

## Relazione introduttiva Prof. Alberto Brambilla – Itinerari Previdenziali

Granada, 2 ottobre 2011

### Premessa

Nei nostri precedenti incontri abbiamo dato una definizione di ciò che intendiamo per "**gestione previdenziale**" a scopi pensionistici e sociali e successivamente abbiamo evidenziato i "**rendimenti obiettivi**" caratteristici di ciascuna gestione, sottolineando la necessità di disporre di strumenti di investimento coerenti.

La crisi finanziaria ha messo in rilievo i rischi, per le gestioni previdenziali legati a una offerta di servizi di investimento basata spesso su "prodotti impacchettati" con scarse probabilità di realizzare i risultati promessi, non legati a beni e valori reali e soprattutto non correlate ai rendimenti richiesti dalle "obbligazioni" nei confronti degli iscritti: le passività. Ci si è così accorti che è giunto il momento del "**back to basic**", del ritorno cioè alla semplicità e comprensibilità degli investimenti che inoltre dovrebbero anche generare benefici e ricadute positive alla società e alla generazione che accumula questi patrimoni. Ma è davvero così per tutti? Esaminando certi investimenti fatti da alcuni investitori previdenziali, si direbbe che la crisi è già stata dimenticata e concetti come semplicità, comprensibilità e ricadute positive sul tessuto economico nazionale, sono stati accantonati.

Ora lasciate le strade della finanza creativa alcuni operatori (non tutti perché alcuni continuano a fabbricare "carta" come se la situazione non fosse radicalmente cambiata) si pongono seriamente l'obiettivo di realizzare le esigenze degli investitori istituzionali; le fabbriche prodotte si sono attrezzate e gli *advisor*, spesso sotto utilizzati, possono essere un "asset" molto utile.

Infatti oggi predisporre gestioni separate o sicav o comparti su misura per le differenti gestioni istituzionali è possibile e i Fondi Pensione, gli Enti Previdenziali e le Fondazioni Bancarie, con l'aiuto degli *advisor* e con l'applicazione dell'ALM possono definire con precisione **gli asset dedicati** in cui investire; ciò, oltre a semplificare la gestione amministrativa e contabile e ridurre gli adempimenti delle banche depositarie, può facilitare il raggiungimento degli obiettivi che possono essere monitorati in modo più puntuale.

Ma elemento fondamentale e primo per importanza, è l'etica nei rapporti tra fruitori e produttori di servizi finanziari soprattutto nella difficile situazione economica mondiale dove **un "connubio" tra esigenze degli investitori e proposte di mercato è sempre più indispensabile**. Su questo tema e sulle modalità per creare un rapporto costruttivo, serio e **continuativo**, tra fruitori e fornitori di servizi finanziari, discuteremo in questi tre giorni di studio. Intanto la compilazione delle schede ricognitive, ci potrà essere di aiuto poiché consentirà di comprendere meglio le esigenze e le necessità procedurali degli uni e degli altri.

### Rendimenti realizzati e rendimenti obiettivo

Abbiamo più volte affermato che le gestioni previdenziali si differenziano da quelle più tipicamente finanziarie per diversi motivi: **a)** il primo è sicuramente legato alla "obbligazione" che si contrae con chi, per legge o volontariamente versa dei contributi (quindi sottrae consumi correnti per i consumi futuri) per la propria vecchiaia; è quindi un **impegno etico** a gestire ancor meglio che se fossero soldi propri; **b)** ne discende che non si tratta di investimenti speculativi ma, come dice il libro verde della Unione, da fare come fa il "*buon padre di famiglia*"; **c)** infine occorre puntare a rendimenti che siano il più possibile allineati con quelli tipici di ogni singola gestione previdenziale evitando di farsi allettare da investimenti che alla prima crisi mostrano tutta la loro debolezza; si vedano i fantasmagorici rendimenti del private equity in imprese dell'estremo oriente o di fondi che investono in attività strane o servizi immobiliari esteri ormai giunti a maturazione.

