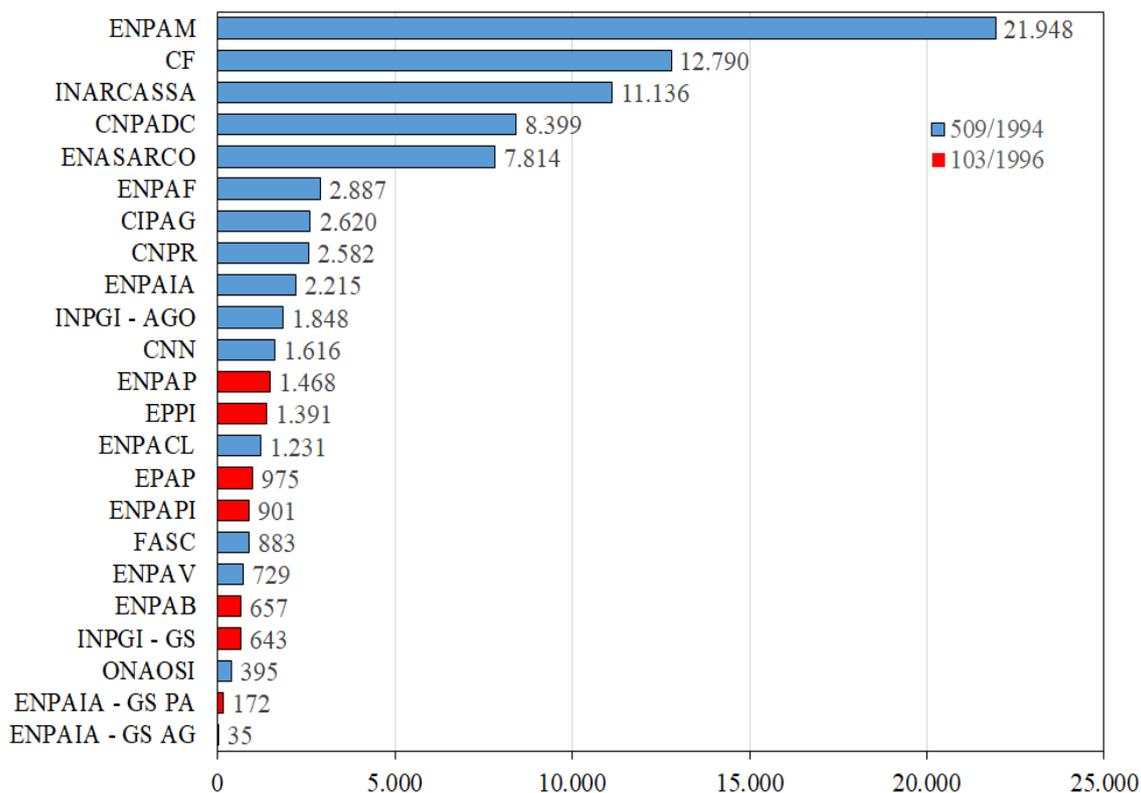
**Casse. Evoluzione dell'attivo** (dati di fine anno; importi in milioni di euro)



Fonte: dati COVIP (*Quadro di sintesi – anno 2017*)

Guardando ai dati di dettaglio relativi ai patrimoni delle singole Casse pubblicati dalla COVIP, emergono evidenti le differenze fra gli stessi: oltre il 70% dell'attivo è infatti appannaggio delle prime cinque Casse professionali. L'EMPAM, la cassa che gestisce la previdenza obbligatoria dei medici liberi professionisti, detiene da sola oltre il 25% del patrimonio complessivo.

