



GLI INVESTIMENTI DELLE FORME PREVIDENZIALI NEL NUOVO SCENARIO DI RIFERIMENTO

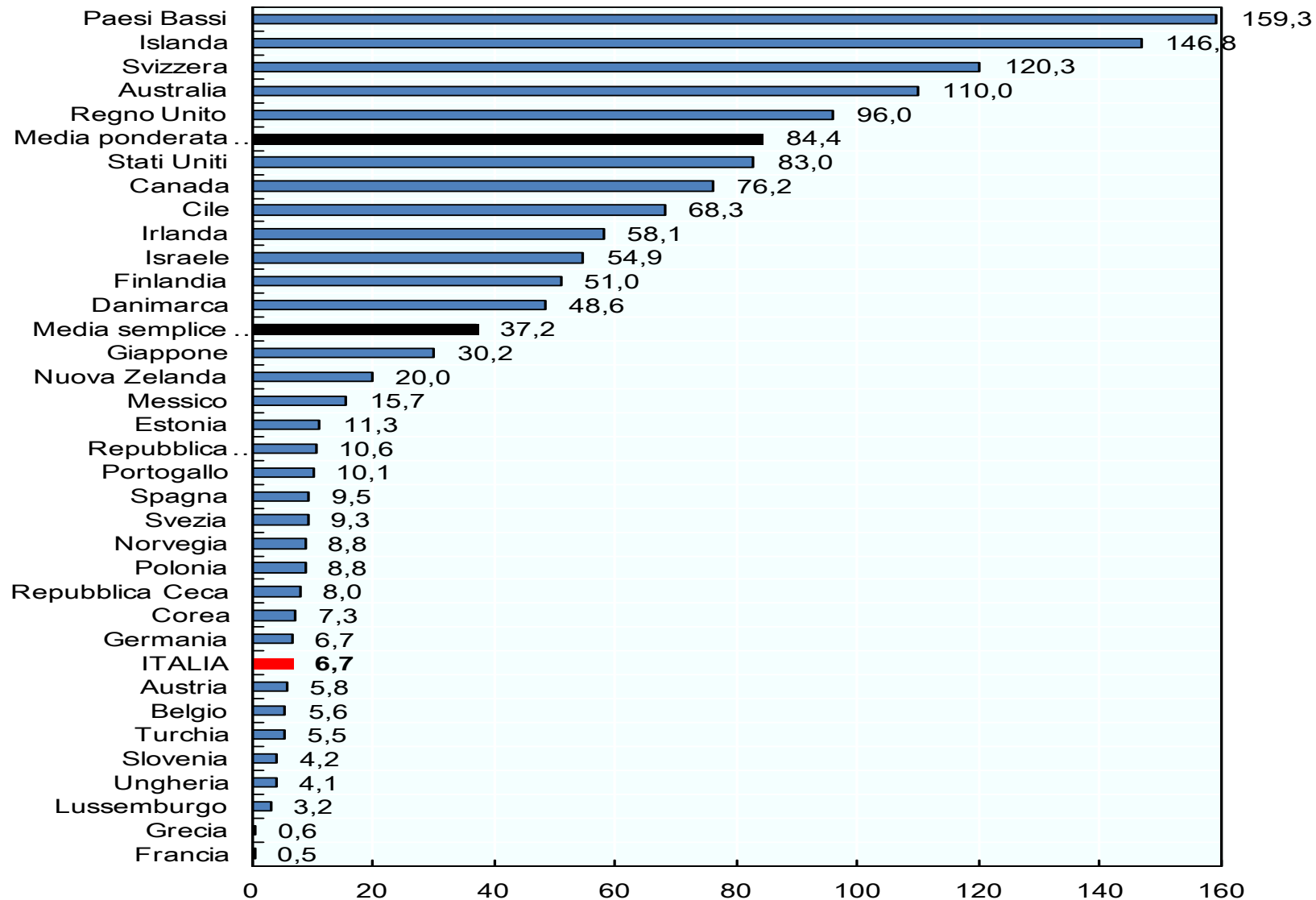
FRANCESCO MASSICCI

Presidente f.f.

Itinerari Previdenziali
Roma, 2 Dicembre 2015

I fondi pensione nel confronto internazionale⁽¹⁾

(dati di fine 2014 o ultimo anno disponibile; valori in % PIL)



Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, novembre 2015.

