



COVIP

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio da parte dei Fondi pensione e Casse professionali, con riferimento agli investimenti mobiliari e immobiliari, e tipologia delle prestazioni fornite, anche nel settore assistenziale

Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

Audizione
del Presidente f.f. della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione
Francesco Massicci

Roma, 12 febbraio 2015

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

ringrazio la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale per avermi invitato a partecipare al ciclo di audizioni nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse professionali.

Nel mio intervento – dopo aver trattato brevemente della funzione svolta dal risparmio previdenziale sul piano sociale e nei sistemi finanziari – mi soffermerò sul quadro normativo e regolamentare degli investimenti dei fondi pensione e degli enti previdenziali di base privati e privatizzati (di seguito, per brevità, anche casse professionali), sui modelli gestionali adottati, sulla struttura dei portafogli e sulle prospettive degli investimenti nel nostro Paese.

La gestione del risparmio previdenziale

Il tema della gestione del risparmio previdenziale assume grande rilievo nel contesto delle moderne economie. I fondi pensione e le casse professionali ricoprono una funzione essenziale sul piano sociale; esse sostengono il benessere degli individui in fase di quiescenza in un contesto di progressivo arretramento dello Stato e degli altri operatori pubblici nella piena copertura dei rischi connessi con l'invecchiamento della popolazione.

Attraverso lo sviluppo attuale del sistema previdenziale si dà attuazione a un modello di *welfare* subsidiario che, superando il tradizionale dualismo fra Stato e mercato, vede la cooperazione di soggetti pubblici e privati nell'erogazione di

prestazioni pensionistiche: tali prestazioni integrano, nel caso dei fondi pensione, o sostituiscono, nel caso delle casse professionali, la pensione erogata dallo Stato.

Tali forme previdenziali svolgono una funzione di rilievo anche nei sistemi finanziari. Da un lato, esse raccolgono il risparmio che proviene dai contributi degli aderenti e dei datori di lavoro; dall'altro, allocano le risorse ricevute tra le diverse opzioni di investimento disponibili sul mercato finanziario.

Per natura e caratteristiche delle proprie passività, regolarità dei flussi contributivi in entrata e sostanziale prevedibilità dei flussi per prestazioni in uscita, le forme previdenziali possono investire su orizzonti temporali anche molto lunghi, contribuendo a mitigare l'instabilità dei mercati finanziari nei periodi di crisi. La disponibilità di risorse nel medio e lungo termine può alleviare la dipendenza dell'economia dal canale di finanziamento bancario.

Nell'investire le risorse raccolte dagli iscritti, le forme previdenziali non operano come meri intermediari finanziari, bensì come strumento attraverso il quale i lavoratori possono accedere a trattamenti pensionistici adeguati ai bisogni dell'età anziana. La massimizzazione dei rendimenti costituisce senz'altro un obiettivo da perseguire, ma entro un grado di rischio che sia ragionevole e compatibile con la finalità previdenziale.

La rilevante finalità sociale svolta richiede una disciplina delle forme previdenziali peculiare e distinta da quella degli intermediari finanziari. Tale precipuo trattamento viene riconosciuto e valorizzato nell'ordinamento giuridico.

La peculiarità delle forme previdenziali si estrinseca in una disciplina degli investimenti specifica che tiene conto della finalità non speculativa dello strumento; alla COVIP è in questo ambito assegnata una funzione di vigilanza essenziale, seppur entro un quadro di competenze differenziato tra fondi pensione e enti previdenziali di base privati e privatizzati.

Le attribuzioni della COVIP riguardano dunque sia il settore della previdenza complementare sia quello delle casse professionali, anche se in tale ultimo ambito le competenze sono circoscritte al controllo sugli investimenti, allo scopo in ogni caso di tutelare gli aderenti in un ambito in cui all'iniziativa privata è dato il compito di concorrere al perseguimento del fine previdenziale.

Gli investimenti delle forme pensionistiche complementari

i) i modelli gestionali e la disciplina degli investimenti

A tutela degli interessi degli aderenti, le norme di primo e di secondo livello stabiliscono una serie di presidi volti a garantire la sana e prudente gestione delle forme pensionistiche complementari e il rispetto della finalità previdenziale.

Quanto ai modelli gestionali, il Decreto lgs. 252/2005 prevede che la gestione degli investimenti dei fondi pensione sia, di norma, affidata a operatori professionali a ciò abilitati, quali banche, società di gestione del risparmio (SGR), società di intermediazione mobiliare (SIM), imprese di assicurazione.

Per i fondi pensione negoziali vige il divieto della gestione diretta delle risorse, tranne per investimenti diretti in partecipazioni di società immobiliari e in quote di fondi chiusi. Essi affidano ai gestori professionali le risorse amministrare sulla base di convenzioni che definiscono i criteri di investimento e di contenimento dei rischi a cui tali operatori si devono attenere.

