



Giunte e Commissioni

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

n. 1

*N.B. I resoconti stenografici delle sedute di ciascuna indagine conoscitiva seguono una numerazione indipendente.*

**6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE (Finanze e tesoro)**

INDAGINE CONOSCITIVA SULLA CRISI FINANZIARIA  
INTERNAZIONALE E SUI SUOI EFFETTI  
SULL'ECONOMIA ITALIANA

29<sup>a</sup> seduta: mercoledì 8 ottobre 2008

Presidenza del presidente BALDASSARRI

**I N D I C E****Audizione della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione**

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 3, 8, 12 e <i>passim</i>	* MANGIATORDI . . . . .	Pag. 3, 13, 14
* BARBOLINI (PD) . . . . .	9		
* COSTA (PdL) . . . . .	9		
FERRARA (PdL) . . . . .	10		
* FIORONI (PD) . . . . .	12		
GERMONTANI (PdL) . . . . .	11		
LEDDI (PD) . . . . .	10		
* MUSI (PD) . . . . .	10		

---

**N.B.** L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dagli oratori.

Sigle dei Gruppi parlamentari: Italia dei Valori: IdV; Il Popolo della Libertà: PdL; Lega Nord Padania: LNP; Partito Democratico: PD; UDC, SVP e Autonomie: UDC-SVP-Aut; Misto: Misto; Misto-MPA-Movimento per l'Autonomia: Misto-MPA.

*Interviene il dottor Bruno Mangiatordi, presidente facente funzioni della Commissione di vigilanza sui Fondi Pensione, accompagnato dal dottor Raffaele Capuano, direttore generale, dall'avvocato Leonardo Tais, direttore centrale e dal dottor Ambrogio Rinaldi, direttore centrale del medesimo organismo.*

*I lavori hanno inizio alle ore 15,10.*

#### PROCEDURE INFORMATIVE

##### **Audizione della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana.

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, è stata chiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo e del segnale audio e che la Presidenza del Senato ha già preventivamente fatto conoscere il proprio assenso. Se non vi sono osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

È in programma oggi l'audizione dei rappresentanti della COVIP che ringrazio per aver accettato il nostro invito. Stiamo ora svolgendo la prima audizione all'interno di questa indagine conoscitiva, alla quale ne seguiranno altre già calendarizzate. La presente indagine conoscitiva ovviamente non ha ad oggetto solo la crisi finanziaria internazionale, in quanto il nostro intento è soprattutto focalizzare e valutare i possibili effetti che si potrebbero produrre sull'economia italiana.

Per la COVIP sono oggi presenti il Presidente facente funzioni, dottor Mangiatordi, il direttore generale, dottor Capuano, il direttore centrale, l'avvocato Tais e il direttore centrale del medesimo organismo, dottor Rinaldi, che ringrazio per essere intervenuti. Ringrazio quindi i nostri ospiti e li invito a consegnare agli atti della Commissione qualunque documento che possa risultare utile alla nostra indagine, affinché sia agevolata una migliore comprensione di questi aspetti per affinare l'efficacia delle azioni che potranno porre in essere Parlamento e Governo nell'attuale contesto.

*MANGIATORDI.* Preliminarmente ringrazio il Presidente e gli onorevoli membri della Commissione per l'invito che, nell'ambito della presente audizione sulla crisi finanziaria internazionale e il suo impatto sull'economia italiana, hanno voluto estendere alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione che in questo momento presiedo.

Vi ringrazio anche perché l'industria dei fondi pensione rappresenta un settore importante della nostra economia nazionale, anche se è un'in-

dustria nascente; ad essa sono iscritti 4,78 milioni cittadini, circa 3,7 milioni dei quali dipendenti del settore privato, che evidentemente guardano agli sviluppi della situazione con una certa trepidazione.

Proprio per la gravità dei fatti che stanno avvenendo, ritengo importante soppesare ogni parola e non lasciare spazio all'improvvisazione, che sarebbe fuori luogo: mi scuserete, quindi, se darò lettura di un testo scritto, seguendo questa traccia in modo fedele.