Ma gli investimenti delle gestioni previdenziali, che ricordo ancora sono inserite nel **sistema gestionale della ripartizione**, dovrebbero essere, da un lato **verificabili e controllabili** e dall'altro, anche utili al proprio Paese. Va sicuramente bene diversificare ma, ad esempio, acquistare un palazzo a New York non è certamente la tipologia di gestione che si può controllare in tempo reale e neppure produce ricadute sull'economia italiana (ovviamente non siamo autarchici). Se invece l'investimento servisse per aumentare l'occupazione del nostro paese ciò creerebbe le condizioni per migliorare i flussi contributivi (più lavoro = più occupazione = più contributi versati = miglioramento delle gestioni tecnico attuariali). Se tanti facessero come nei Paesi Nordici o in Germania o Spagna e investissero nell'ambiente,



migliorerebbe, oltre che la qualità della vita, anche l'occupazione di lavoratori e professionisti e anche le gestioni previdenziali.

Già da queste prime affermazioni si dovrebbe dedurre che un **connubio** tra chi propone rendimenti fuori mercato o investimenti strani e non correlati agli obiettivi fissati nei bilanci tecnici, **non può realizzarsi**. Detto questo e considerando che dal Governo del Paese non arrivano né direttive incentivanti né aiuti di altro genere, ai responsabili di Casse previdenziali, Fondi pensione e Fondazioni resta il pesante onere di gestire ingenti risorse in mercati sempre più difficile e volatili.

Al fine di fare una prima verifica su quanto abbiamo finora detto in materia di investimenti utili e rendimenti, a solo titolo indicativo (l'evidenziazione dei dati ha solo finalità di consuntivo) abbiamo realizzato quattro tabelle con le performance a 1, 3 e 5 anni di fondi pensione e casse di previdenza. Come si può vedere non è stato semplice trovare i dati relativi ai rendimenti; è stato più semplice per i fondi pensione che, tra l'altro, applicano una metodica di calcolo delle performance standardizzata a livello internazionale anche se alcuni rendimenti a 10 e 15 anni sono ancora irripetibili. Più complicato è stato il lavoro per le casse privatizzate che non sono obbligate a comunicare i risultati di gestione e utilizzano metodi diversi per il calcolo dei rendimenti, con difficoltà di comparazioni omogenee.

■ Relativamente ai **fondi pensione** (tabelle 1 e 2), abbiamo scelto di analizzare quelli con il maggior patrimonio (il campione rappresenta oltre il 66% delle risorse AUM) confrontando i rendimenti ottenuti con il classico benchmark preso a riferimento, il **TFR**; come si vede sono molti i casi (evidenziati in rosso) in cui non si è riusciti a battere il rendimento obiettivo. Il problema, come si evince meglio nella tabella relativa alle Casse Privatizzate, è che recuperare i rendimenti non realizzati è assai problematico e implica l'azzardo di un incremento del rischio che non può essere tollerato da un investimento previdenziale.