Nei fondi pensione aperti e nei piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP), gli investimenti sono di norma gestiti direttamente dalla società che li ha istituiti (banca, SGR, SIM, impresa di assicurazione). Le risorse accumulate costituiscono patrimonio autonomo e separato rispetto a quello della società e, pertanto, non possono

essere distratte dal fine previdenziale né interessate da eventuali procedure concorsuali a carico della società istitutrice.

Anche i fondi pensione preesistenti affidano la gestione delle proprie risorse finanziarie a operatori professionali; essi, tuttavia, possono continuare a gestirle direttamente, in deroga alla normativa che disciplina i fondi pensione di nuova istituzione.

Le risorse affidate in gestione sono depositate presso una banca depositaria a tal fine autorizzata, che ha il compito di verificare che le operazioni effettuate dal gestore siano conformi alla legge, a quanto stabilito nello Statuto o nel Regolamento della forma pensionistica, nonché agli ulteriori vincoli fissati nelle convenzioni di gestione.

Sulla base delle Disposizioni COVIP del marzo 2012, nell'amministrare le risorse affidate, gli organi di amministrazione dei fondi pensione sono tenuti a esplicitare nel "Documento sulla politica di investimento" le scelte operate in merito a:

- gli obiettivi dell'attività di allocazione finanziaria e i criteri da seguire per realizzare il piano finanziario;
- il processo di definizione e di attuazione delle scelte di investimento;
- l'articolazione dei soggetti coinvolti nella gestione e nel controllo dell'attività finanziaria, precisandone compiti e responsabilità;
- i sistemi di controllo e i criteri scelti per valutare i risultati conseguiti.

Specifica attenzione è posta al rafforzamento della *governance* nella gestione degli investimenti e alla responsabilizzazione degli organi del fondo nell'adozione delle scelte che riguardano il complessivo processo di investimento.

In tale prospettiva, nel caso di patrimoni consistenti o di strategie di investimento articolate, è stata prevista l'istituzionalizzazione della funzione finanza nell'assetto

organizzativo dei fondi. Al riguardo, l'adeguamento alla normativa sta avvenendo secondo modalità differenziate nelle forme pensionistiche. In alcuni casi, la costituzione di tale funzione è stata attuata mediante la riorganizzazione della struttura interna già esistente; in altri inserendo nuove risorse specializzate. Sono peraltro presenti un certo numero di casi in cui tale funzione è stata affidata in *outsourcing*.

In generale, la predisposizione del Documento sulla politica di investimento ha rappresentato un momento importante nella direzione di una maggiore consapevolezza e responsabilizzazione degli organi dei fondi pensione nell'attuazione del processo di investimento.

Un aspetto di particolare rilievo ha riguardato la valutazione dei bisogni previdenziali della popolazione di riferimento nonché l'esplicitazione, in coerenza con le prestazioni da erogare, dell'obiettivo finanziario dei singoli comparti, specificato in termini di orizzonte temporale della gestione, di rendimento atteso e di variabilità nell'orizzonte temporale considerato.

I fondi pensione sono chiamati a compiere ulteriori passi in avanti nella definizione delle politiche di investimento, orientandole su un arco temporale più lungo, e nel rafforzamento delle attività di valutazione e di controllo della *performance*.

Per quanto riguarda le regole prudenziali per l'investimento delle risorse, la disciplina è stata di recente modificata dal DM Economia 166/2014, che ha rivisto in modo significativo la precedente normativa contenuta nel DM Tesoro 703/96. Le forme pensionistiche dovranno adeguarsi alle nuove regole entro maggio 2016.

Il Decreto trova applicazione per tutte le forme pensionistiche, fatta eccezione per i PIP, per i quali valgono le regole d'investimento delle compagnie di assicurazione (Decreto lgs. 209/2005) e per i fondi interni a banche, imprese di assicurazione e società finanziarie che non sono costituiti come patrimonio autonomo e separato ex art. 2117 codice civile. Per le forme pensionistiche preesistenti continuano ad applicarsi le

deroghe fissate dal DM Economia 62/2007, limitatamente alla possibilità di: a) gestire direttamente le risorse; b) stipulare contratti assicurativi di cui ai rami vita I, III e V del Decreto lgs. 209/2005; c) investire direttamente in immobili, nei limiti e con le modalità stabilite nella normativa di adeguamento.

Gli investimenti devono conformarsi ai generali criteri di sana e prudente gestione, efficienza, diversificazione, massimizzazione dei rendimenti e contenimento dei costi. A tali criteri generali, la nuova disciplina affianca alcuni limiti quantitativi, in linea con le disposizioni di derivazione comunitaria.