(1) I dati si riferiscono ai fondi pensione autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Essi pertanto escludono i fondi pensione interni alle imprese (cosiddette *book reserves*, molto diffuse in alcuni paesi tra i quali la Germania) e i contratti assicurativi di tipo pensionistico (ad esempio, i nostri PIP).

I fondi pensione nel confronto internazionale

A fine 2014, le attività dei fondi pensione dei paesi dell'area OCSE avevano superato i 25.000 miliardi di dollari, pari all'84 per cento del PIL dell'area

Più dell'85 per cento degli attivi era concentrato in cinque paesi, nei quali il rapporto attività/PIL spesso supera il 100 per cento (Stati Uniti, Regno Unito, Australia, Paesi Bassi e Canada). Si tratta di paesi nei quali, storicamente, il contributo della previdenza pubblica alla formazione del tasso di sostituzione è più ridotto rispetto ad altri e, quindi, la componente complementare è in uno stadio di sviluppo più avanzato

In Italia, le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari (includendo quindi anche i PIP e i fondi preesistenti interni) si attestavano a 130,9 miliardi di euro, l'8,1 per cento del PIL e il 3,3 per cento delle attività finanziarie delle famiglie

Forme pensionistiche complementari. Gli investimenti

(dati di fine 2014; importi in milioni di euro; valori percentuali)

	Fondi pensione negoziali		Fondi pensione aperti		Fondi pensione preesistenti ⁽¹⁾		PIP “nuovi”		Totale ⁽²⁾	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	1.119	2,8	708	5,1	1.652	5,7	737	4,5	4.217	4,3
Titoli di Stato	23.582	59,5	6.303	45,1	11.054	38,0	8.768	53,6	49.759	50,2
<i>di cui: italiani</i>	10.839	27,3	3.626	25,9	6.260	21,5	6.935	42,4	27.704	27,9
Altri titoli di debito	4.509	11,4	566	4,0	3.589	12,3	3.441	21,0	12.114	12,2
<i>di cui: italiani</i> ⁽²⁾	512	1,3	169	1,2	469	1,6	650	4,0	1.801	1,8
Titoli di capitale	7.388	18,6	3.019	21,6	4.169	14,3	1.890	11,5	16.466	16,6
<i>di cui: italiani</i> ⁽²⁾	271	0,7	230	1,6	231	0,8	73	0,4	805	0,8
OICR	3.134	7,9	3.403	24,3	4.475	15,4	1.485	9,1	12.500	12,6
<i>di cui: immobiliari</i>	21	..	2	..	1.231	4,2	135	0,8	1.389	1,4
Immobili ⁽³⁾	-	-	-	-	2.761	9,5	-	-	2.761	2,8
Altre att. e pass.	-88	-0,2	-19	-0,1	1.425	4,9	48	0,3	1.366	1,4
Totale	39.644	100,0	13.980	100,0	29.125	100,0	16.369	100,0	99.183	100,0
<i>di cui: titoli italiani</i>	11.622	29,3	4.025	28,8	6.960	23,9	7.658	46,8	30.310	30,6

(1) I dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione.

(2) Dati stimati.

(3) Includono le partecipazioni in società immobiliari.

Forme pensionistiche complementari. Gli investimenti

Metà del portafoglio costituito da titoli di Stato; il 27,9% del patrimonio è investito in titoli del debito pubblico italiano (27,7 mld €)

Copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane (tramite azioni e obbligazioni) molto limitata: in forma diretta, 2,6 mld €, il 2,6% del patrimonio investito

Investimenti immobiliari (4,2% del patrimonio) presenti di fatto solo nei fondi preesistenti

Investimenti in fondi mobiliari chiusi (veicoli per investire in forma indiretta in impieghi alternativi, quali *private equity* e *private debt*) presenti in una quota marginale nei fondi preesistenti

Enti previdenziali privati e privatizzati. Gli investimenti

(dati di fine anno; importi in milioni di euro; valori percentuali)