Fin dalla seconda metà del 2007, quando le prime manifestazioni delle turbolenze finanziarie sembravano in prevalenza circoscritte al mercato americano dei mutui ipotecari, la COVIP aveva richiesto a tutte le forme pensionistiche complementari di fornire dati e informazioni sull'eventuale esposizione, diretta e indiretta, ai titoli legati al mercato dei cosiddetti *sub-prime mortgages*. Dai riscontri era emerso che tali esposizioni risultavano assenti per la quasi totalità delle forme pensionistiche e di ammontare molto limitato in una quindicina di casi. Peraltro, l'incidenza negativa sui rendimenti realizzati è generalmente stata di limitatissima entità.

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

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

La COVIP ha effettuato immediatamente una nuova rilevazione presso tutte le forme pensionistiche vigilate, allo scopo di acquisire informazioni circa l'operatività eventualmente posta in essere dalle stesse in titoli emessi o garantiti da società appartenenti al gruppo Lehman Brothers o, più in generale, in strumenti che comportavano un'esposizione creditoria nei confronti delle suddette società.

La ricognizione ha fatto emergere che un numero assai limitato di forme complementari ha un'esposizione verso strumenti emessi o garantiti da Lehman Brothers. Solo in 16 casi, rispetto ad una platea di oltre 600 forme complementari, si registra un'esposizione superiore allo 0,5 per cento del patrimonio, senza tuttavia quasi mai superare la soglia dell'uno per cento. Se anche nei citati casi si è potuto registrare un impatto nel complesso contenuto, ciò si deve essenzialmente all'applicazione del principio di diversificazione, sancito dalla normativa di settore sugli investimenti e costantemente presidiato dall'attività di vigilanza.

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

Sempre tenuto conto dell'eccezionale gravità della crisi e per consentire ai fondi una maggiore flessibilità nell'articolazione degli investimenti, la COVIP ha inoltre ritenuto opportuno, anche aderendo alle istanze formulate in tal senso da associazioni rappresentative del settore, autorizzare i fondi pensione a superare il limite di detenzione di liquidità, oggi previsto nella misura del 20 per cento del patrimonio. Al riguardo, si è precisato che l'eventuale superamento debba essere deliberato dagli organi di amministrazione, sulla base di motivate esigenze e, comunque, per una durata temporanea (di norma, non oltre 6 mesi).

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

Nel complesso, l'esposizione del portafoglio dei fondi pensione negoziali al mercato azionario, ottenuta considerando anche la quota di titoli di capitale detenuta tramite OICR (essenzialmente i fondi comuni di investimento), raggiunge il 26 per cento. Nei fondi pensione aperti, il patrimonio è costituito per il 42 per cento da titoli di Stato, mentre la quota dei titoli di debito di altri emittenti è pari al 2 per cento. L'incidenza sul patrimonio dei titoli di capitale è del 25 per cento ed è del 23 per cento quella delle quote di OICR; la parte restante del patrimonio è formata da liquidità. Nell'insieme, l'esposizione del portafoglio dei fondi pensione aperti al mercato azionario, ottenuta considerando anche la quota di titoli di capitale detenuta tramite OICR, raggiunge il 46 per cento.

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

portafoglio dei fondi pensione preesistenti verso il mercato azionario è quindi più limitata rispetto alle altre tipologie di fondi pensione.

I PIP (Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo istituiti ai sensi del decreto legislativo n. 252 del 2005), che riguardo agli investimenti restano assoggettati alla disciplina assicurativa, possono essere attuati mediante una gestione di ramo I ovvero di ramo III. Le gestioni di ramo I presentano una connotazione tipicamente prudentiale, anche perché sono assistite da una garanzia di risultato prestata dall'impresa di assicurazione. Le gestioni di ramo III sono attuate tramite contratti di tipo *unit linked*, il cui rendimento è collegato a fondi interni, ovvero OICR, tipicamente caratterizzati da un'ampia diversificazione di portafoglio. Quest'ultimo, alla fine del 2007, risulta formato da titoli di capitale in misura maggiore rispetto a quello dei fondi pensione negoziali ed aperti. Non è invece consentito (questo è un aspetto molto importante) il ricorso a contratti di tipo *index linked*, che – com'è noto – in alcuni casi sono risultati esposti in modo rilevante alle conseguenze dell'insolvenza della banca d'affari Lehman Brothers. Condizioni di accentuata turbolenza caratterizzano tuttora i mercati finanziari. Ciò si riflette sui risultati di gestione ottenuti dai fondi pensione che negli ultimi mesi sono stati soggetti ad ampie oscillazioni, tendenzialmente negative.