Tabella 1

LE PERFORMANCE A 1, 3 E 5 ANNI DI TUTTE LE LINEE DEI 10 FONDI PENSIONE NEGOZIALI CON MAGGIORE AUM AL 30/6/2011

Nome FPN	nome linea	tipologia in base al benchmark	patrimonio al 30/6/2011 (mil. di euro)		performance al 30/6/2011		
			totale AUM	single linee	1 anno	3 anni	5 anni
Alifond	Alifond bilanciato	bilanciato		620,21	4,61%	8,02%	
Alifond	Alifond garantito	garantito	694,24	72,13	1,19%	10,38%	
Alifond	Alifond dinamico	bil.azionario		1,9	6,82%		
Cometa	Cometa linea reddito	bil.obbligazionario		3439,75	2,97%	11,95%	15,73%
Cometa	Cometa linea monetario plus	monetario	5993,6	1550,78	1,11%	5,70%	10,69%
Cometa	Cometa linea sicurezza	obbl. misto		717,94	0,57%	7,10%	12,15%
Cometa	Cometa linea crescita	bilanciato		285,13	6,96%	9,40%	8,59%
Fonchim	Fonchim Stabilità	bil.obbligazionario		2824,49	5,54%	8,89%	12,51%
Fonchim	Fonchim Crescita	bil.azionario	3083,37	178,21	10,40%	3,09%	3,86%
Fonchim	Fonchim garantito	garantito		80,67	1,16%	4,45%	
Fondenergia	Fondenergia bilanciato	bilanciato		829,29	3,14%	10,88%	12,33%
Fondenergia	Fondenergia dinamico	bil.azionario	1000,65	115,71	4,32%	7,85%	6,89%
Fondenergia	Fondenergia garantito	garantito		55,65	0,93%	7,29%	
Fondoposte	Fondoposte garantito	garantito	783,28	396,8	1,04%	12,83%	18,26%
Fondoposte	Fondoposte bilanciato	bil.obbligazionario		386,48	1,41%	12,69%	14,74%
Fonte	Fonte bilanciato	bil.obbligazionario		906,73	2,30%	12,80%	14,82%
Fonte	Fonte garantito	garantito	1443,96	512,75	1,06%	10,27%	
Fonte	Fonte Dinamico	bil.azionario		13,26	3,62%	10,60%	
Fonte	Fonte Crescita	bilanciato		11,22	2,32%	11,95%	



Tabella 2

Nome FPN	nome linea	tipologia in base al benchmark	patrimonio al 30/6/2011 (mil. di euro)		performance al 30/6/2011		
			totale AUM	singole linee	1 anno	3 anni	5 anni
Fopen	Fopen bilanciato obbligazionario	bil.obbligazionario		638,62	4,70%	17,45%	17,59%
Fopen	Fopen bilanciato	bilanciato		167,07	6,72%	7,30%	7,13%
Fopen	Fopen prevalentemente azionario	bil.azionario	1012,17	109,46	8,75%	4,33%	2,32%
Fopen	Fopen monetario	monetario		53,2	0,65%	5,40%	10,04%
Fopen	Fopen monetario classe garanzia	garantito		25,82	0,10%	6,17%	
Fopen	Fopen obbligazionario	obbl. misto		18	2,75%	16,23%	16,50%
Laborfonds	Laborfonds bilanciato	obbl. misto		919,27	2,96%	11,52%	11,04%
Laborfonds	Laborfonds garantita	garantito		103,12	1,13%	11,02%	
Laborfonds	Laborfonds prudente		1134,28				
Laborfonds	Laborfonds etica	bil.obbligazionario		81,85	0,56%	12,09%	
Laborfonds	Laborfonds dinamica	bil.azionario		30,04	6,03%	9,23%	
Priamo	Priamo bilanciato Sviluppo	bilanciato		561,8	6,69%	8,97%	12,20%
Priamo	Priamo garantito Protezione	garantito	701,98	136,23	1,65%	9,88%	
Priamo	Priamo bilanciato prudenza	obbl. misto		3,95	1,80%		
Telemaco	Telemaco prudente green	bil.obbligazionario		640,57	4,41%	14,89%	14,79%
Telemaco	Telemaco bilanciato yellow	bilanciato		125,83	8,39%	12,88%	10,43%
Telemaco	Telemaco crescita orange	bil.azionario	922,84	63,26	11,90%	11,05%	5,85%
Telemaco	Telemaco conservativo blue	obbl. misto		58,84	1,71%	15,60%	17,45%
Telemaco	Telemaco garantito White	garantito		34,34	0,99%	11,85%	
Tfr netto					3,17%	7,15%	13,99%
i primi 10 FPN				16770,37			
tutti i FPN				23991,08			

note: in ROSSO le performance inferiori al Tfr netto

Per il sistema della previdenza complementare si riapre l'annoso problema **delle gestioni a benchmark** che, per quanto semplici e abbastanza facili da comunicare all'iscritto, non consentono gli aggiustamenti in tempi rapidi richiesti dai mercati così volatili. Risulta infatti complesso rimodulare le convenzioni con eccessiva frequenza; e poi chi dovrebbe decidere quando rimodularle?