**Totale attivo per singola Cassa (dati di fine anno; importi in milioni di euro)**

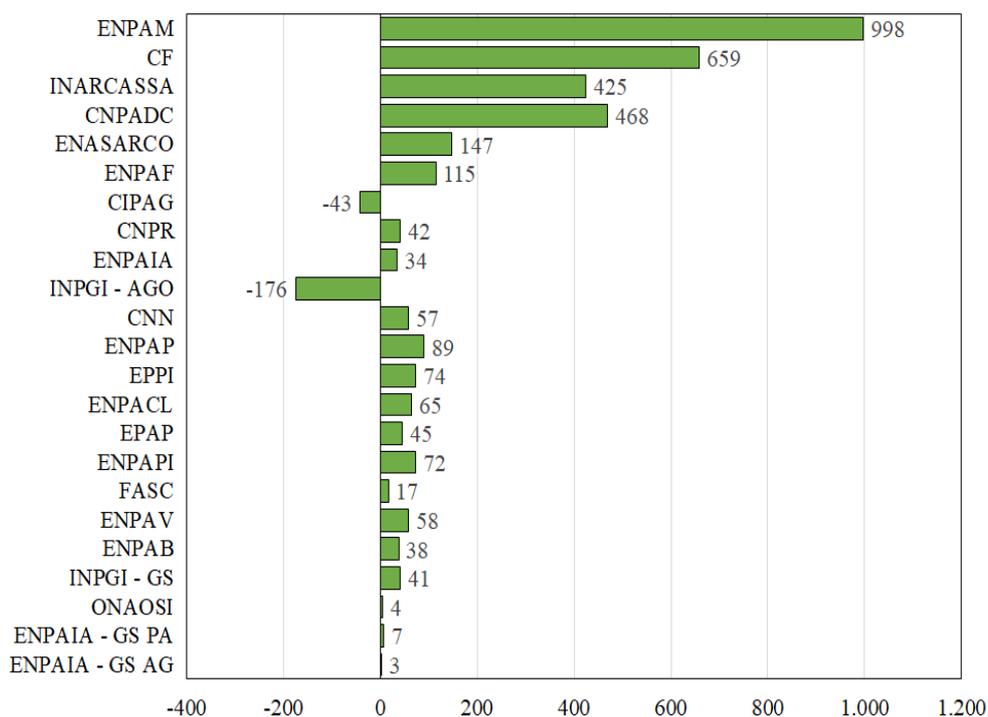


Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

Tali differenze, a volte molto significative, sono conseguenza non tanto dell’“anzianità” delle singole Casse (Enti “preesistenti” privatizzati nel 1994, con il d.lgs. n. 509, e Enti di “nuova istituzione” di cui al d.lgs. n. 103/1996) quanto delle caratteristiche economiche, sociali e demografiche delle platee di riferimento, caratteristiche fra l’altro destinate ad influenzare largamente anche l’evoluzione prospettica dei singoli Enti.

Su tale evoluzione pesano poi i flussi di cassa relativi alle singole Casse. La “maturità della Cassa”, da intendersi quale differenza fra flussi contributi e prestazioni pensionistiche erogate, influenzerà non poco le gestioni dei diversi Enti, sia in termini patrimoniali che di politiche di investimento.

**Saldo per contributi e prestazioni per singola Cassa (flussi annuali 2017; importi in milioni di euro)**



Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

Dai dati COVIP emerge che, ad oggi, tutte le Casse, seppur con valori largamente diversi, sono in una fase di “accumulo” (in cui, cioè, i contributi previdenziali versati dai soggetti attivi superano le prestazioni pensionistiche erogate ai soggetti inattivi), tranne l’INPGI-AGO (cassa giornalisti, gestione ordinaria) e Cassa Geometri, per i quali pesa evidentemente in modo determinante l’andamento della demografia della relativa platea.

Interessanti sono anche i dati pubblicati dall’Autorità sulla composizione dell’attivo delle Casse.

**Casse. Composizione dell'attivo a valori di mercato** (dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2016		2017	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	6.699	8,4	6.124	7,2
Titoli di Stato	14.414	18,0	14.069	16,5
Altri titoli di debito	5.112	6,4	5.006	5,9
- quotati	3.724	4,7	4.125	4,8
- non quotati	1.387	1,7	881	1,0
Titoli di capitale	7.690	9,6	8.103	9,5
- quotati	6.390	8,0	6.797	8,0
- non quotati	1.299	1,6	1.306	1,5
OICVM	16.748	20,8	21.555	25,3
- di cui: titoli di debito <sup>(1)</sup>	8.399	10,5	12.175	14,3
- di cui: titoli di capitale <sup>(1)</sup>	5.577	7,0	6.696	7,8
Altri OICR	15.669	19,7	17.023	19,9
- di cui: fondi immobiliari	12.694	15,9	13.735	16,1
- di cui: fondi di private equity/debt	1.232	1,5	1.523	1,8
Immobili	5.824	7,3	5.087	6,0
Partecipazioni in società immobiliari	533	0,7	531	0,6
Polizze assicurative	465	0,6	539	0,6
Altre attività	6.879	8,6	7.298	8,6
- di cui: crediti contributivi	5.829	7,3	6.132	7,2
<b>Totale attività</b>	<b>80.033</b>	<b>100,0</b>	<b>85.335</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>19.050</b>	<b>23,8</b>	<b>19.354</b>	<b>22,7</b>
- immobili	5.824	7,3	5.087	6,0
- fondi immobiliari	12.694	15,9	13.735	16,1
- partecipazioni in società immobiliari	533	0,7	531	0,6
<b>Investimenti obbligazionari</b>	<b>27.925</b>	<b>34,9</b>	<b>31.250</b>	<b>36,6</b>
- titoli di Stato	14.414	18,0	14.069	16,5
- altri titoli di debito	5.111	6,4	5.006	5,9
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	8.399	10,5	12.175	14,3
<b>Investimenti azionari</b>	<b>13.267</b>	<b>16,6</b>	<b>14.799</b>	<b>17,3</b>
- titoli di capitale	7.690	9,6	8.103	9,5
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	5.577	7,0	6.696	7,8

(1) Si tratta dei titoli di debito e dei titoli di capitale sottostanti gli OICVM (c.d. *look through*); gli ulteriori attivi ad essi sottostanti, pari a 2,6 miliardi di euro per il 2017, sono costituiti per circa il 55 per cento da liquidità. Tali valori sono stati stimati sulla base delle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 98 per cento degli stessi. Gli importi indicati per il 2016 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017).