Nei primi otto mesi dell'anno in corso i comparti azionari hanno fatto registrare cali consistenti, nell'ordine del 10 per cento per i fondi negoziali e per quelli aperti, e di ordine ancora maggiore per i PIP. Andamenti meno negativi sono invece stati fatti registrare dagli altri comparti; sempre negli stessi otto mesi, il rendimento medio generale dei fondi pensione è risultato comunque negativo per 3,4 punti percentuali. Per i dati di dettaglio rinvio alle tavole statistiche che chiedo di consegnare agli atti della Commissione. È importante notare che l'incidenza di tali andamenti negativi risulta attenuata in virtù della ripartizione degli iscritti tra i diversi comparti.

Alla fine del 2007, solo poco più dell'uno per cento degli iscritti ai fondi pensione negoziali aderisce infatti a comparti di investimento azionario; il 38 per cento risulta invece iscritto a comparti bilanciati, mentre è del 53 per cento la quota di iscritti di pertinenza dei comparti obbligazionari; rimane peraltro ancora circa un 7 per cento di iscritti che aderisce a fondi monocomparto, caratterizzati dall'averne un'unica linea di investimento. Il 12 per cento degli aderenti è iscritto a comparti che offrono la garanzia di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo; rispetto al flusso di nuovi iscritti registrato nel 2007, pari a circa 770.000 unità, poco meno di un terzo ha aderito a comparti garantiti.

Nei fondi pensione aperti, gli iscritti ai comparti azionari sono invece pari al 30 per cento, mentre è del 35 per cento la quota di aderenti, rispettivamente, ai comparti bilanciati e obbligazionari. Il 20 per cento degli aderenti è iscritto a comparti che offrono la garanzia di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo; rispetto al flusso di nuovi iscritti registrato nel 2007, pari a circa 310.000 unità, un terzo ha aderito ai comparti garantiti. Per quanto riguarda i PIP, si evidenzia che il 54 per cento degli

iscritti ha scelto una gestione separata di ramo I, mentre il restante 46 per cento è ricorso a linee di tipo *unit linked*.

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

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

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

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

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

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

Anche nell'attuale fase negativa dei mercati, assume rilievo il profilo dei costi praticati dalle diverse forme pensionistiche complementari. La COVIP pubblica sul proprio sito l'Indicatore sintetico dei costi (ISC) che costituisce lo strumento idoneo a fornire una rappresentazione immediata e comprensibile dell'incidenza, sulla posizione individuale maturata, dei costi sostenuti dall'aderente durante la fase di accumulo. Si notano in

taluni casi, a fronte di elevati costi praticati dalle forme, rendimenti inferiori alla media, a parità di rischiosità delle linee di investimento offerte.

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

Un'analisi condotta su orizzonti temporali più lunghi – come ricordavo, i più consoni ad una valutazione dell'investimento previdenziale – mostra che le differenze di costo fra le diverse forme tendono ad attenuarsi, anche se in valore assoluto l'incidenza per l'iscritto può essere ancora più pesante, dato il maggiore importo della base di calcolo. Differenze anche minime nei costi determinano, infatti, significativi riflessi sull'ammontare della posizione individuale a scadenza e, quindi, sulla rendita pensionistica futura.

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

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

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

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

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

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Mangiatordi per la sua esposizione introduttiva.

COSTA (*PdL*). Signor Presidente, in primo luogo vorrei ringraziare il presidente facente funzioni, dottor Mangiatordi, e i dirigenti della COVIP. Desidero porre soltanto due quesiti.

In primo luogo vorrei sapere se, e in quale misura, con il vostro monitoraggio siete riusciti a rilevare nel portafoglio dei fondi l'entità degli strumenti emessi o garantiti dalla Lehman Brothers o da società per le quali è stato dichiarato il dissesto. In ordine, invece, all'articolazione del patrimonio dei fondi, nel documento testé illustrato e consegnato agli atti della Commissione ci si riferisce ad una significativa componente immobiliare, pari al 16 per cento del patrimonio. Ma tale valutazione è stata fatta a costi storici oppure in base a valori aggiornati in funzione dei principi contabili internazionali? Più precisamente, questa componente (che solitamente, avendo natura immobiliare, ha valore sensibilmente superiore al costo storico) può essere apprezzata per un'entità superiore al 16 per cento?

BARBOLINI (*PD*). Signor Presidente, mi unisco al ringraziamento nei confronti del dottor Mangiatordi, espresso dal collega che mi ha preceduto, per la relazione e gli spunti molto interessanti portati alla nostra attenzione. Vorrei porre alcuni quesiti.

