



COVIP
COMMISSIONE DI VIGILANZA
SUI FONDI PENSIONE

**RELAZIONE
PER L'ANNO 2023**

Considerazioni del Presidente

Roma, 19 giugno 2024

Autorità, Signore e Signori,

la presentazione della Relazione Annuale sull'attività svolta dalla COVIP è un appuntamento importante per fornire un quadro approfondito degli andamenti più recenti nei settori vigilati in cui l'Autorità esercita il proprio mandato istituzionale e per condividere alcune valutazioni su possibili iniziative di intervento volte ad ampliare e rafforzare la partecipazione al sistema.

Prima di procedere con le mie Considerazioni, desidero rivolgere un ringraziamento al Direttore Generale, dott.ssa Lucia Anselmi, e a tutto il personale, che ogni giorno opera con competenza, responsabilità e dedizione e il cui apporto costituisce la prima e più preziosa risorsa dell'Autorità.

In considerazione della rilevanza del settore, di un contesto di riferimento sempre più complesso e di un inevitabile accrescimento degli impegni e delle responsabilità, devo anche sottolineare che purtroppo rimane attuale l'esigenza – già rappresentata in precedenti occasioni – di superare alcuni vincoli normativi che, nel trattamento del personale, segnano una non comprensibile 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 loro caratteristiche socio-demografiche

Alla fine del 2023, sono in essere 302 forme pensionistiche: 33 fondi negoziali, 40 fondi aperti, 68 piani individuali pensionistici (PIP) e 161 fondi preesistenti.

Il consolidamento del sistema non subisce interruzioni, in particolare nel settore dei fondi preesistenti, nel quale nel corso del 2023 c'è stata una riduzione di ulteriori 30 forme e il cui numero si è più che dimezzato rispetto al 1999. Ne consegue la crescita della dimensione media delle forme, con il potenziale sfruttamento di economie di scala unito a guadagni di efficienza a vantaggio degli iscritti. A ciò contribuiscono i più elevati *standard* in termini di organizzazione interna introdotti dalla Direttiva (UE) 2016/2341 (cosiddetta IORP II), al cui rispetto da parte dei fondi la COVIP ha posto specifica attenzione in questi anni.

Alla fine del 2023 le forme complementari totalizzano 9,6 milioni di iscritti, il 3,7 per cento in più rispetto all'anno precedente. Per tutte le forme pensionistiche si osserva una ripresa delle iscrizioni una volta superata la fase più acuta dell'emergenza pandemica. In percentuale delle forze di lavoro, gli iscritti ai fondi pensione sono pari al 36,9 per cento.

Gli iscritti ai fondi negoziali sono 3,9 milioni, il 5,4 per cento in più rispetto al 2022. Buona parte delle nuove adesioni è da ricondurre al

meccanismo dell'adesione contrattuale, che, in base alle previsioni dei contratti collettivi, iscrive in automatico i lavoratori al loro fondo di riferimento per effetto del versamento di un contributo a carico del solo datore di lavoro. Hanno continuato a crescere anche le iscrizioni nel settore del pubblico impiego attraverso il meccanismo del silenzio-assenso introdotto per i lavoratori di nuova assunzione dal 2019.

Gli iscritti ai fondi aperti sono 1,9 milioni e quelli ai PIP 3,9 milioni; la crescita è, rispettivamente, del 5,9 e dell'1,7 per cento. Gli iscritti ai fondi preesistenti sono 656.000.

La composizione degli iscritti per genere resta sbilanciata a svantaggio delle donne: esse costituiscono il 38,3 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 negoziati mentre nei prodotti di mercato risulta meno marcato. Nei fondi negoziali le donne sono il 27,3 per cento del totale, mentre raggiungono il 42,6 per cento nei fondi aperti e il 46,6 nei PIP.

Secondo l'età prevalgono le classi intermedie e quelle più prossime al pensionamento: il 47,8 per cento degli iscritti ha un'età compresa tra 35 e 54 anni e il 32,9 per cento ha almeno 55 anni. La percentuale degli iscritti al di sotto dei 35 anni è del 19,3 per cento, 1,7 punti percentuali in più rispetto a cinque anni prima.

All'interno della componente più giovane, mostra segni di interessante dinamismo quella con meno di 20 anni di età, salita dal 2,2 per cento del 2019 al 2,6 del 2023. Sono per lo più soggetti fiscalmente a carico di

individui che lavorano, la cui iscrizione viene indirizzata per lo più a favore di forme di mercato. Ciò rispecchia decisioni familiari di aprire una posizione previdenziale per i propri figli in vista di una successiva alimentazione con versamenti autonomi una volta che essi entreranno nel mondo del lavoro.

La partecipazione rispetto alle forze di lavoro cresce all'aumentare dell'età: tra i 15 e i 34 anni si attesta al 27,4 per cento, per salire al 32,8 nella fascia compresa tra 35 e 44 anni, al 36 nella classe 45-54 e infine al 45 per cento tra 55 e 64 anni.