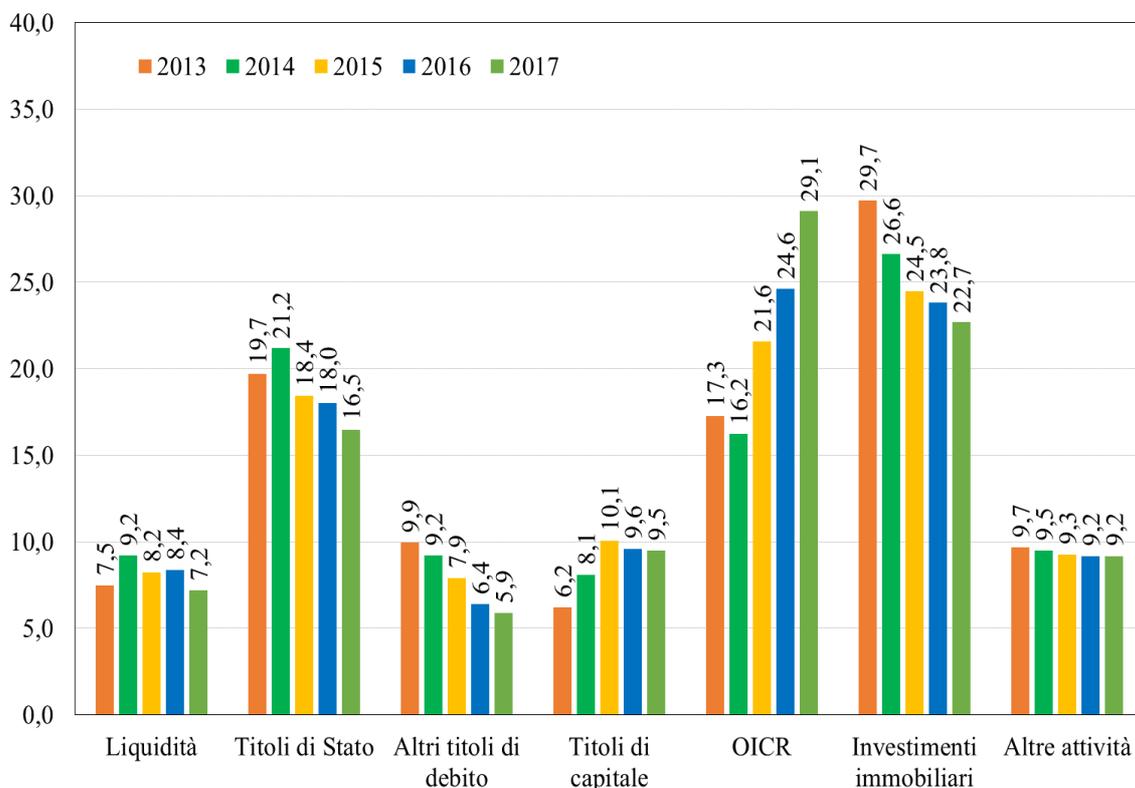
I dati mostrano come, rispetto allo scorso anno, gli investimenti immobiliari (ora pari a 19,3 miliardi) si siano lievemente ridotti ma solo in percentuale dell'attivo (dal 23,8% del 2016 al 22,7% del 2017); confermano poi la tendenza delle Casse al conferimento degli immobili detenuti direttamente in fondi immobiliari.

Gli investimenti obbligazionari rappresentano la componente prevalente dell'attivo con un peso sul patrimonio in crescita pari al 36,6% (rispetto al 34,9% del 2016). Ciò è dovuto all'aumento significativo della componente obbligazionaria negli OICVM pari ad oltre quattro punti percentuali. In leggera riduzione invece i titoli di Stato.

Gli investimenti in titoli di capitale pesano per poco più del 17% dell'attivo: sono stabili gli investimenti in via diretta mentre è in aumento la componente azionaria negli OICVM.

Allargando l'angolo visuale all'evoluzione della composizione dei patrimoni delle Casse professionali nel tempo, il quadro che emerge dalle analisi condotte dalla COVIP mostra come, nell'ultimo quinquennio (2013-2017), le Casse abbiano significativamente ridotto l'esposizione in investimenti immobiliari (passando dal 29,7% del patrimonio nel 2013 al 22,7% nel 2017), seppur la situazione rimanga critica per alcune di esse (in 6 casi, la componente immobiliare supera il 30% delle attività; in un caso risulta addirittura superiore al 50%). Ridotta è anche l'esposizione in titoli di Stato così come in "altri titoli di debito"; mentre sono in significativo aumento le quote di OICR (dal 17% a quasi il 30%) e in misura minore i titoli di capitale (dal 6 % al 9,5%).

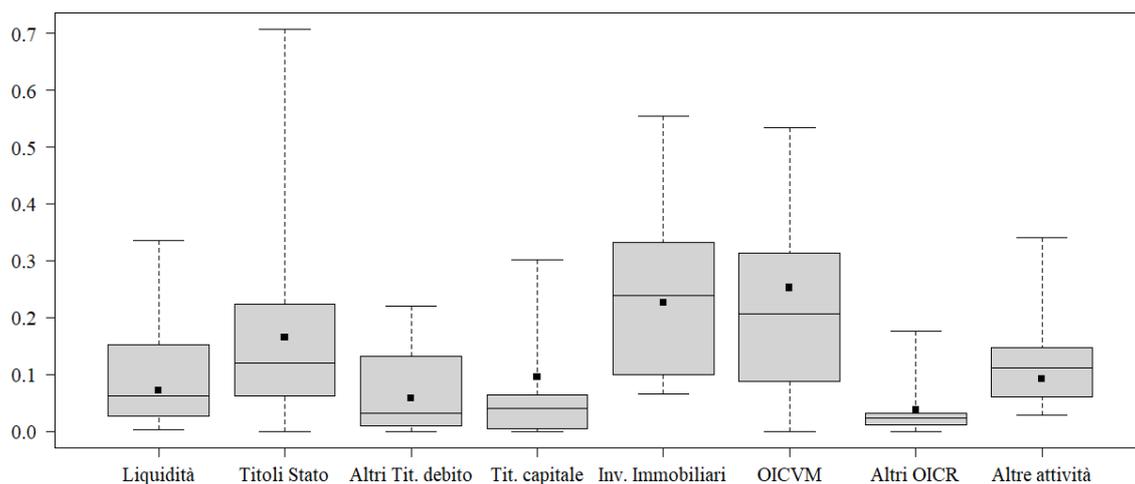
**Casse. Principali classi di attività** (dati di fine anni; valori percentuali delle attività totali)



Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

Se queste sono le tendenze macro riferite all'intero patrimonio delle Casse, le analisi condotte dalla COVIP mostrano come nel dettaglio dei singoli *asset* la distribuzione della classi di attivo presenti un'ampia variabilità fra Enti, diversamente dai patrimoni dei fondi pensione in cui le politiche di investimento, spesso collegate a *benchmark* di riferimento, tendono ad essere più omogenee, in linea con le previsioni normative e statutarie.