Innanzitutto, rispetto al lavoro di monitoraggio che avete condotto e che parrebbe rappresentare una situazione non particolarmente carica di elementi problematici, ritenete che la normativa vigente, la quale prescrive opportune cautele di differenziazione, sia appropriata? Sulla base della vostra ricognizione, vi sono elementi che avrebbero potuto determinare un ulteriore innalzamento della soglia di garanzia e di tutela? Questo è il primo punto che vorrei fosse chiarito.

In secondo luogo, in relazione all'ultima parte della relazione svolta, nell'attuale situazione potrebbero determinarsi problematiche o difficoltà rispetto all'attuazione della normativa sul TFR? Vorrei inoltre che approfondiste l'aspetto relativo alla necessità di investimenti per campagne di sensibilizzazione e di informazione, cui avete fatto cenno, compreso l'opportuno richiamo all'incidenza dei costi sulla gestione di determinati profili di accantonamento previdenziale e di risparmio.

La mia ultima considerazione è personale e pertanto impegna soltanto me: non vorrei provocare imbarazzo in nessuno. In seguito ascolteremo rappresentanti di altri settori e di comparti diversi ma, pur senza volere enfatizzare la problematicità e la criticità della situazione, ho l'impressione che il lavoro di vigilanza svolto dalla COVIP abbia fornito elementi di assicurazione e mostri profili di efficacia. Mi rammarico, invece, per il fatto che alcune iniziative (penso al lavoro compiuto in questa Commissione e, in particolare, a proposte mie e del Gruppo di cui faccio parte) tese a valorizzarne il ruolo non abbiano più avuto ascolto e possibilità di concretizzarsi, perché mi pare che anche da questa audizione emerga, circa l'operato della COVIP, un profilo di appropriatezza del lavoro e di buon esercizio delle pratiche di tutela e garanzia nell'interesse dei soggetti da salvaguardare, ossia i lavoratori e i risparmiatori.

MUSI (*PD*). Presidente, ringrazio anch'io il dottor Mangiatordi, poiché ritengo che dalla relazione esposta emerga chiaramente come la tempestività dei diversi interventi compiuti e l'efficacia delle direttive emanate dalla COVIP abbiano costretto i fondi ad atteggiamenti prudentziali, quando in altre realtà le autorità non sono state altrettanto attente e tempestive. Credo altresì che bene abbia fatto la COVIP a sottolineare la diversità che esiste tra un investimento previdenziale e un investimento finanziario, dunque tra un investimento a lungo termine e uno a breve termine.

Al presidente Mangiatordi vorrei rivolgere un'unica domanda: perché avete sentito l'esigenza di autorizzare il superamento del limite della detenzione di liquidità, tenendo conto che già la soglia del 20 per cento del patrimonio appare notevolmente elevata dal punto di vista della disponibilità per i fondi? Si potrebbero porre in essere atteggiamenti speculativi che mal si giustificherebbero in un fondo pensione (investire in titoli a breve non si capirebbe, per un fondo pensione, titoli a breve di natura speculativa), anche in considerazione del numero limitato di casi rilevati e della scarsa percentuale che essi rappresentano sul totale degli investimenti fatti, perché si è posta l'esigenza di consentire il superamento del limite di detenzione di liquidità? Non pensate che ciò possa essere considerato un segnale di preoccupazione che mal si concilia con la vostra relazione e, al tempo stesso, possa essere letto male anche all'esterno rispetto al positivo andamento dei conti di cui avete dato conto?

FERRARA (*PdL*). Signor Presidente, la vigilanza ha sicuramente quattro direttrici fondamentali perché quattro sono i tipi di investimento: liquidità dei titoli, dei titoli di Stato, dei titoli di capitale e degli immobili. La prudenza che sicuramente adotta la COVIP in questo momento non può certamente coincidere con la svendita dei titoli di capitale; abbiamo quindi visto che le direttive che ultimamente sono state date si riferiscono alla detenzione di liquidità: ciò significa trasformazione di titoli di Stato in liquidità. Ho però rilevato che si può superare il limite di detenzione di liquidità, di norma, non oltre sei mesi. Qual è il motivo che vi ha indirizzato verso questa scelta?