Rispetto a cinque anni prima, il quadro mostra un miglioramento: il tasso di partecipazione cresce di sei punti percentuali nella classe più giovane e di 3,5-4 punti percentuali nelle altre fasce.

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 riscontrano in modo simile anche riguardo all'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 16 per cento circa rispetto a quelli degli uomini, e il divario tende ad allargarsi al crescere dell'età. I giovani tra 25 e 34 anni hanno una contribuzione *pro capite* inferiore del 38 per cento rispetto a quella delle fasce di età centrali (35-54 anni).

Rispetto all'occupazione, il 37,6 per cento dei lavoratori dipendenti aderisce a forme complementari contro il 23,5 per cento dei lavoratori autonomi; la forbice si allarga considerando i soli iscritti per i quali risultano effettuati versamenti, molto meno presenti tra gli autonomi.

Nelle regioni del Nord, le più ricche del Paese, le contribuzioni medie sono più elevate, con punte che sfiorano i 3.500 euro, il doppio rispetto a molte regioni del Mezzogiorno.

Le risorse accumulate, i contributi raccolti e le prestazioni previdenziali

Le risorse complessivamente accumulate presso le forme complementari sono 224,4 miliardi di euro. L'incremento rispetto all'anno precedente, pari al 9,1 per cento, è determinato per circa tre quinti dal risultato degli investimenti e per due quinti del saldo tra contributi e prestazioni.

Le risorse accumulate sono pari al 10,8 per cento del PIL e al 4 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane. I fondi negoziali concentrano il 30,2 per cento del totale delle risorse, i fondi aperti il 14,5 e i PIP il 25,3; il peso dei fondi preesistenti, pari al residuo 30 per cento del

totale, per la prima volta quest'anno non risulta prevalente rispetto a quello dei fondi negoziali.

Nel 2023 sono stati incassati contributi per 19,2 miliardi di euro, 940 milioni in più rispetto all'anno precedente. Ai fondi negoziali sono affluiti 6,5 miliardi di euro, in crescita del 7,7 per cento; hanno raccolto 3,1 miliardi i fondi aperti e 5,1 miliardi i PIP, con aumenti rispettivamente del 7,4 e del 2,3 per cento. Nei fondi preesistenti sono confluiti 4,3 miliardi di euro.

Gli iscritti per i quali nel 2023 hanno avuto luogo versamenti di contributi sono circa 6,7 milioni, pari a circa i tre quarti del totale. Essi ammontano mediamente a 2.810 euro *pro capite*.

Gli iscritti non versanti, o per i quali comunque non sono stati effettuati versamenti, pari a circa 2,6 milioni, sono più frequentemente presenti nelle forme di mercato e tra i lavoratori autonomi. Una parte cospicua è tuttavia costituita anche da lavoratori dipendenti iscritti a fondi pensione negoziali con modalità contrattuale. Con riguardo a settori, come quello edile, il cui bacino è caratterizzato da elevata discontinuità occupazionale, l'obiettivo di trasformare l'adesione contrattuale in una partecipazione piena risulta purtroppo più difficilmente raggiungibile.

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

I versamenti annuali a favore dei singoli iscritti sono in gran parte concentrati nella fascia tra i 1.000 e i 3.000 euro. Nella 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, è presente l'11,1 per cento degli iscritti versanti.

Al netto degli afflussi di TFR, che non concorrono al raggiungimento della soglia di deducibilità, nella fascia di versamenti compresa tra 4.500 e 5.500 euro si situano 596.000 persone, in gran parte adesioni individuali a forme di mercato da parte di lavoratori autonomi e, in misura minore, di lavoratori dipendenti. Versamenti di tale importo risultano, invece, fuori portata per gran parte degli iscritti ai fondi negoziali.

Nel 2023 le uscite per la gestione previdenziale hanno totalizzato 11,6 miliardi di euro, 300 milioni in più rispetto all'anno precedente. Sono state erogate prestazioni pensionistiche in capitale per 4,5 miliardi di euro e in rendita per 400 milioni di euro. Nell'anno sono stati corrisposti anche 1,9 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 2,5 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 prevalentemente allocati, per il 56 per cento del totale, in obbligazioni governative e altri titoli di debito.

Rispetto al totale sopra definito, il 14,1 per cento sono titoli del debito pubblico italiano e il 24,6 per cento titoli di altri Stati; i titoli di debito di emittenti diversi dagli Stati sono il 17,3 per cento.

I titoli di capitale sono pari al 21,4 per cento e le quote di OICR al 15,8 per cento. I depositi si attestano al 5 per cento.

Gli investimenti immobiliari in forma diretta e indiretta, presenti quasi esclusivamente nei fondi preesistenti, costituiscono l'1,8 per cento degli investimenti.

Nell'insieme, il valore degli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana (titoli di Stato, titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili) è di 36,6 miliardi di euro, pari al 19,4 per cento del totale rispetto al 20,8 del 2022.