Resta anche un altro problema: quello della totale **valorizzazione a mercato** che mal si coniuga con una parte degli investimenti di lunga durata e con altri, la cui valorizzazione non è giornaliera né settimanale e a volte neppure mensile. Come sottolineato anche dalla Banca d'Italia, la "vita media" del TFR è di circa 7 anni ma ciò non vieta di investire in ottimi titoli ventennali o trentennali che però, per quanto sicuri, sono esposti alla alta volatilità dei tassi. Probabilmente una tipologia di gestioni con una maggiore corresponsabilizzazione dei gestori (*var - ritorno assoluto - obiettivo*) e una possibilità di investire in mercati diversi (*emergenti - materie prime - iniziative nazionali*) nelle misure massime previste dalla legge 252/05, potrebbero migliorare i risultati. Certamente ciò implica una revisione del DM n. 703/96 e l'applicazione di bilanci redatti con un mix tra immobilizzi e *mark to market*.

Occorrerebbe infine risolvere il vincolo della "**commissione di gestione omnicomprensiva**" che limita le possibilità di investimento e non consente, ad esempio, l'utilizzo di fondi di fondi, gestioni di ETF o commodity.

Con queste proposte, ma se ne potrebbero fare altre e in fondo è questo lo scopo del nostro convegno, si darebbe la possibilità ai gestori di proporre tipologie di investimenti che prevedono una loro responsabilità e una remunerazione in funzione degli obiettivi raggiunti; *commissioni ordinarie di gestione sufficientemente basse* ma non tali da impedire una normale attività di monitoraggio, analisi e investimento, e l'incentivo sul proprio conto economico a dare il meglio per incassare *commissioni di performance remunerative*. Stessa cosa per gli advisor che potrebbero essere maggiormente responsabilizzati (è questo in vero che richiedono) con un piano di "*compensation*" incentivante; usarli spesso come semplice "foglia di fico" di biblica memoria, non è utile né ai fondi e neppure agli iscritti. Tutto ciò consentirebbe quanto meno di **facilitare un positivo connubio tra esigenze dei fondi e**



**offerte di mercato** creando responsabilità e interesse reciproco evitando di puntare tutto, come spesso oggi accade, sulla richiesta di riduzione delle commissioni di gestione.

■ Per quanto riguarda invece le **Casse Privatizzate**, come dicevamo, la reperibilità dei rendimenti è stata più difficile e mentre per i fondi pensione abbiamo i valori al 30 giugno 2011, per le Casse abbiamo utilizzato i dati che le stesse hanno comunicato al Sole 24ore fino al 2009; la serie è incompleta e presenta delle variazioni di rendimenti annua assai volatili e difficilmente spiegabili.

I rendimenti così ottenuti sono stati confrontati con un benchmark individuato dalle stesse Casse nella redazione dei bilanci trentennali inviati al Ministero del Lavoro e riferiti al 31 dicembre 2006; il parametro, individuato in tabella come **TA (tasso applicato)** è rappresentativo del coefficiente di rivalutazione dei patrimoni a copertura delle prestazioni previdenziali. Come si vede una parte dei rendimenti composti a tre e cinque anni effettivamente realizzati dagli enti, è inferiore ai tassi di rivalutazione previsti a bilancio. Lo stesso scarto è presumibile anche nei confronti dell'altro benchmark, **la media geometrica quinquennale del Pil**, obbligatoria per tutte le gestioni che adottano il metodo di calcolo contributivo.

Anche per questi enti valgono le considerazioni sopra espresse con due precisazioni ulteriori: **a)** in questo caso si tratta di pensioni di primo pilastro e quindi sostenibilità e adeguatezza hanno un valore più pregnante; **b)** risulta ormai evidente (anche alla maggior parte degli organi di controllo) la inadeguatezza sia relativamente ai limiti di investimento e ai conflitti di interesse, sia dei metodi di calcolo delle performance e anche della redazione dei bilanci; per lo meno sarebbe utile una loro omogeneizzazione anche per facilitare i confronti.