Quando fate riferimento a percentuali di investimento in titoli di Stato, vi sono indicazioni, direttive precedenti o intendete emanarne di nuove rispetto alla diversificazione all'interno delle varie tipologie di titoli di Stato, vale a dire quanto di CCT, quanto di BPT e quanto di BOT? Inoltre, quando si parla di titoli di Stato, si fa riferimento solo a titoli italiani oppure è possibile comprare titoli di Stato di qualsiasi Nazione europea? Se ciò è possibile, quanti sono i titoli di Stato italiano e quanti, ad esempio, quelli tedeschi?

LEDDI (*PD*). Signor Presidente, vorrei ringraziare il Presidente della COVIP per la sua relazione che ci aiuta a comprendere alcuni aspetti. Ci conforta sapere che nella situazione che è stata delineata il livello di criticità del settore – anche se contenuto al momento, ma si tratta di una

realtà che può cambiare da un momento all'altro – è tenuto sotto controllo. Siamo però consapevoli che, rispetto ad alcune dinamiche di ordine internazionale, la nostra capacità di incidere è assolutamente relativa. Rispetto, invece, ad ambiti di possibile e ragionevole intervento, nella vostra relazione testé illustrata e consegnata agli atti della Commissione viene fatto un significativo accenno ai costi.

Siamo anche reduci da una stagione in cui si sono analizzati da vicino i costi bancari e quindi si è improvvisamente scoperto che «il re è nudo», vale a dire che una serie di costi praticati dalle banche, per la chiusura di conti correnti o in caso di portabilità di mutui, venivano considerati ineludibili da parte del risparmiatore ma in effetti non lo erano affatto. In analogia anche a quanto avvenuto nel settore bancario, è possibile ottenere un quadro indicativo dei costi che vengono praticati dai fondi pensionistici? Nella vostra relazione sono state rilevate delle percentuali di ordine generale, ma vorremmo che fossero decodificate e tradotte in costi per meglio valutare questo aspetto.

La COVIP certamente si richiama ad una politica di più ampio respiro di educazione del consumatore all'accesso al prodotto finanziario. Anche questa è una scelta lodevole, perché – anche in questo caso – sembra ineludibile trovarsi di fronte ad una tematica di difficile decodificazione, anche se di norma è più facile da decodificare di quanto si immagini. Dietro alle vostre affermazioni mi sembra di capire vi sia un avvertimento rivolto al consumatore – che normalmente ha scarsa attitudine a comprendere ciò che acquista (uso termini tecnicamente impropri) – su possibili elementi di non trasparenza all'interno dei prodotti finanziari che vengono commercializzati. Rispetto a questo pericolo è possibile tutelare il consumatore e quindi, a legislazione vigente, esigere maggiore chiarezza?

Da ultimo, richiamandomi a quanto affermava prima molto correttamente il senatore Barbolini, vorrei sapere se il vostro osservatorio ha rilevato la necessità di porre mano ad integrazioni normative in materia di fondi pensione.

GERMONTANI (*PdL*). Signor Presidente, ringrazio gli intervenuti per la loro relazione. È evidente che l'insidia più grossa, in momenti di grande crisi quali quelli che stiamo vivendo, è chiaramente l'incertezza sull'entità reale della crisi medesima ma anche sui tempi che occorreranno affinché si esaurisca. Sembra però che i fondi pensione italiani abbiano retto all'urto, anche grazie all'applicazione del principio della diversificazione degli investimenti che impedisce che si verifichino casi come quello del «Government Pension Fund Global» norvegese.

Ricollegandomi alla domanda del senatore Costa, vorrei chiedere conferma di un dato agli intervenuti: grazie all'indagine conoscitiva effettuata da COVIP presso i fondi di previdenza complementare vigilati, siamo venuti a conoscenza di dati che attestano che l'esposizione verso i titoli azionari e obbligazionari emessi da Lehman Brothers riguarda solo un numero limitato di fondi. Secondo tali dati, si tratta di 83 su

615 soggetti vigilati, mentre la quota di patrimonio coinvolta in ciascuno di essi rappresenta una percentuale dello 0,10 per cento circa e solo in pochi casi risulta superiore, in ogni caso senza mai oltrepassare la soglia dell'uno per cento. Vorrei avere da voi un'ulteriore conferma di questo dato.

Giudico positivamente la scelta di COVIP di autorizzare temporaneamente i fondi a trattenere sotto forma di liquidità una quota maggiore al tetto del 20 per cento previsto dalla legge, perché rappresenta una risposta concreta alle numerose istanze pervenute che consente di accordare maggiori margini di flessibilità in un momento di crisi dei mercati.