Gli impieghi in titoli di imprese domestiche rimangono stabili rispetto all'anno precedente. Il totale è di 4,6 miliardi di euro, pari al 2,4 per cento del patrimonio; in obbligazioni sono investiti 2,8 miliardi, in azioni 1,8 miliardi di euro. A questi si aggiungono gli investimenti domestici detenuti attraverso quote di OICVM, che si attestano a 1,7 miliardi. Tali valori riflettono anche la peculiare struttura del tessuto industriale italiano e il livello complessivamente limitato della capitalizzazione del mercato finanziario nazionale, elemento strutturale che purtroppo persiste, anche nel confronto con altri Paesi europei.

In questo contesto si registra una crescente attenzione da parte del settore sulle tematiche connesse all'investimento nel sistema Paese. Numerosi fondi stanno ampliando le proprie strategie di investimento a

favore di titoli non quotati, di *private equity* e di *private debt*, spesso attraverso iniziative congiunte. Resta infatti ancora ampio, nel complesso, lo spazio che il quadro normativo consente per questo tipo di investimenti.

La valorizzazione di tali strumenti nelle strategie di investimento dei fondi deve essere accompagnata da un'appropriatezza attenzione da parte dei fondi stessi ai profili dell'informazione e della trasparenza, in un quadro verificabile, chiaro e accurato, al fine di promuovere da parte degli iscritti scelte consapevoli. Tale evoluzione, se attentamente governata, può effettivamente costituire un elemento di attrazione di soggetti a ciò più attenti e sensibili, andando a cogliere un sentimento collettivo di crescente attenzione agli investimenti nell'economia reale del Paese.

I rendimenti e i costi

Nonostante il perdurare di tensioni geopolitiche, nel 2023 l'andamento dei mercati finanziari ha beneficiato del consolidarsi del processo di disinflazione e delle attese di un orientamento meno restrittivo delle principali banche centrali. Ne sono scaturiti rialzi dei corsi dei titoli azionari e, in misura più limitata, anche di quelli obbligazionari.

I risultati di gestione dei comparti delle forme complementari sono stati positivi per tutte le tipologie, recuperando le perdite subite nell'anno precedente.

I comparti azionari hanno registrato guadagni in media pari al 10,2 per cento nei fondi negoziali, all'11,3 nei fondi aperti e all'11,5 nei PIP; nei comparti bilanciati i guadagni sono stati di poco inferiori.

Anche i comparti obbligazionari hanno registrato nell'anno rendimenti positivi. Gli obbligazionari misti hanno ottenuto il 7,2 per cento nei fondi negoziali e il 4,4 per cento nei fondi aperti; risultati positivi, ma inferiori, si sono registrati in media anche nei comparti obbligazionari puri e in quelli garantiti.

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 2013 a fine 2023), i rendimenti medi annui composti delle linee azionarie si collocano, per tutte le tipologie di forme pensionistiche, tra il 4,2 e il 4,5 per cento. Le linee bilanciate mostrano rendimenti medi che vanno dall'1,9 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. I rendimenti delle linee azionarie si collocano inoltre quasi tutti ben al di sopra del 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 0,50 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

L'attività di vigilanza sui fondi pensione interessa tutti gli aspetti della gestione degli stessi; nel corso del 2023, oltre ai controlli su situazioni specifiche, è continuata l'azione di verifica di tipo trasversale sul recepimento dei principi e delle disposizioni introdotte dalla Direttiva IORP II, così come calati nella normativa primaria e in quella secondaria emanata dalla COVIP.

A esito di tali attività, l'Autorità ha posto in essere circa 400 interventi: la metà ha riguardato gli assetti ordinamentali; l'altra metà è riferibile a profili di *governance*, di trasparenza, finanziari ed attuariali. Sono stati inoltre tenuti incontri con i soggetti vigilati (oltre 50); altre attività hanno riguardato le risposte ai quesiti presentati dai fondi e i riscontri forniti agli iscritti a seguito della trattazione degli esposti.

Nell'ambito delle verifiche condotte trasversalmente, può ritenersi conclusa l'attività di analisi dei documenti sugli assetti ordinamentali dei fondi pensione, che ha consentito di far emergere e correggere una serie di

disallineamenti i quali, con gradi di rilevanza diversi, hanno riguardato una vasta platea di soggetti vigilati.

Con riferimento ai fondi pensione negoziali e preesistenti, sono proseguite le verifiche 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). Oltre ad anomalie di carattere formale, che hanno spinto le forme interessate a rivedere le procedure operative e a migliorare la propria regolamentazione interna, sono emerse alcune situazioni, pur marginali, di non piena corrispondenza delle valutazioni effettuate per l’attribuzione della carica rispetto a quanto previsto dalla normativa.

Sono inoltre proseguite le attività di verifica in tema di trasparenza, in relazione alle novità introdotte con le istruzioni emanate dalla COVIP alla fine del 2020.

In particolare, l’attività di verifica sui contenuti dei documenti informativi ha portato a diversi interventi correttivi in relazione alle modalità di rappresentazione dei rendimenti e dei costi nella nota informativa.