Rispetto alla precedente disciplina, nel nuovo Regolamento i limiti agli investimenti sono stati significativamente semplificati. Essi sono circoscritti agli investimenti in OICR alternativi, agli investimenti in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati o connessi con merci e all'esposizione in valuta. A tali regole si affianca la previsione del limite di concentrazione, già fissato nel Decreto lgs. 252/2005; i titoli emessi dallo stesso emittente devono essere contenuti al 5 per cento (10 in caso di strumenti emessi da soggetti appartenenti ad un unico gruppo).

Il nuovo regolamento espande il novero degli strumenti finanziari nei quali le forme pensionistiche possono investire, seguendo l'innovazione finanziaria nel frattempo intervenuta; ad essere ampliate in modo significativo sono in particolare le tipologie di investimenti in OICR, anche in conseguenza della revisione della normativa comunitaria.

Il DM Economia 166/2014 ha rivisto anche la disciplina sui conflitti di interesse. Nel DM Tesoro 703/96 la gestione dei conflitti di interesse era perseguita essenzialmente mediante l'obbligo della comunicazione agli iscritti di eventuali situazioni di conflitto di interesse.

La nuova normativa, pur ribadendo la validità del principio di trasparenza, prevede un obbligo di prevenzione, gestione e controllo dei conflitti per il tramite di

adeguate misure organizzative. Si introduce, in tal senso, l'obbligo di formulare per iscritto un'efficace politica di gestione dei conflitti, adeguata alle dimensioni e alla complessità della propria attività.

Si introduce, infine, il requisito di adeguatezza delle procedure e della struttura organizzativa, da "graduare" in relazione alla dimensione delle forme pensionistiche, alla complessità della gestione effettuata, alla politica di investimento adottata e ai rischi ad essa associati. Viene pertanto confermato l'impianto delle citate Disposizioni COVIP del Marzo 2012 che disciplinano il processo di attuazione della politica di investimento.

La COVIP è tenuta a verificare "*l'adeguatezza della struttura organizzativa, professionale e tecnica e delle politiche e procedure per il monitoraggio e la gestione del rischio, nonché dei parametri*" adottati dalle forme per verificare i risultati della gestione finanziaria.

ii) le risorse accumulate, la composizione dei portafogli e i rendimenti

Di seguito si forniscono alcuni dati sulla gestione finanziaria delle forme pensionistiche complementari, per quanto possibile aggiornati alla fine del 2014; essi si riferiscono alle risorse accumulate, alla composizione dei portafogli e ai rendimenti.

I dati relativi al 2014 sono, tuttavia, da intendersi come ancora provvisori; il quadro completo dell'andamento del settore nell'anno appena trascorso sarà fornito con la prossima Relazione annuale che, ai sensi dell'art. 19, comma 7, del Decreto lgs. 252 del 2005, sarà trasmessa entro il 31 maggio prossimo al Ministro del lavoro e delle politiche sociali, il quale, come disposto dalla legge, provvederà all'inoltro al Parlamento.

In termini di masse gestite, le forme complementari dispongono alla fine del 2014 di circa 126 miliardi di euro, circa il 9 cento in più rispetto alla fine del 2013. La

quota maggiore di risorse, circa 50 miliardi, è detenuta dai fondi preesistenti; i fondi negoziali amministrano 39,6 miliardi, mentre le risorse gestite dai fondi aperti si attestano a 13,9 miliardi. Le risorse accumulate dai PIP ammontano a 22,3 miliardi di euro, di cui 15,8 miliardi riferiti ai PIP “nuovi”.

Alla fine dell’anno appena trascorso, le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari sono circa l’8 per cento del PIL e il 3 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane; a fine 2006, prima dell’avvio della riforma, tali percentuali erano, rispettivamente, il 3,5 e l’1,5 per cento. Pur se ancora contenute nel confronto internazionale, le dimensioni delle forme pensionistiche sono di tutto rispetto specie nel contesto di alcune esperienze di tipo negoziale.

I dati sulla composizione del patrimonio sono riferiti al 31 dicembre 2013, in quanto le informazioni di fine 2014 vengono trasmesse dai fondi pensione con le segnalazioni statistiche nel primo trimestre dell’anno.

Le risorse relative alle forme pensionistiche cui fanno capo le scelte di investimento (escludendo quindi i fondi interni a banche e assicurazioni e quei fondi le cui risorse fanno parte delle riserve matematiche di imprese di assicurazione) ammontano a 86,8 miliardi di euro. Esse sono investite per il 61,1 per cento in titoli di debito, di cui i quattro quinti sono titoli di Stato, il 16,1 per cento in azioni e il 12,6 per cento in quote di OICR.

Valutata nella media delle diverse linee di investimento esistenti, l’esposizione azionaria, calcolata includendo anche i titoli di capitale detenuti per il tramite degli OICR, è pari al 24,9 per cento.