FIORONI (PD). Signor Presidente, per quanto concerne le percentuali d'investimento – di cui si è parlato nella relazione – in ordine ai comparti prescelti dai diversi fondi ve ne è una che mi ha colpito particolarmente. Si afferma, infatti, che «il 12 per cento degli aderenti è iscritto a comparti che offrono la garanzia di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo»: mi chiedo perché la percentuale sia così contenuta, soprattutto se si considera – com'è specificato successivamente – che, nel 2007, di 770.000 unità che hanno optato per i fondi pensione integrativi per destinarvi il TFR solo un terzo ha scelto comparti garantiti. Sarebbe forse opportuno porre più attenzione a questo fenomeno, che vede una scelta così limitata di comparti che garantiscono un rendimento minimo o almeno il capitale iniziale, dal momento che si tratta di fondi di pensione integrativi dove confluisce il TFR.

PRESIDENTE. Se non vi sono ulteriori richieste di chiarimento, tenuto conto dell'approssimarsi della seduta d'Aula, vorrei brevemente approfittare anch'io della presenza di COVIP nel suo ruolo istituzionale per meglio comprendere due questioni che sono emerse.

È evidente che in questa sede stiamo trattando la materia previdenziale, che per definizione comporta diversificazione del rischio e soprattutto prudenza negli investimenti. Un altro elemento da considerare è l'orizzonte temporale di medio e lungo periodo, a maggior ragione nel caso di specie che stiamo trattando: non è tanto l'impatto finanziario degli ultimi tre mesi, che ci interessa.

Il problema dei fondi pensione è che si devono studiare tutte le forme tecniche possibili per distribuire il rischio e attutire l'impatto in caso di congiunture economiche sfavorevoli. Diverso è il caso dei fondi *vintage* (anche se meno diffusi in Italia, dove i fondi pensione sono più giovani), che costituiscono un caso classico in letteratura che investe soprattutto quei Paesi in cui i fondi pensione sono più antichi: infatti, se si è talmente fortunati da maturare il diritto alla pensione nel momento di picco della borsa si diventa pensionati ricchi; viceversa, si è sfortunati se si va in pensione nella fase di picco minimo delle quotazioni, perché si rischia di perdere il 30-40 per cento della prospettiva di rendita finanziaria.

Vorrei dunque sapere se in Italia esista una fascia di aderenti ai fondi pensione che, in questo periodo di tempo, potrebbe incorrere nel caso sfortunato dei *vintage* e, in caso positivo, quanto pesi dal punto di vista eco-

nomico. In molti Paesi, infatti, questa problematica è stata risolta con il fondo dei fondi, vale a dire il Fondo sovrano di garanzia del Tesoro proprio per determinare una forma di mutuo soccorso, giustissima, a mio parere.

In secondo luogo, proprio per le suddette ragioni, avrei qualche perplessità a consentire eventuali squilibri di portafoglio verso situazioni di maggiore redditività, ma anche di maggior grado di rischio, aumentando i vincoli di riserva. Occorre fare attenzione a non superare il limite di detenzione di liquidità del 20 per cento, perché da un punto di vista tecnico può essere la stessa cosa, ma oltre certi limiti potrebbe determinare un eccessivo allentamento dei principi di prudenza. È chiaro che un soggetto è libero di sottoscrivere fondi di investimento e di rischiare il proprio capitale: può aderire a fondi di *private equity*, ad esempio in Cina o India, quando era ancora molto rischioso farlo e probabilmente una scelta del genere consentiva anche di guadagnare molti soldi. Tuttavia, proprio in quanto si tratta di fondi pensione, starei molto attento a scambiare l'aumento del grado di rischio con maggiori vincoli di riserva, perché questi ultimi in parte compensano il primo fattore, ma non necessariamente poi assolvono al compito primario dei fondi pensione.

Ultima questione: vorrei che vi fosse maggior disponibilità nei confronti di quella proposta relativa all'educazione scolastica e civica, che mi piace molto (del resto, avete ricordato che nel sito già esiste). A mio avviso, però, va realizzata fuori dalle aule scolastiche, nell'opinione pubblica, nella comunicazione e nel Paese, soprattutto in funzione di analisi comparate dei costi, proprio per stimolare anche la trasparenza, e quindi la concorrenza. Infatti, se già i dati che ci avete portato vengono commisurati al rendimento finale, potrebbe pesare per il 30-40 per cento del rendimento medio finale solo il costo di gestione: francamente, nell'arco dei 40 anni, questa potrebbe diventare una fetta importante della cumulazione dei capitali e dei rendimenti.