È stata inoltre condotta, su base campionaria, una specifica analisi sui contenuti delle aree riservate dei siti *web*. L’accesso all’ambiente di verifica ha anche consentito di effettuare l’analisi degli esemplari di comunicazione agli aderenti e beneficiari che, sulla base delle istruzioni, devono essere resi disponibili dai fondi pensione.

In materia di sostenibilità, si è dato impulso alle verifiche degli adempimenti informativi che i fondi pensione devono seguire sulla base delle nuove norme tecniche di regolamentazione definiti a livello eurounitario.

L'occasione è stata utile per aggiornare la rilevazione dell'impegno delle forme pensionistiche nelle politiche di investimento orientate ai fattori ESG (*Environment, Social, Governance*), in particolare con riferimento ai dati relativi alla qualificazione delle opzioni di investimento offerte. L'aggiornamento, che ha riguardato più della metà delle forme pensionistiche del settore, non ha evidenziato differenze di rilievo rispetto alle indagini precedenti: circa un quarto delle forme pensionistiche esaminate dichiara di adottare politiche di investimento che promuovono fattori di sostenibilità, per un ammontare di risorse pari al 22 per cento del complesso delle masse gestite dai fondi pensione; nessuna forma pensionistica si è collocata tra quelle che dichiarano obiettivi di sostenibilità.

Per quanto riguarda i controlli più strettamente di vigilanza connessi al tema della sostenibilità, sono state verificate le informative fornite dai fondi pensione in una sezione dedicata dell'area pubblica dei siti *web*, quelle fornite a livello precontrattuale e quelle di carattere periodico.

Dalle verifiche svolte sui siti *web*, la sezione dedicata alla sostenibilità è risultata sempre presente. Nella metà dei casi, tuttavia, è stato necessario richiedere ai fondi pensione di procedere a una razionalizzazione dei contenuti, essendo stata rilevata un'informativa superata o ridondante, soprattutto nel caso di forme previdenziali che non dichiarano di promuovere fattori ambientali o sociali, o di avere obiettivi di sostenibilità.

L'informativa precontrattuale sulla sostenibilità è sostanzialmente identificabile con l'appendice alla nota informativa che, a partire dal 2023, i fondi pensione redigono sulla base del nuovo schema di emanazione eurounitaria.

Dalle analisi è emerso che in taluni casi risultavano inserite informazioni sulle caratteristiche di sostenibilità, ancorché la forma previdenziale non dichiarasse di promuovere fattori ambientali o sociali, né di avere obiettivi di sostenibilità. Nella sezione dedicata ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità in alcuni casi non è stata riscontrata la necessaria motivazione circa la mancata presa in considerazione degli stessi o si sono rinvenute informazioni ultronee. Su tutte tali situazioni si è intervenuti al fine di assicurare la correttezza dell'informazione fornita ed evitare che si ingenerasse confusione nei potenziali aderenti.

Relativamente all'informativa periodica sulla sostenibilità, resa nell'ambito della relazione annuale ai bilanci/rendiconti e volta a fornire informazioni in merito alla misura in cui sono state rispettate le caratteristiche ambientali o sociali promosse o siano stati raggiunti gli obiettivi di investimento sostenibile prefissati, in un numero minoritario di casi la stessa è risultata assente o incompleta.

I controlli di trasparenza hanno riguardato anche l'informativa sulla politica di impegno nelle attività di investimento, regolamentata dalla COVIP nel 2020. In diversi casi, i documenti redatti per assolvere gli obblighi informativi derivanti dal suddetto Regolamento sono stati collocati in sezioni dell'area pubblica del sito *web* non idonee a favorirne la reperibilità. In altri casi le motivazioni che hanno determinato la scelta di

non adottare una politica di impegno sono risultate assenti o poco chiare. Ai fondi è stato pertanto chiesto di rivedere la struttura dell'area pubblica e di migliorare la qualità dell'informazione resa.

Per quanto riguarda i controlli sotto il profilo finanziario, oltre ad approfondimenti specifici su situazioni particolari meritevoli di interesse, nel corso del 2023 è proseguita 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.

La verifica del rispetto dei limiti di investimento previsti dalla normativa ha evidenziato alcune criticità nell'implementazione del sistema di gestione e controllo dei rischi, anche in relazione ad attività effettuate, su base normativa o contrattuale, da soggetti esterni ai fondi.

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.

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.

All'attività di vigilanza cartolare si affianca quella ispettiva; nel corso del 2023 sono state condotte verifiche ispettive che hanno riguardato, nel complesso, 29 forme pensionistiche complementari.

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.

Fino allo scorso anno, il quadro aggiornato della situazione degli investimenti delle casse di previdenza veniva fornito solo in occasione della presentazione, in autunno, del cosiddetto “Quadro di Sintesi”. A partire da quest'anno, grazie alla piena entrata a regime del nuovo sistema delle segnalazioni di vigilanza, è possibile fornire un quadro delle principali grandezze aggregate già nella Relazione annuale dell'Autorità, allineando temporalmente tale quadro a quello presentato per i fondi pensione.