Tabella 3

RENDIMENTI PATRIMONIO MOBILIARE in %										
CASSA PRIVATIZZATA	2005	2006	2007	2008	2009	tasso applicato *	media 3y	media 5y	TA 3y	TA 5y
AGENTI COMM - ENASARCO				3,00		3%			9,27%	15,93%
AGROTECNICI - ENPAIA				4,06	3,97	3,50%			10,87%	18,77%
BIOLOGI - ENPAB				0,14	4,13	3,40%			10,55%	18,20%
CONSULENTI LAVORO - ENPAEL	10,2	3,3	3,6	-2,39	2,07	3%	3,21%	17,50%	9,27%	15,93%
DOTT.COMMERCIALISTI	5,8	4,46			9,77	3,40%			10,55%	18,20%
FARMACISTI - ENPAF	3,79	3,38	4	2,52	2,60	4%	9,40%	17,26%	12,48%	21,66%
FORENSE (avvocati)	3,5	5,7	4,7	3,87	3,77	4%	12,85%	23,46%	12,48%	21,66%
GEOMETRI	12,46	6,3	2,4	-0,82	-0,27	4%	1,20%	21%	12,48%	21,66%
GIORNALISTI - INPGI			6,47	-8,49	6,73	2,5% + inflaz **	3,98%		12,48%	21,66%
INARCASSA (ing_arch)	7,7	3,04	2,14	-6,93		4,50%			14,11%	24,62%
INFERMIERI - ENPAPI				7,27	4,50	m5y pil			10,51%	19,06%
MEDICI - ENPAM	5,05	4,94	3,8	-8,85	5,10	2%	-0,56%	9,62%	6,12%	10,40%
NOTARIATO	3,8	6,1	7,9	-1,6	4,70	4%	11,16%	22,40%	12,48%	21,66%
PERITI INDUSTR - EPPI				-1,24	4,38	m5y pil			10,51%	19,06%
PLURICATEGORIALE - EPAP				-11,72	3,39	3,50%	%		10,87%	18,77%
PSICOLOGI - ENPAP				-5,35	3,89	3,50%	%		10,87%	18,77%
RAGIONIERI	2,25	7	6	-2,2	3,70	4,1% - 4,5%	7,50%	17,61%	12,81%	22,25%
VETERINARI - ENPAV	9,7	8	5,27	1,26	-0,29	4%	6,70%	25,92%	12,48%	21,66%
Fonte: Sole 24ore su dati enti	** inflazione 1,5% come da DPEF									
* tassi di crescita del patrimonio mobiliare per le proiezioni 2006 forniti nei bilanci tecnici trentennali dalle casse										



Tabella 4

PARAMETRI	VARIAZIONE DEI PARAMETRI OBIETTIVO in %								
	2005	2006	2007	2008	2009	media 3y	media 5y	TA 3Y	TA 5Y
INFLAZIONE	1,7	2	1,7	2,2	0,7	1,9	1,9	4,66%	8,50%
TFR	2,95	2,74	3,485	5,055	2,22	2,914	2,888	11,13%	17,54%
MEDIA 5 YEARS PIL	4,05	3,54	3,39	3,46	3,32	3,39	3,55	10,51%	19,06%
RENDISTAT	3,16	3,86	4,41	4,46	3,54	4,14	3,88	12,93%	21%
GESTIONI SEPARATE media	3,93	3,7	3,65	3,45	3,35	3,48	3,616	10,81%	19,43%
INDICE COMIT						-13,96	-1,51		
INDICE MSCI EUROPA						-11,49	-0,17		
INDICE MSCI WORLD						-7,65	-0,01		
30% mcsi W + 70% jpm emu						1,61	2,89		