Un'ulteriore questione è già stata posta: dal vostro punto di vista – e qui sta il nostro ruolo, in fondo – non sono necessarie eventuali integrazioni legislative? Alla fine, potremmo anche concludere che qualche aggiustamento normativo può essere necessario.

Lascio nuovamente la parola al presidente Mangiatordi, sempre con la riserva che, se vuole integrare per iscritto il suo intervento, ha tutta la facoltà di farlo e gliene saremmo oltremodo grati.

**MANGIATORDI.** Signor Presidente, intanto desidero esprimere un sincero e sentito ringraziamento per l'attenzione che il numero di interventi svolti denota nei confronti delle vicissitudini del settore.

Vorrei cercare di raggruppare le domande, che, pur essendo abbastanza articolate, sono tutte riconducibili ad alcuni filoni. Cominciando dalla banca Lehman Brothers, preciso che abbiamo emesso un comunicato stampa qualche giorno fa, nel quale abbiamo fornito il dettaglio della ricognizione che abbiamo svolto presso i fondi per verificare l'esposizione riguardo a questo titolo. Non voglio ripetere le cifre del comunicato, ma

nella relazione abbiamo sintetizzato che, su un numero pari a circa 600 enti vigilati, soltanto 16 hanno registrato un'esposizione allo 0,5 per cento del patrimonio e quasi mai è stato superato l'uno per cento. Tra l'altro, in 83 dei 615 soggetti vigilati (quelli che avevano qualche quota di Lehman in portafoglio), si parla di una media dello 0,10 per cento, quindi stiamo parlando di numeri veramente esigui. Su questo punto, perciò, mi sento di rivolgere una parola di rassicurazione agli iscritti ai fondi pensione.

Un altro tema che mi pare sia ricorso è quello dei costi, che abbiamo posto in evidenza nella relazione, proprio perché ci siamo resi conto, nell'analizzare il mercato dei fondi pensione, che si registra una anomalia, per cui talune forme, caratterizzate da costi più elevati della media della categoria di riferimento e da rendimenti inferiori alla media, a parità di rischiosità delle linee di investimento offerte, raccolgono comunque un significativo numero di adesioni. Sono questi tutti aspetti sui quali approfondire la riflessione: è un tema – lo ribadisco – a cui siamo particolarmente sensibili.

Desidero fare una precisazione anche per richiamare la vostra attenzione su un elemento positivo del sistema ricordando che la COVIP è stata tra le prime autorità, anche in ambito internazionale, a pubblicare sul proprio sito una tabella nella quale sono rappresentati i costi per ciascuna delle forme pensionistiche presenti sul mercato. Quindi, è facilissimo per gli investitori aggiornarsi su tale aspetto, ma questo non è bastato.

PRESIDENTE. Scusi se la interrompo, dottor Mangiatordi: il dato è anche correlato alla *performance* o vi è solo il costo?

MANGIATORDI. No, vi è solo il costo, ma stiamo valutando di dare informazioni di dettaglio anche sui rendimenti.

Come dicevo prima, rileva che un buon numero di iscritti abbia aderito a forme che presentano costi più elevati della media; oltretutto, in alcuni di questi casi si registrano rendimenti minori rispetto alla media generale. Vi è quindi da chiedersi perché si produca quest'elemento di irrazionalità nel mercato.

Per quanto riguarda la questione del valore degli immobili dei fondi preesistenti, che mi era stata posta, debbo dire che il mondo dei fondi pensione preesistenti (così chiamati perché esistevano prima della riforma introdotta dal decreto legislativo n. 124 del 1993) ha dinamiche specifiche, quindi non è obbligato a seguire le stesse *guidelines* per quanto riguarda gli investimenti del resto dei fondi pensione. Pertanto, la situazione è varia: vi sono fondi in cui gli immobili sono valutati a costo storico e situazioni in cui invece sono iscritti al valore di mercato; non siamo in grado in questo momento, sotto questo profilo, di darvi dati di sintesi aggiornati. Resta, però, il fatto che la componente immobiliare, nel caso dei fondi preesistenti, è piuttosto rilevante: nell'attuale congiuntura i rendimenti di questi fondi si può dire che siano stati nella media più soddisfacenti di quelli del resto dell'industria. In un'ottica di diversificazione del portafoglio si potrebbe riflettere sul divieto imposto ai fondi pensione italiani di

investire direttamente in immobili; si tratta di un discorso complesso, però forse vale la pena affrontarlo.