	2012		2013	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	6.673	10,9	4.991	7,6
Titoli di Stato	9.589	15,7	12.972	19,7
<i>di cui: ITALIA</i>	7.529	12,3	9.225	14,0
Altri titoli di debito	6.208	10,2	6.623	10,1
<i>di cui: ITALIA</i>	1.390	2,3	1.361	2,1
Titoli di capitale e altre partecipazioni	2.483	4,1	3.668	5,6
<i>di cui: ITALIA</i>	992	1,6	1.134	1,7
OICR	16.817	27,5	18.843	28,7
<i>aperti armonizzati</i>	8.685	14,2	9.349	14,2
<i>aperti non armonizzati</i>	658	1,1	735	1,1
<i>chiusi e alternativi</i>	7.475	12,2	8.759	13,3
<i>di cui: fondi immobiliari</i>	6.491	10,6	7.616	11,6
<i>di cui: domiciliati in ITALIA</i>	6.203	10,2	7.138	10,9
<i>di cui: fondi di private equity o venture capital</i>	591	1,0	686	1,0
<i>di cui: domiciliati in ITALIA</i>	<i>n.d</i>	<i>n.d</i>	420	0,6
Immobili	12.817	21,0	11.521	17,5
Partecipazioni in società immobiliari	599	1,0	693	1,1
Polizze assicurative	512	0,8	435	0,7
Altre attività	5.363	8,8	5.965	9,1
Totale	61.060	100,0	65.710	100,0

Enti previdenziali privati e privatizzati. Gli investimenti

Rilevante presenza degli investimenti immobiliari, per lo più indirizzati al mercato italiano: 30,2% delle risorse complessive (suddivisi in 17,5% investimenti diretti, 11,6% quote di fondi immobiliari, 1,1% partecipazioni in società immobiliari)

A livello di singolo ente, la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività detenute in 10 casi; in particolare, per quattro enti è compresa fra il 45 e il 55 per cento e in un caso è oltre il 60 per cento

I titoli di debito formano il 29,8%, di cui oltre i 2/3 titoli di Stato; le azioni pesano

Titoli di Stato italiano pari al 14% del portafoglio complessivo (9,2 mld €)

Copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane (tramite azioni, obbligazioni e quote di fondi di *private equity*) anche qui limitata: 3 mld €, il 4,4% delle attività totali

I nuovi scenari di riferimento. Le opportunità di investimento

Il contesto attuale è caratterizzato dai riflessi delle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalle banche centrali; esse comprimono, fin quasi ad annullarli, i tassi di interesse sugli strumenti di mercato monetario e obbligazionario → si riducono le aspettative di guadagno sui portafogli obbligazionari

Per le forme complementari, tradizionalmente orientate al reddito fisso, l'obiettivo di massimizzare i rendimenti netti entro rischi 'accettabili' rende necessario guardare a strumenti finanziari con un profilo di rischio più elevato, ma in prospettiva più redditizio

Si ampliano quindi le opzioni e gli strumenti finanziari disponibili per l'investimento. Anche gli investimenti cosiddetti alternativi (ad es. *private equity*) possono rappresentare uno strumento utile, puntando alla diversificazione e all'assunzione di rischi coerenti con la finalità previdenziale delle forme pensionistiche

I nuovi scenari di riferimento. La *governance* e la dimensione

Tuttavia, il processo di attuazione della politica di investimento è in questi casi più complesso e articolato, richiedendo alle strutture di governo delle forme pensionistiche adeguate competenze e professionalità, per la delicatezza dei compiti in fase di selezione e monitoraggio degli investimenti

Il miglioramento degli assetti organizzativi è funzionale non solo all'adozione di politiche di investimento più rispondenti al mutato contesto di riferimento, ma anche alla capacità di operare a costi contenuti, puntando all'efficienza

In tale prospettiva, ben si inserisce la ricerca di dimensioni adeguate. A fine 2014, le forme complementari sono 496. I fondi con più di 100.000 iscritti sono 11 e raccolgono quasi il 50 per cento delle adesioni complessive. Quelli con meno di 1.000 iscritti sono 268, prevalentemente fondi preesistenti, e raccolgono complessivamente solo l'1 per cento del totale degli iscritti

I nuovi scenari di riferimento. Il sostegno all'economia reale italiana (1)

Forme previdenziali private. Investimenti nel nostro Paese

(dati di fine 2014 per le forme complementari e di fine 2013 per gli enti previdenziali privati di base; importi in milioni di euro; valori percentuali)