Mi limito qui a richiamare alcuni dei dati più rilevanti.

Alla fine del 2023, le attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza ammontano, a valori di mercato, a 114,3 miliardi di euro, contro i 103,8 miliardi dell'anno precedente; a determinare la variazione ha contribuito soprattutto l'andamento positivo dei mercati finanziari, che ha consentito di recuperare le perdite registrate nel 2022.

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 43,1 miliardi di euro (corrispondenti al 37,8 per cento del totale), in aumento di 1,7 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Gli investimenti in titoli di capitale sono pari a 21,7 miliardi di euro (corrispondenti al 18,9 per cento del totale), con un'incidenza sul totale in aumento di 1,5 punti percentuali rispetto al 2022.

Continuano a essere cospicui, ancorché in costante riduzione in termini percentuali, gli investimenti immobiliari, che nel complesso (cespiti di proprietà, fondi immobiliari e partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse) si attestano a 18,8 miliardi di euro (corrispondenti al 16,5 per cento del totale).

Gli investimenti nell'economia italiana (titoli di Stato, titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili) ammontano a 44 miliardi di euro, pari al 38,5 per cento delle attività totali; rispetto all'anno precedente, si registra un aumento di circa tre punti percentuali.

Nell'ambito degli investimenti domestici, rimane predominante la componente immobiliare (17 miliardi di euro, pari al 14,9 per cento del totale dell'attivo); seguono i titoli di Stato (13,8 miliardi, pari al 12,1 per cento dell'attivo), che registrano un incremento di oltre tre punti percentuali rispetto al 2022.

Gli investimenti in titoli emessi da imprese italiane ammontano a 8,4 miliardi di euro, il 7,3 per cento delle attività totali contro il 6,5 dell'anno

precedente; di questi, circa 800 milioni sono titoli di debito e 7,6 miliardi titoli di capitale (che comprendono 1,95 miliardi di quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia).

Il contesto di riferimento e le prospettive evolutive

Gli eventi degli ultimi anni hanno sottoposto il sistema della previdenza complementare a prove di resistenza diverse e impreviste. Le conseguenze economiche e sociali della pandemia, le tensioni geopolitiche crescenti e di non facile mitigazione, il ritorno seppur temporaneo dell'inflazione, lo sforzo dei bilanci pubblici rivolto a far fronte ad altre priorità non determinano un contesto congiunturale favorevole a porre la necessaria attenzione alle esigenze di lungo periodo in materia previdenziale.

Sebbene in un contesto macroeconomico difficile, il sistema della previdenza complementare ha complessivamente mostrato una resilienza di fondo. Le adesioni e le contribuzioni hanno continuato a crescere. I rendimenti degli investimenti, nonostante anni sfavorevoli come il 2022, se valutati nel medio-lungo periodo mostrano in generale risultati positivi, soprattutto per le linee di investimento più orientate all'investimento azionario, che è in grado di cogliere meglio le opportunità proprie di un orizzonte temporale ampio quale quello previdenziale.

La sostanziale solidità dimostrata dal sistema della previdenza complementare in anni pur difficili, non può tuttavia distogliere l'attenzione dai fattori strutturali che nel nostro Paese renderebbero necessario ma non

agevolano un consistente ulteriore sviluppo della previdenza complementare.

È in primo luogo la demografia che si impone come importante 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 di struttura per età. A rendere squilibrata quest'ultima contribuisce il tendenziale incremento dell'aspettativa di vita, fenomeno pur ovviamente positivo.

Le riforme del sistema previdenziale pubblico intervenute a partire dagli anni '90 del secolo scorso e completate all'inizio del secondo decennio degli anni duemila 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 della pensione.

Se l'incorporazione delle tendenze demografiche nei meccanismi di determinazione della spesa pubblica per le pensioni costituisce un importante presidio per la sostenibilità del sistema, non può tuttavia sfuggire che le stesse tendenze possono esercitare un freno sulle prospettive di crescita del Paese in termini di prodotto complessivo e quindi costituire un vincolo strutturale anche per la possibilità di offrire nel futuro pensioni adeguate.

Considerando che nel panorama internazionale il nostro Paese è tra quelli con prospettive tra le più sfavorevoli in termini di invecchiamento

della popolazione, un'adeguata strutturazione del sistema previdenziale su più pilastri appare sempre più necessaria.

Una componente previdenziale a capitalizzazione, investita con un'ampia diversificazione, anche geografica, con un'allocazione degli investimenti adeguata all'orizzonte di lungo periodo, efficiente dal punto di vista dei costi di gestione, consente di mitigare i rischi specifici che interessano il sistema pensionistico di base e aumenta la probabilità di conseguire prestazioni previdenziali nel complesso più elevate.