Per quanto riguarda la questione della liquidità, vorrei dire che abbiamo preso quest'iniziativa rispondendo a una lettera dell'associazione rappresentativa dei fondi negoziali (Assofondipensione), che ci ha posto la questione di un eventuale sfioramento del 20 per cento, che è il limite alla quota di patrimonio che può essere investita in liquidità in casi eccezionali. Ora, ogni limite è sempre uno strumento largamente imperfetto; d'altra parte, considerate che, nel caso dei fondi pensione, i flussi contributivi continuano ad affluire comunque, indipendentemente dall'andamento del mercato; pertanto ampliando i margini di detenzione di liquidità per un periodo limitato di tempo, in caso di episodi assolutamente imprevedibili o di un aggravamento dell'attuale crisi, si consente di sottrarre i flussi contributivi a un eccessivo rischio di mercato. Si tratta quindi di un intervento veramente contingente, legato ad una richiesta specifica: il superamento del limite dev'essere comunque deliberato dal consiglio d'amministrazione con un'appropriata motivazione e per un periodo non superiore a 6 mesi; da questo punto di vista, quindi, abbiamo posto anche alcuni paletti.

Un'altra domanda generale che è stata posta è se la normativa vigente per gli investimenti è appropriata. Mi sento di dire che è una buona base, anche se certamente datata, perché risale agli anni '90 e le cose da allora si sono evolute: dal punto di vista dei mercati finanziari, la gamma dei prodotti si è estesa, al punto che alcuni di essi non sono più chiamati con lo stesso nome, quindi non hanno più la stessa denominazione contenuta nel decreto ministeriale n. 703 del 1996. Pertanto, una rivisitazione di questa normativa è necessaria, però direi che i principi cardine della normativa sono ancora attuali e meritano di essere confermati, a cominciare da quelli della sana e prudente gestione, della massimizzazione dei rendimenti, del contenimento dei costi e della diversificazione degli investimenti, che è certamente uno strumento fondamentale anche in questa specifica circostanza.

Per quanto riguarda i titoli di Stato, in effetti, con questa espressione nelle cifre che abbiamo fornito intendiamo quelli emessi e garantiti da tutti i Paesi membri dell'OCSE, non solo quelli italiani.

Per quanto concerne il piano di educazione finanziaria e previdenziale, abbiamo pensato alla scuola, anche ispirandoci a modelli di altri Paesi. Gli Stati Uniti hanno lanciato un programma che stiamo seguendo da tempo, con il quale stanno realizzando ottimi prodotti da questo punto di vista. Noi riteniamo che alcuni aspetti potrebbero essere mutuati ed altri potrebbero essere oggetto di nuove proposte domestiche. Nella scorsa legislatura, abbiamo siglato un protocollo con il Ministero della pubblica istruzione e, in seguito al cambio di Governo, aspettiamo un segnale positivo al riguardo, perché è un aspetto che ci sta molto a cuore.

Per quanto riguarda i comparti garantiti, è vero che la quota degli iscritti è relativamente bassa, ma proviamo a considerare la questione da diverse angolazioni. Da un punto di vista positivo, bisogna considerare

che coloro che hanno aderito ai fondi pensione dopo la riforma si sono iscritti per un terzo ai comparti garantiti; quindi, da tale lato, conteniamo l'effetto negativo della crisi anche dal punto di vista psicologico. Guardando invece all'investimento previdenziale come investimento di lungo periodo, sottolineo che iscriversi a un comparto garantito quando si è giovani potrebbe non essere una soluzione appropriata. Questo è il motivo per cui abbiamo accennato al modello *life cycle*, che è in grado di tenere maggiormente conto delle caratteristiche sociopatrimoniali dell'aderente.

PRESIDENTE. Ringrazio in modo non formale il dottor Mangiatordi e i suoi collaboratori per il contributo e gli importanti elementi di conoscenza dati ai lavori della nostra Commissione. Dichiaro conclusa l'audizione odierna.

Rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva in titolo ad altra seduta.

*I lavori terminano alle ore 16.*