La *tabella 4* completa gli indicatori di riferimento al 31 dicembre 2009; è utile per introdurre l'ultima osservazione e cioè che all'interno di ciascun ente o fondo convivono esigenze di rendimento diverse. Ciò ovviamente è tanto più vero quanto le gestioni sono mature. Infatti perché esporre la parte di patrimonio destinata al pagamento delle pensioni dei, ad esempio, prossimi 5 anni a elevati rischi di mercato se in realtà il tasso di rivalutazione per legge è pari a quello dell'inflazione. A 5 anni basterebbe ottenere (nell'esempio in tabella 4) un tasso pari al 8,5% magari maggiorato di una percentuale di sicurezza, mentre per il patrimonio destinato ai futuri pensionati per i quali è prevista la rivalutazione alla media a 5 anni del Pil o un tasso tecnico applicato del 4%, occorrerà rischiare di più per ottenere almeno il 19% o addirittura il 21,66%. Come si vede si tratta di rendimenti obiettivo doppi e quindi anche rischi più che doppi. Anche in questo caso e a maggior ragione il **connubio**, che però è bene precisare deve essere bilaterale, si può facilitare con richieste degli istituzionali previdenziali coerenti con i rendimenti obiettivo delle singole parti dei loro patrimoni, chiedendo maggiore corresponsabilità alle fabbriche prodotte.

### Le problematiche ancora aperte

Dopo più di un anno dal nostro ultimo incontro e come appare chiaro da quanto sin'ora esposto, restano ancora aperte alcune problematiche fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi gestionali: **1)** un "ammodernamento" del DM 703/96, da allargare inevitabilmente e con tutte le correzioni del caso (si veda il decreto ministeriali n. 62/07 che avevo scritto per la legislatura 2001/06) alle Casse privatizzate che ad oggi, uniche nel panorama italiano (ma forse anche europeo) non hanno un sistema di limiti di investimento e conflitti di interesse. **2)** Una revisione dei sistemi di contabilizzazione delle risorse destinate alle prestazioni non solo a mercato ma anche con immobilizzazioni; un mix di mark to market e immobilizzi. **3)** Una revisione delle politiche di remunerazione dei gestori. **4)** Una maggiore libertà di azione per meglio coniugare le esigenze degli investitori previdenziali (rendimenti obiettivo e stabilizzazione delle gestioni) con l'offerta di mercato.

Una soluzione di queste problematiche, da un lato semplificherebbe i controlli riducendoli ad un'unica autorità di settore e dall'altro agevolerebbe il raggiungimento dei rendimenti obiettivo e la stabilizzazione delle gestioni previdenziali.

Ma, ripeto quello che dico da anni e che ho scritto lo scorso anno, per ottenere questi risultati di cui si parla da anni ma che ancora non sono stati neppure calendarizzati dalla "politica", occorre una proposta "molto forte" che non può essere prodotta dai soli fondi complementari o dalle Casse separatamente. Se invece questi soggetti, tramite le loro associazioni di categoria, qui così ben rappresentate, presentassero al Governo una "**proposta condivisa**" e chiedessero, rafforzati anche dalle rispettive "**fonti istitutive**", una soluzione, le possibilità di successo sarebbero certamente più elevate.

Per favorire questo approccio Itinerari Previdenziali si mette a disposizione per organizzare e coadiuvare, assieme al proprio Comitato Tecnico Scientifico e agli Advisor, l'insediamento di un "**tavolo tecnico**" tra casse privatizzate, fondi pensioni e anche Casse e Fondi di Assistenza Sanitaria integrativa al fine di giungere ad una proposta comune condivisa.



## Conclusioni e proposte

Il Comitato Tecnico Scientifico di Itinerari Previdenziali con gli Advisor sono disponibili ad ospitare:

- ◆ un tavolo tecnico comune tra fondi complementari e casse privatizzate per formulare proposte per:
- ◆ un ammodernamento del D.M. 703/96, da allargare anche alle casse privatizzate,
- ◆ una revisione dei sistemi di contabilizzazione