	Forme pensionistiche complementari		Enti previdenziali privati di base		Totale	
	Importi	in % attività	Importi	in % attività	Importi	in % attività
Titoli di Stato	49.759	50,1	12.972	19,7	62.731	38,0
<i>di cui: italiani</i>	27.704	27,5	9.225	14,0	36.929	22,4
Altri titoli di debito	12.114	11,0	6.623	10,1	18.737	11,4
<i>di cui: italiani</i>	1.801	1,7	1.361	2,1	3.162	1,9
Titoli di capitale	16.406	16,1	3.668	5,6	20.074	12,2
<i>di cui: italiani</i>	805	0,8	1.134	1,7	1.939	1,2
OICR	12.500	12,6	18.843	28,6	31.343	19,0
<i>di cui: immobiliari</i>	1.389	1,5	7.558	11,6	8.947	5,4
Immobili ⁽¹⁾	2.761	3,4	12.213	18,6	14.974	9,1
<i>Per memoria:</i>						
Totale attività	99.183	100,0	65.710	100,0	164.893	100,0
<i>di cui: investite in Italia⁽²⁾</i>	33.071	33,3	31.491	47,9	64.562	39,2

(1) Sono incluse le partecipazioni in società immobiliari.

(2) Comprensive degli immobili e delle quote di OICR immobiliari.

I nuovi scenari di riferimento. Il sostegno all'economia reale italiana (2)

Guardando ai dati complessivi (fondi e casse), su 165 miliardi di euro di impieghi, circa 42 miliardi sono investiti in titoli di emittenti domestici, di cui 37 miliardi formati da titoli di Stato

Alle imprese italiane vanno nell'insieme 5,6 miliardi di euro, lo 0,2 per cento circa delle loro passività finanziarie, così suddivisi: 3,1 miliardi sotto forma di strumenti obbligazionari e 2,5 miliardi di strumenti azionari

L'investimento immobiliare, circa 23 miliardi di euro per quasi la totalità localizzati in Italia, è in larga parte concentrato presso le casse private e privatizzate

I nuovi scenari di riferimento. Il sostegno all'economia reale italiana (3)

Per i fondi pensione, che non hanno ancora raggiunto lo stadio di maturità, l'aumento degli investimenti negli strumenti finanziari emessi dalle imprese italiane ritrova possibili margini di espansione nei flussi di cassa positivi generati dalla gestione previdenziale

Tra le cause che finora hanno ostacolato tali investimenti nei fondi pensione vi sono: a) la replica di *benchmark* di mercato diversificati su scala internazionale nei quali il peso dell'Italia è marginale; b) le difficoltà di valorizzazione e liquidabilità degli strumenti non quotati; c) l'avversione al rischio dei CdA e la durata dei mandati di gestione incoerente rispetto all'orizzonte temporale delle linee di investimento

Per le casse, che invece hanno già raggiunto lo stadio di maturità essendo a regime la fase di erogazione delle prestazioni, i margini per aumentare gli investimenti nell'economia reale sono inferiori; oltre ai vincoli di natura regolamentare, per alcune di esse si pone il problema di disinvestire quote del portafoglio meno liquido per poter far fronte alle esigenze derivanti dal pagamento delle prestazioni

I nuovi scenari di riferimento. Il sostegno all'economia reale italiana (4)

Alla disponibilità di chi è pronto all'investimento (le forme previdenziali) deve associarsi l'offerta di idonei strumenti finanziari (fondi di *private equity*; obbligazioni emesse da piccole imprese, cosiddetti minibonds; fondi di debito, cosiddetti *credit funds*, *project bonds* e altro ancora)

Tali strumenti, oltre alla conformità alla normativa vigente, devono essere adeguati alle esigenze dei fondi pensione per: trasparenza, regolarità dei flussi informativi, criteri e frequenza di valorizzazione, possibilità di smobilizzo, diversificazione degli emittenti, standardizzazione dei prodotti, costi

Adozione di diverse iniziative, anche legislative, per favorire la creazione di strumenti e veicoli *ad hoc* (*minibonds*, fondi di *private equity*, fondi di debito o *credit funds* e altro ancora)

I nuovi scenari di riferimento. Il sostegno all'economia reale italiana (5)

Tuttavia, la gamma degli strumenti disponibili per l'investimento appare oggi ancora ristretta e non pienamente adeguata rispetto alle esigenze delle forme previdenziali

La Legge di Stabilità 2015 ha previsto un credito di imposta condizionato all'investimento di tutto o parte del risultato di gestione in attività di carattere finanziario a medio-lungo termine individuate con decreto MEF; lo stanziamento complessivo di 80 mln di euro decorre dal 2016 ed è da ripartire tra fondi e casse