**Casse. Distribuzione delle classi dell'attivo<sup>1</sup>** (dati di fine 2017; valori rapportati al totale delle attività)



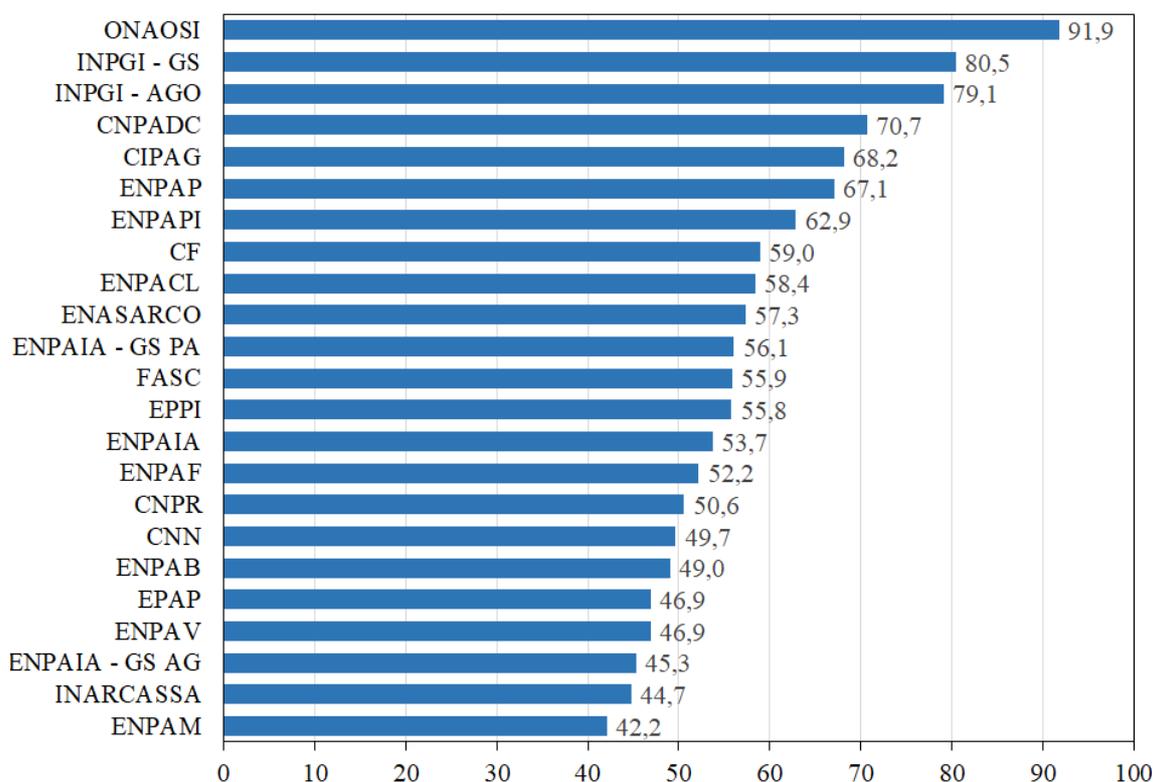
(1) Le quote di fondi immobiliari sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari" ed escluse dalla voce "Altri OICR". Le polizze assicurative sono incluse nella voce "Altre attività". Il punto evidenziato in grassetto rappresenta la media ponderata.

Fonte: dati COVIP (*Quadro di sintesi – anno 2017*)

Il diagramma c.d di "baffi" mostra infatti l'ampia dispersione nelle diverse classi di attivo, specie con riguardo al possesso dei titoli di Stato (dove a fronte, di una media che si aggira fra il 6 e il 22%, vi sono punte che sfiorano lo zero e il 70%), degli OICVM (con un percentuale che varia sempre fra lo zero e il 53%, a fronte di una media che viaggia fra il 9 e 31%) e degli investimenti immobiliari, sul cui possesso pesa, effettivamente, l'eredità storica costituita, per le Casse ex 509/1994, dai pregressi obblighi di predisposizione dei piani di impiego dei fondi disponibili, con i conseguenti vincoli alla destinazione immobiliare di una quota del patrimonio.

L'eterogeneità nella distribuzione delle classi di attivo trova riflessi anche nel "grado di concentrazione" delle diverse Casse, inteso come peso relativo delle prime due classi di attività sul patrimonio della singola Cassa. Su di esso pesano indubbiamente anche le caratteristiche economiche, sociali e demografiche delle diverse popolazioni di riferimento.

### Casse. Principali classi di attività (dati di fine anno; prime due classi di attività in percentuale sul totale attivo)



Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

### 3.1. Il peso dell'economia italiana negli investimenti delle Casse

L'Autorità si è soffermata anche sul tema degli investimenti domestici operati dagli investitori istituzionali del nostro Paese, ponendo a confronto l'*asset allocation* delle Casse professionali e dei fondi pensione.