La previdenza complementare presenta inoltre indubitabili elementi di flessibilità, ad esempio consentendo all'iscritto di scegliere il profilo di investimento in funzione delle proprie caratteristiche ed esigenze, di calibrare la contribuzione, di utilizzare parte delle somme accumulate anche prima del pensionamento ove si determinino specifiche situazioni di necessità e, in funzione della rilevanza dell'obiettivo che persegue, è assistita da un importante sistema di agevolazioni fiscali.

Ciò nondimeno, la previdenza complementare nel nostro Paese è a oggi limitata a fasce ancora troppo ristrette di lavoratori. Chi ne beneficia maggiormente sono gli iscritti con versamenti contributivi continui e adeguati, con scelte orientate a linee di investimento a maggiore contenuto azionario ed efficienti in termini di costi complessivi gravanti sulle posizioni individuali.

È pertanto cruciale considerare la sfida dell'inclusione previdenziale, su cui già da tempo la COVIP richiama l'attenzione.

Come evidenziato in precedenza, il nostro sistema di previdenza complementare è caratterizzato da un fondamentale dualismo. Esso accoglie prevalentemente uomini, di età matura, residenti nel Nord del Paese, inseriti in imprese ragionevolmente più solide e in grado di dare continuità ai flussi di finanziamento. Donne, giovani, lavoratrici e lavoratori delle aree meridionali continuano a essere meno presenti nel sistema della previdenza complementare, anche perché più fragili nelle loro condizioni di occupazione.

D'altra parte, nel considerare tale esigenza, bisogna tenere presente l'elevato livello di contribuzione obbligatoria diretto nel nostro Paese a finanziare il primo pilastro pensionistico. Tale elevato livello di contribuzione è di per sé, a fianco alla demografia, il secondo importante fattore che limita lo spazio di crescita del sistema di previdenza complementare. Come dimostra anche il 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 spesso dimensioni significative.

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

effettivamente possibile, ovvero addirittura ragionevole, dedicare al risparmio previdenziale ben più di un terzo del proprio reddito corrente.

Sono le classi giovani a essere le più esposte: gli elevati contributi che sono tenute a versare nel sistema di pensionistico pubblico subiscono, nel lungo periodo, il rischio di trasformarsi in prestazioni previdenziali non soddisfacenti se il tasso di crescita del PIL si mantiene a livelli più contenuti rispetto ai rendimenti realizzati dai mercati, come è avvenuto in questi anni. Oltretutto, il crescente squilibrio demografico tra giovani e anziani rende i primi sempre più consapevoli che tali contributi servono in primo luogo a pagare le pensioni correnti.

* * *

Al di là di quanto sarà effettivamente possibile fare per perseguire in prospettiva – come è necessario – una maggiore inclusività e sostenibilità del sistema pensionistico, operando sui citati elementi di complessità e delicatezza che di per sé condizionano lo sviluppo del sistema di previdenza complementare, le considerazioni appena svolte non esimono dal doversi interrogare su possibili interventi di manutenzione evolutiva, in grado di accrescere in un orizzonte più ravvicinato l'attrattività e l'efficienza del sistema.

È importante ricordare anzitutto che il risparmio previdenziale, lavorando su orizzonti temporali lunghi, necessita di un quadro normativo quanto più possibile stabile. I cambiamenti vanno dunque opportunamente soppesati, per evitare che venga compromesso il livello di affidabilità che il settore ha in questi decenni faticosamente conquistato. Un calo di fiducia,

anche indotto da interventi normativi di tipo restrittivo, rischia infatti di scoraggiare la partecipazione.

In questo contesto, possono comunque trovare spazio interventi che migliorino la capacità contributiva delle persone, specie per coloro che, per debolezze connesse alla situazione lavorativa e reddituale, anche più pesanti per le donne e per i giovani, si collocano purtroppo ai margini del sistema. Per queste persone, che pure più avrebbero bisogno di tutela nell'età anziana, un aumento delle possibilità di inclusione nel sistema previdenziale potrebbe venire, oltre che da una più sostenuta crescita delle possibilità di occupazione e da una migliore qualità del lavoro, da una rimodulazione dell'intervento pubblico. In particolare, almeno in una prima fase della partecipazione a un fondo pensione, in presenza di situazioni di debolezza, i benefici fiscali, oggi sostanzialmente espressi in termini di deducibilità dei contributi, fino a 5.164,57 euro annuali, potrebbero trasformarsi in una contribuzione di ingresso. Una simile misura, i cui effettivi contorni sono certamente rimessi alle scelte politiche, ove potesse favorire in particolare il coinvolgimento dei giovani, consentirebbe di conseguire altresì una maggiore equità intergenerazionale.

Per altro aspetto, una ridefinizione dei limiti di deducibilità, ad esempio consentendo di riportare ad anni successivi spazi di deducibilità di cui non si è goduto nell'anno di riferimento, faciliterebbe la contribuzione di quanti non sono in grado di destinare ogni anno alla previdenza complementare un flusso stabile di contributi e incentiverebbe la partecipazione di quanti hanno redditi più volatili, come in molti casi del variegato panorama del lavoro autonomo.