Resta da valutare l'effetto che tale disposizione potrà generare in termini di volume di investimenti attivabili; tuttavia è un segnale che va nella direzione di creare condizioni più favorevoli all'investimento nell'economia reale italiana da parte delle forme previdenziali

Gli interventi normativi sugli investimenti

FORME PENSIONISTICHE COMPLEMENTARI

DM Economia 166/2014 (che ha sostituito il DM Tesoro 703/1996, tenendo conto dell'evoluzione normativa e dell'innovazione finanziaria nel frattempo intervenute). Si applica ai fondi pensione (con alcune deroghe riguardo ai fondi preesistenti), i quali dovranno adeguarsi entro maggio 2016. La normativa tiene conto degli ulteriori limiti previsti dal Decreto lgs. 252/2005 e delle norme di derivazione comunitaria

ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI E PRIVATIZZATI

Schema di regolamento del Ministero dell'Economia e delle finanze in materia di investimento delle risorse finanziarie, gestione e prevenzione dei conflitti di interessi e disciplina del depositario degli enti previdenziali privati e privatizzati: **a esito della consultazione è stato trasmesso al Consiglio di Stato per il parere; la procedura è tuttora in corso di completamento**

Fondi pensione. Gli interventi normativi sugli investimenti: elementi essenziali (1)

Gli investimenti devono conformarsi ai generali criteri di: sana e prudente gestione, ottimizzazione della combinazione redditività-rischio del portafoglio, diversificazione, efficiente gestione

A tali criteri generali, sono affiancati alcuni limiti quantitativi che si riferiscono, in particolare, a: OICR alternativi, strumenti non negoziati su mercati regolamentati, strumenti finanziari connessi con merci, esposizione in valuta

Criterio di proporzionalità fra l'adeguatezza della struttura organizzativa e la dimensione, la complessità e le caratteristiche del portafoglio, la modalità di gestione (diretta/indiretta) adottata, la percentuale di strumenti finanziari non quotati su mercati regolamentati

In linea generale è affermata l'importanza delle Disposizioni COVIP 2012 che hanno previsto la predisposizione dell'apposito Documento sulla politica di investimento

Obbligo di formulare per iscritto un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse, adeguata alle dimensioni e alla complessità della propria attività

Fondi pensione. Gli interventi normativi sugli investimenti: alcuni limiti quantitativi (2)

Categorie di attivi	Limiti quantitativi (in % disponibilità fondo)
Strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi <i>di cui: quote di OICR alternativi</i>	≤ 30%
Strumenti finanziari di uno stesso emittente	≤ 20% disponibilità fondo / 25% patrimonio OICR
Investimenti in azioni o quote di una stessa società	≤ 5% (10% nel caso di gruppo), con eccezioni (ad es., titoli di Stato Paesi UE/OCSE)
Strumenti finanziari connessi a merci	≤ 5% (≤ 10%) del capitale della società se quotata (non quotata)
Strumenti derivati	≤ 5%
	Solo se rischio finanziario non superiore all'acquisto a pronti di attività sottostanti (leva ≤1); solo per finalità di riduzione rischio o efficiente gestione; ferme restando le disposizioni comunitarie, obbligo di costante valutazione dei rischi e monitoraggio dell'esposizione
Esposizione valutaria	≤ 30%

Enti previdenziali privati e privatizzati. Gli interventi normativi sugli investimenti: elementi essenziali

Lo schema di decreto si ispira, secondo quanto previsto dalla legge e con gli opportuni adattamenti, alla regolamentazione emanata per i fondi pensione. Tra le altre cose, sono previsti:

- la conformità ai **criteri generali** di: sana e prudente gestione, coerenza con il profilo di rischio e con la struttura delle passività detenute, ottimizzazione della combinazione redditività-rischio del portafoglio, diversificazione, efficiente gestione
- limiti quantitativi riferiti a specifiche classi di attività/strumenti finanziari
- **un criterio di proporzionalità** fra l'adeguatezza della struttura organizzativa e la dimensione, la complessità e le caratteristiche del portafoglio, la modalità di gestione (diretta/indiretta) adottata, i rischi assunti, la % di strumenti diversi dai titoli quotati e dagli OICR alternativi
- condizioni 'qualitative' per l'investimento in quote di OICR
- la formalizzazione di un documento sulla politica di investimento
- obbligo di un depositario