Il tema è di stretta attualità, avendo riguardo all'esigenza vieppiù crescente di finanziamento di un tessuto produttivo, quale quello italiano, largamente basato su imprese medio-piccole, che trovano difficoltà ad accedere al credito bancario, con conseguenze negative non solo per la crescita economica del Paese ma anche per il livello occupazionale e le dinamiche sociali correlate.

Se, da un lato, occorrerebbe interrogarsi sulla necessità di rivedere la struttura del nostro assetto produttivo, in un'epoca caratterizzata dalla globalizzazione e da una concorrenza imperante legata all'avvento delle nuove tecnologie, dall'altro non può negarsi come le Casse professionali e i fondi pensione possano svolgere un ruolo di primo piano in questo processo, non solo per la rilevanza delle risorse gestite (che complessivamente superano i 250 miliardi di euro), ma per l'ottica di investimento orientata di per sé al medio-lungo periodo propria degli investitori previdenziali.

Fondi e Casse possono infatti orientare, in una logica di diversificazione, parte delle loro risorse in investimenti in fondi alternativi, di *private equity* o di *venture capital*, fer-

mo restando che il patrimonio da loro gestito ha un «vincolo di destinazione d'uso», che impone loro di operare con un adeguato rapporto rischio-rendimento.

Non va infatti dimenticato che le rilevanti risorse gestite sono finalizzate all'erogazione di prestazioni pensionistiche, siano esse di primo pilastro (per le casse) o di secondo pilastro (per i fondi pensione), circostanza che impone particolare cautela nell'operare l'*asset allocation* del patrimonio.

Ciò non toglie tuttavia che essi possano legittimamente concorrere allo sviluppo dell'economia del nostro Paese, anche partecipando al capitale di rischio di *start up* o, in particolar modo, a fondi infrastrutturali.

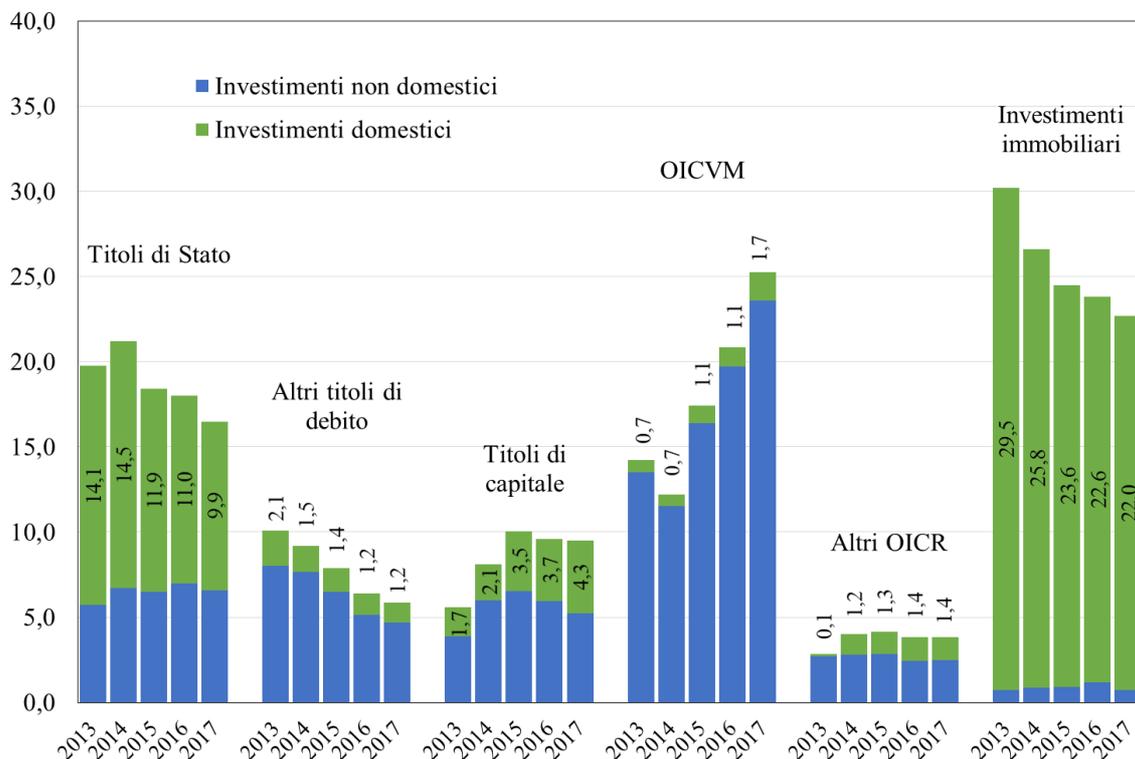
Va da sé che tali investimenti, per il grado di complessità che li connota e l'illiquidità che li caratterizza, presuppongono una consapevolezza elevata da parte degli organi di governo degli Enti e dunque un robusto processo decisionale, che solo un'adeguata regolamentazione può effettivamente assicurare.

Analizzando i dati messi a disposizione dalla COVIP, emerge un quadro solo in parte soddisfacente.

Gli investimenti domestici delle Casse ammontano oggi a 34,4 miliardi di euro, a fronte di investimenti non domestici pari a 36,9 miliardi. Seppur si tratta di somme rilevanti ed in crescita in termini assoluti rispetto all'anno precedente, i dati in percentuale sul patrimonio mostrano una lieve diminuzione rispetto al 2016: nel 2017, la percentuale è pari al 40,3% del patrimonio, mentre nel 2016 era pari al 41%.