Vanno inoltre visti con favore interventi volti a rafforzare il processo di accumulazione delle risorse. A questa finalità si ritiene che risponda certamente il passaggio del sistema di tassazione dei rendimenti conseguiti dai fondi pensione dal risultato maturato al risultato realizzato, quale previsto dalla delega per la riforma fiscale, in corso di attuazione.

Anche gli spazi di partecipazione per quanti accedono al sistema possono però essere migliorati, facendo tesoro degli elementi di conoscenza che i dati e le informazioni disponibili ci consegnano e che abbiamo poco fa presentato. Il quadro complessivo, da una parte, ci conferma la possibilità e – anzi – l'utilità di una migliore allocazione delle risorse e, dall'altra, suggerisce un ampliamento della gamma di prestazioni, che renda la fase di uscita più confacente alle esigenze e alle preferenze degli individui. Interventi in queste direzioni potrebbero validamente concorrere ad accrescere l'interesse per il sistema, favorendo un più ampio e attivo coinvolgimento dei lavoratori e, più in generale, dei cittadini.

Quanto al primo aspetto, i comportamenti osservati in questi anni impongono una riflessione seria e attenta sulla cosiddetta “architettura delle scelte”, vale a dire sulle modalità attraverso le quali le scelte di partecipazione delle persone vengono suggerite e guidate, al fine di realizzare la migliore allocazione del risparmio previdenziale.

Tale “architettura” gioca un ruolo centrale laddove vengano all'attenzione meccanismi automatici di iscrizione, come nel caso dell'adesione per silenzio-assenso, per il buon funzionamento dei quali le scelte di *policy* sono gravate da responsabilità anche maggiori, ma rileva anche per altri meccanismi automatici di allocazione dei flussi contributivi,

definiti a livello di contratti collettivi (ad esempio, le adesioni contrattuali) o di singoli fondi (ad esempio, nel caso di mancata scelta del comparto di investimento).

Con tale finalità, è necessario interrogarsi in primo luogo sull'attualità della scelta operata nel 2005, che individuava la cosiddetta. linea di *default* per il conferimento del TFR da parte dei lavoratori silenti in una linea assistita da una garanzia comparabile al tasso di rivalutazione del TFR.

Invero, una pluralità di elementi - e di diversa natura - portano oggi a ritenere tale scelta non ottimale.

La linea garantita è caratterizzata da una componente azionaria quasi nulla. La componente azionaria è invece più coerente con le aspettative di rischio-rendimento di un investimento di medio-lungo periodo. I risultati di gestione osservati negli ultimi dieci anni – su cui ci siamo soffermati poco fa – mostrano come i rendimenti medi annui composti delle linee a maggiore contenuto azionario si collocano attorno al 4-4,5 per cento per tutte le tipologie di forme pensionistiche. Sullo stesso orizzonte temporale le linee garantite, per tutte le forme pensionistiche, non sono riuscite a raggiungere la rivalutazione del TFR, pari al 2,4 per cento medio annuo. La situazione si mostra confermata allungando il periodo di osservazione.

La collocazione in una linea garantita dei flussi contributivi dei lavoratori silenti, specie di età più giovane, pertanto determina una perdita di opportunità in termini di redditività, ipotecendo anche pesantemente il risultato a scadenza.

A quanto detto, si aggiunge che alla fine del 2023 risultava aver scelto una linea garantita il 37,1 per cento degli iscritti totali. Si tratta non solo di iscritti silenti ma anche – e prevalentemente – di persone che esplicitamente hanno scelto di versare contributi a linee più conservative e che, con ogni probabilità, non hanno modificato nel tempo la propria scelta. Tale significativa circostanza induce a riflettere anche sul ruolo che la linea di *default* può giocare quale elemento che implicitamente indirizza le scelte di partecipazione, assumendo in sé un valore “informativo” in termini di “adeguatezza/sicurezza” per gli iscritti e dunque presunta ottimale.

Al riguardo, un’analisi condotta in COVIP nel 2023 circa le determinanti delle scelte di investimento degli iscritti, ha esaminato – tra l’altro – se il questionario di autovalutazione che l’Autorità ha introdotto nel 2017 per i nuovi iscritti ai fondi con la finalità di fornire un orientamento circa le scelte di investimento, basato anche sull’orizzonte temporale di riferimento, abbia sortito effetti di qualche significatività. Ne è emerso che la somministrazione del questionario ha avuto un ruolo nell’orientare la scelta della linea di investimento a favore di quelle più dinamiche.

Sono risultati che riportano le scelte di investimento al tema della conoscenza e dell’informazione e dell’educazione finanziaria e previdenziale, su cui anche la COVIP è da tempo impegnata, e consentono di guardare con ottimismo alla possibilità che opportune scelte di *policy* inducano le persone a compiere decisioni di partecipazione più adeguate. Né, su questo tema, può omettersi di considerare le possibili ricadute che una linea di *default* di tipo *life-cycle* o bilanciato avrebbe in termini di possibilità di allocazione delle risorse dei fondi pensione; indurrebbe infatti a maggiori

investimenti di tipo azionario e, per tale strada, faciliterebbe il sostegno dei fondi pensione alle imprese produttive.