Analizzando l'evoluzione nel quinquennio 2013-2017, la COVIP registra, nell'ambito della quota domestica, una riduzione degli investimenti in titoli di Stato (per 4,2 punti percentuali) e in investimenti immobiliari (per 7,5 punti percentuali), mentre evidenzia una lieve crescita degli investimenti in titoli di capitale (per 2,6 punti percentuali) e in quote di OICVM (per un punto percentuale).

**Casse. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2013-2017<sup>1</sup>** (dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)



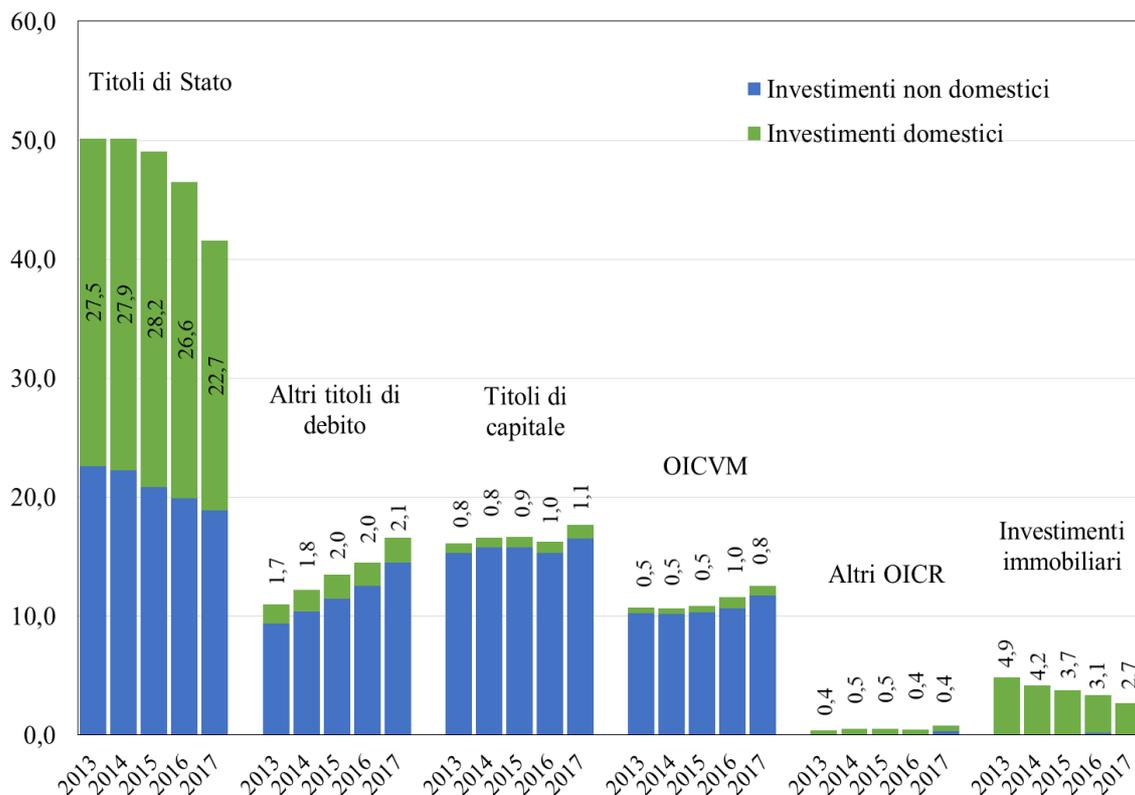
(1) L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce "Investimenti immobiliari" ed è escluso dalla voce "Altri OICR".

Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

Spostando l'angolo visuale ai fondi pensione (il cui patrimonio gestito ha ormai superato i 165 miliardi di euro), essi investono oggi nell'economia italiana poco più di 38 miliardi di euro, a fronte di investimenti non domestici pari a 79,5 miliardi. Rispetto al 2016, si assiste ad una riduzione della quota di investimenti domestici, dovuta in larga misura al peso dei titoli di Stato che comunque rappresentano, con oltre 29 miliardi di euro, la componente prevalente in cui i fondi pensione investono nell'economia reale italiana.

L'evoluzione degli investimenti domestici nel quinquennio 2013-2017, mostra, quanto ai fondi pensione, un andamento simile a quello delle Casse professionali, con la progressiva riduzione dell'esposizione in titoli di Stato (per 4,8 punti percentuali) e in investimenti immobiliari (per 2,2 punti percentuali), a fronte di un aumento lieve dell'esposizione in titoli di debito e di capitale e in OICVM.

**Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2013-2017<sup>1</sup>** (dati di fine anno; valori in percentuale dell'attivo netto destinato alle prestazioni)

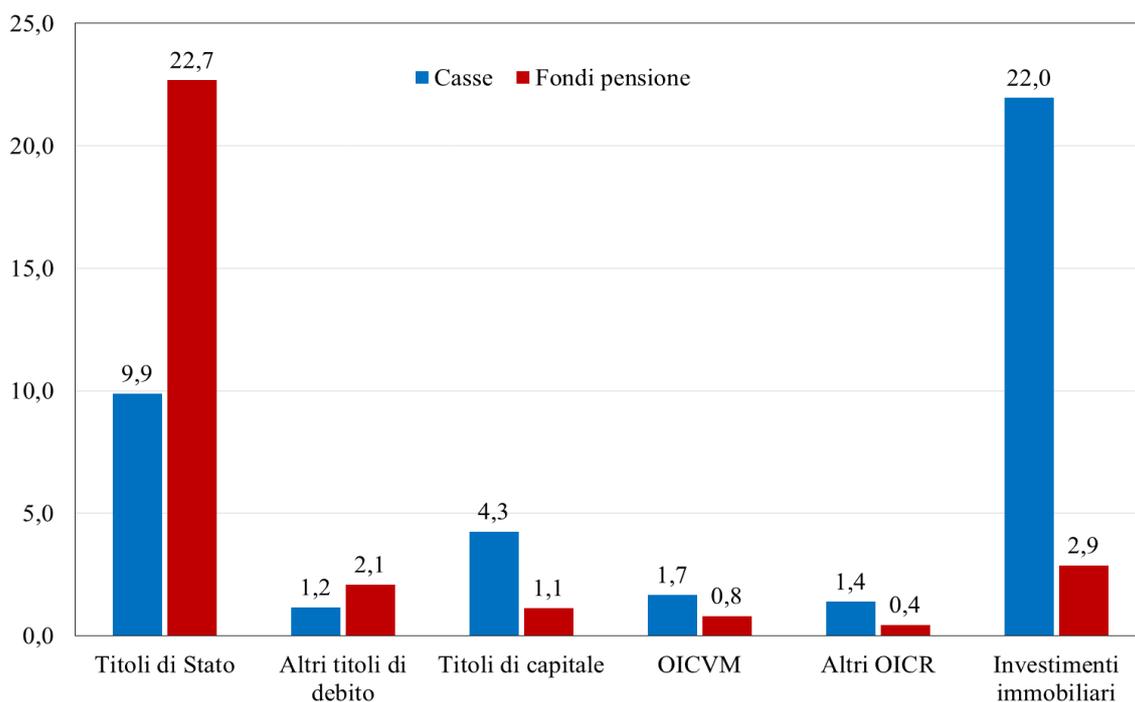


(1) L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce "Investimenti immobiliari" ed è escluso dalla voce "Altri OICR".

Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

Confrontando Casse e Fondi pensione, il quadro che emerge dalle analisi COVIP mostra come le prime, con 34,4 miliardi di euro, investano circa il 40% delle loro attività in Italia, con netta prevalenza degli investimenti in immobili; a fronte dei fondi pensione che, con 38,3 miliardi, investono circa il 30% del loro patrimonio, percentuale su cui pesano in modo significativo invece i titoli di Stato italiano.

**Casse e Fondi pensione. Investimenti domestici<sup>1</sup>** (dati di fine 2017; valori in percentuale dell'attivo)



(1) L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce "Investimenti immobiliari" ed è escluso dalla voce "Altri OICR".

Fonte: dati COVIP (Quadro di sintesi – anno 2017)

Vi è da dire che se tali percentuali fossero calcolate al netto della liquidità, delle polizze assicurative e delle altre attività (soprattutto formate da crediti contributivi), l'incidenza della componente domestica sarebbe, rispettivamente, pari al 48,2% per le Casse e al 32,5% per i Fondi pensione.

Se la propensione all'investimento domestico sembra dunque in termini assoluti significativa tanto per le Casse quanto per i fondi pensione, non può non evidenziarsi come la valutazione cambi se ci si sofferma ad analizzare nel dettaglio i dati relativi alle risorse finanziarie destinate alle imprese italiane, al netto quindi dei titoli di Stato, della componente immobiliare e delle quote del capitale della Banca d'Italia.

Secondo i dati più recenti resi disponibili dall'Autorità, tali risorse ammontano oggi a circa 10,7 miliardi di euro, in aumento di circa 1,9 miliardi rispetto al 2016. Tali denari, seppur in crescita, rappresentano, tuttavia, solo lo 0,34% del totale delle passività finanziarie delle imprese italiane. Ciò, a conferma della fondatezza dell'esigenza manifestata da più parti circa il maggior ruolo degli investitori previdenziali nell'economia reale del Paese.

Non vi è dubbio che sulla propensione a tale forma di investimento pesa in modo determinante la dimensione medio-piccola delle imprese italiane, da un lato; la mancanza di prodotti finanziari adeguati alle effettive esigenze di un investitore previdenziale, che assicurino in primo luogo un adeguato rapporto rischio rendimento, coerente con la finalità sociale del risparmio gestito; l'assenza, per le Casse, di un quadro regolamentare che renda più robusta la *governance* delle stesse e dunque maggiormente pronta ad af-

frontare, con un adeguato processo decisionale, tipologie di investimento più articolate e complesse.

### **3.2. La frammentarietà e l'eterogeneità degli assetti regolamentari ed organizzativi delle Casse**

La circostanza che il quadro normativo sulle Casse risulti datato ed incompleto riverbera i propri effetti anche sugli assetti regolamentari ed organizzativi degli Enti.

Se per gli assetti organizzativi, l'eterogeneità riscontrata dall'Autorità di vigilanza può in parte essere giustificata dalla diversità delle platee di riferimento e delle politiche di investimento, non altrettanto può dirsi con riguardo alla frammentarietà e alla diversificazione degli assetti regolamentari.

La mancata adozione del regolamento sugli investimenti spinge infatti le Casse a guardare alla disciplina sulla previdenza complementare e, in particolare, alle *Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento*, adottate dalla COVIP sin dal 2012 con riguardo ai fondi pensione e alle norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse gestite dai fondi medesimi, contenute, dapprima nel DM tesoro 703/1996 e successivamente nel DM Economia 166/2014.

Se tale sforzo è sicuramente apprezzabile, il fatto che tali disposizioni non rappresentino un precetto vincolante per le Casse, ha spinto queste ultime a variegare rielaborazioni delle disposizioni stesse, non sempre appropriate.