Tra i possibili interventi volti a migliorare la capacità del sistema di rispondere alle esigenze delle persone, una riflessione in chiave evolutiva va riservata alla fase di erogazione delle prestazioni. La disciplina nazionale esprime oggi un *favor* per la corresponsione della prestazione complementare nella forma di rendita vitalizia, volta a coprire il rischio di longevità, ma incerta nella sua durata.

I dati mostrano però con chiarezza come le persone manifestino una preferenza a ricevere le somme accumulate in capitale (analogamente a quanto avviene per il TFR alla cessazione del rapporto di lavoro), potendo così scegliere poi come utilizzarle nel periodo di pensionamento, decidendo anche se e quante risorse lasciare eventualmente agli eredi in caso di morte.

Rispetto alle preferenze osservate, è ragionevole ritenere che l'obbligo oggi vigente di percepire nella forma di rendita vitalizia almeno il 50 per cento della posizione individuale accumulata sia un fattore che non incentiva l'accumulazione di risparmio nella previdenza complementare.

Sotto altro aspetto, va considerata anche la scarsa offerta di rendite vitalizie da parte delle stesse imprese assicurative che, in ragione dei rischi connessi a tali prodotti e alle correlate implicazioni in termini di stabilità, sono spesso indotte a fissare condizioni che rendono tali prodotti scarsamente appetibili.

Per superare le resistenze dei potenziali iscritti collegate a questo tema andrebbero dunque valutate alcune modifiche, tenendo conto anche delle

esperienze internazionali che associano a schemi pensionistici a contribuzione definita più diversificate opzioni di *pay-out*.

In tale quadro, si reputa utile che le opzioni di *pay-out* siano più ampie, superando come unica forma di rendita erogabile quella vitalizia (pur nelle sue diverse declinazioni). Potrebbero essere prese in considerazione, ad esempio, prestazioni previdenziali che eroghino le somme accumulate ripartendole su un periodo pluriennale, contribuendo almeno in parte a mitigare i rischi connessi alla durata della vita successivamente al pensionamento, diversamente dalla erogazione del capitale in unica soluzione. A tal fine si potrebbe consentire agli iscritti di optare per il mantenimento del montante nel fondo con possibili prelievi parziali successivi, in cifra fissa o entro un importo massimo annuale, oppure per la conversione in una rendita (non già vitalizia ma) temporanea, di durata commisurata alla vita attesa residua, erogata direttamente dal fondo. In caso di premorienza, inoltre, il capitale non ancora prelevato rimarrebbe a beneficio degli aventi diritto e ciò aumenterebbe l'interesse alla partecipazione.

Ciò consentirebbe anche di continuare a beneficiare dell'investimento delle risorse non prelevate, che continuerebbero a essere gestite dal fondo pensione stesso secondo le regole, anche fiscali, proprie della previdenza complementare.

I prelievi periodici, peraltro, costituiscono un'opzione analoga a quella che già oggi potrebbero offrire i PEPP, i piani pensionistici individuali pan-europei, già istituibili anche in Italia (anche se non ancora presenti) e che,

una volta diffusi, avrebbero per questo aspetto una probabile maggiore forza competitiva.

La rendita temporanea, invece, replicherebbe nelle modalità, a partire dal pensionamento, la prestazione periodica che i fondi pensione già sono abilitati ad offrire nel caso in cui la cessazione dell'attività lavorativa intervenga prima del compimento dell'età pensionabile, limitatamente a tale periodo.

Autorità, Signore e Signori,

il quadro sulla previdenza complementare appena presentato dà conferma di un sistema che continua a mostrare una sostanziale solidità, pur in un contesto macroeconomico ancora difficile e caratterizzato da forti tensioni geopolitiche.

Gli iscritti e i contributi hanno confermato le tendenze di fondo di crescita; le risorse amministrare dalle forme pensionistiche sono aumentate recuperando le perdite subite l'anno precedente.

Il grado di diffusione della previdenza complementare e l'effettiva capacità della stessa di conseguire in maniera compiuta, nei confronti di tutti, l'obiettivo che le è proprio, continuano tuttavia a rimanere i profili strutturali sui quali è necessario intervenire.

È con questo spirito che, come Autorità, riteniamo doveroso far scaturire dalla osservazione delle dinamiche di settore proposte di

miglioramento che, come quelle oggi prospettate, costruiscano un sistema ancora più vicino alle persone e utile al futuro del Paese.

Nel quadro delle responsabilità che ci sono istituzionalmente assegnate, consegniamo dunque al decisore politico riflessioni e proposte per irrobustire la partecipazione al sistema di previdenza complementare e, per tale strada, concorrere alla sostenibilità del sistema pensionistico nel suo complesso.

A una collaborazione piena ci impegniamo fin d'ora, assicurando nelle sedi competenti il contributo fattivo di questa Autorità.