Il quadro che emerge dalle analisi dell'Autorità di vigilanza mostra infatti come gli assetti regolamentari delle Casse siano considerevolmente variegati e i documenti significativamente diversificati. Taluni, si limitano ad indicare criteri generali di gestione; tal'altri, a rinviare a successivi elaborati con conseguente incertezza sul processo seguito dalla Cassa nella definizione della propria volontà.

La coesistenza di diversi documenti sugli investimenti, spesso non coordinati fra loro, lungi dal facilitare un adeguato processo decisionale, generano scarsa chiarezza e a volte confusione nell'individuazione delle responsabilità delle diverse funzioni che prendono parte al processo stesso.

Ciò, in netta controtendenza rispetto a quanto accade con riguardo al contiguo settore della previdenza complementare chiamato a recepire proprio in queste settimane, le disposizioni dettate dal legislatore comunitario con la IORP II, nonostante un quadro regolamentare già evoluto.

Val la pena nuovamente ricordare come tali previsioni aumentino 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.

## **4. La necessità di un salto di paradigma**

Ad oltre 25 anni dalla privatizzazione delle Casse professionali, è giunto il momento di interrogarsi sulla necessità di una manutenzione evolutiva della disciplina delle stesse,

non potendosi accettare l'allargamento ulteriore della forbice regolamentare fra Fondi e Casse; non foss'altro che queste ultime gestiscono rilevanti risorse di risparmio previdenziale obbligatorio di una platea consistente di lavoratori, ai quali lo Stato deve comunque garantire il diritto costituzionale alla protezione dal bisogno in età anziana.

Sotto questo profilo, l'allarme lanciato dall'Autorità di vigilanza è chiaro. È fondamentale che il legislatore colmi il vuoto regolamentare, dotando anche le Casse di una disciplina sugli investimenti, che indichi chiaramente i limiti qualitativi e quantitativi agli investimenti e traghetti anche questi investitori previdenziali nel terzo millennio.

Tale assetto di regole, lungi dal limitare l'autonomia decisionale delle Casse, favorirebbe il migliore esercizio della stessa, assicurando che le decisioni assunte dagli organi di governo siano precedute da un'adeguata ed appropriata analisi tecnica da parte delle funzioni amministrative, ad iniziare dalle funzioni chiave di cui tutte le Casse, secondo un principio di proporzionalità, dovrebbero dotarsi.

Un assetto più robusto e la chiara individuazione delle responsabilità fra le diverse figure coinvolte nel processo decisionale, oltre a migliorare la definizione della volontà dell'Ente, favorirebbero anche quell'auspicata maggiore propensione verso investimenti nell'economia reale, investimenti che, per la complessità che li connota, presuppongono più di altri una consapevolezza ed una capacità di analisi che solo assetti di governo adeguati possono garantire.

Parallelamente, agevolerebbero una più appropriata relazione con eventuali gestori esterni o con gli *advisor*, assicurando un confronto tecnico e dunque un maggior controllo da parte dell'Ente in caso di gestione indiretta.

Se questo è il salto qualitativo che deve essere compiuto sulla capacità di investimento delle Casse, l'Autorità ha richiamato l'attenzione anche sulla necessità di un efficientamento della stessa azione di vigilanza, esercitata, con diverse prerogative, da più Amministrazioni.

Come si è detto in precedenza, la normativa sulle Casse è ferma all'anno di privatizzazione delle stesse.

Risulta anacronistico pensare che le ipotesi di intervento dei Ministeri vigilanti possano rimanere limitate a quelle previste dal d.lgs. n. 509/1994 e, dunque, sostanzialmente circoscritte a casi di estrema ratio, quali quelli, appunto, della grave violazione di legge e del disavanzo economico e finanziario.

Viceversa, la normativa europea ed internazionale che si muove per l'appunto nella direttrice della *capital market union*, della necessità di assicurare la stabilità e la capacità di analisi degli investitori in un'ottica di medio lungo periodo, richiamano insistentemente l'attenzione sulla necessità, da un lato, che gli operatori finanziari si dotino di *governance* robuste, dall'altro, che il sistema di vigilanza sia in grado, tempo per tempo, di intercettare situazioni non appropriate e di intervenire prima del verificarsi di eventi sfavorevoli che possano rappresentare un rischio sistemico.

In questo quadro di cose, sarebbe opportuno che sia compiuta una manutenzione evolutiva dello stesso sistema di supervisione sulle Casse professionali, nella direzione della semplificazione e dell'efficientamento del sistema, a partire da una più appropriata proceduralizzazione dell'azione di vigilanza, nel rispetto delle prerogative di ciascuna Amministrazione vigilante.

L'obiettivo dovrebbe essere quello di un sistema di controllo che concorra al miglioramento di quell'autonomia decisionale ed organizzativa più volte richiamata e sottolineata dalle stesse Casse professionali, quali associazioni e fondazioni private e privatizzate.

L'autonomia non può però essere scissa dalla responsabilità, così come l'attività di vigilanza non può essere scissa da un processo costante ed ordinato di supervisione che miri, in prima battuta, a promuovere l'adozione di scelte, per l'appunto, autonome e responsabili del soggetto vigilato, prevenendo il verificarsi di situazioni gestionali richiedenti interventi straordinari.

Tale passaggio appare quanto mai necessario proprio per assicurare quel corretto esercizio della funzione pubblicistica ormai da anni assegnata alle Casse professionali.