Gli investimenti immobiliari sono presenti esclusivamente nei fondi pensione preesistenti, per i quali la normativa concede un regime di deroga al divieto di detenzione diretta. Alla fine del 2013, gli immobili detenuti direttamente dai fondi

preesistenti autonomi costituiscono l'8,4 per cento del totale degli attivi (2,4 miliardi di euro) e fanno riferimento a solo 19 forme, quasi tutte appartenenti al settore bancario.

Considerando anche le partecipazioni in società immobiliari e le quote di fondi chiusi, l'investimento immobiliare complessivo ammonta a 4,2 miliardi di euro, il 15 per cento del totale delle attività dei fondi pensione preesistenti autonomi.

Nell'anno appena trascorso, i rendimenti medi hanno continuato a posizionarsi su valori positivi per tutte le tipologie di forma pensionistica e di comparto. I fondi negoziali e i fondi aperti hanno reso in media, rispettivamente, il 7,3 per cento e il 7,5 per cento, mentre i PIP "nuovi" di ramo III hanno guadagnato il 7,3 per cento; nello stesso periodo il TFR si è rivalutato dell'1,3 per cento.

I rendimenti dei fondi negoziali e dei fondi aperti sono al netto dei costi di gestione e degli oneri fiscali. I rendimenti dei PIP sono al netto dei costi ma al lordo della fiscalità poiché la loro peculiare disciplina tributaria prevede l'imputazione degli oneri fiscali non sul patrimonio della forma pensionistica, ma direttamente sulla posizione individuale degli iscritti. Anche la rivalutazione del TFR è al netto dell'imposta sostitutiva.

Se si estende l'orizzonte temporale al periodo che va dall'inizio del 2000 alla fine del 2014, caratterizzato da ripetute turbolenze dei mercati finanziari, il rendimento cumulato dei fondi negoziali si è attestato al 59,5 per cento contro il 48 del TFR. Nello stesso periodo temporale i fondi aperti, caratterizzati in media dalla maggiore esposizione azionaria, hanno guadagnato il 30,7 per cento; i rendimenti ottenuti dalle linee obbligazionarie dei fondi aperti sono stati, tuttavia, più elevati, intorno al 60 per cento.

In un periodo di mercati finanziari perturbati per lo sgonfiamento della bolla dei titoli del comparto tecnologico nel 2001-2002, la crisi finanziaria del 2007-2008, le tensioni sui titoli di Stato di alcuni paesi, inclusa l'Italia, nel 2010-2012, il sistema dei

fondi pensione ha dimostrato capacità di tenuta. Hanno contribuito le regole di settore, l'avversione al rischio degli operatori, gli interventi dell'Autorità di vigilanza.

iii) investimenti nel nostro Paese

I dati a fine 2013 sulla composizione dei portafogli mostrano che gli investimenti indirizzati al nostro Paese ammontano a 30,3 miliardi di euro (34,9 per cento del patrimonio complessivo), di cui ben 23,9 costituiti da titoli di Stato (circa l'1,1 per cento dello *stock* di debito pubblico in circolazione).

L'investimento in titoli emessi da imprese italiane è pari a 2,1 miliardi di euro (il 2,5 per cento del totale): di questi, 1,4 miliardi si riferisce a titoli di debito e 716 milioni a titoli di capitale. Quasi la totalità di tali investimenti è costituita da titoli quotati.

Nei fondi pensione negoziali e aperti non figurano investimenti in fondi mobiliari chiusi (veicoli per investire in forma indiretta in impieghi alternativi, quali *private equity* e *private debt*). Nei fondi pensione preesistenti rappresentano una quota marginale.

Gli investimenti immobiliari ammontano a 4,2 miliardi di euro, di cui 2,4 rappresentativi di investimenti diretti e la restante parte è costituita da partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi immobiliari; per la quasi totalità, è appannaggio dei fondi preesistenti.

Il contributo dei fondi pensione alla copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane appare limitato nel confronto internazionale.

L'indagine annuale condotta dall'OCSE su un gruppo di grandi fondi pensione su scala internazionale consente di focalizzare le principali tendenze emerse

nell'allocazione dei rispettivi portafogli; all'indagine partecipano già da alcuni anni anche i tre fondi negoziali italiani più grandi.

Pur con un'elevata dispersione tra i diversi fondi presi in esame, in media gli investimenti in attività domestiche costituiscono il 64 per cento del portafoglio; per i fondi italiani, tale percentuale è compresa fra l'11 e il 50 per cento ed è in larga prevalenza costituita da titoli di Stato.

Tra le motivazioni alla base di tali evidenze, giova ricordare che la diversificazione dei portafogli viene attuata prevalentemente sulla base della replica dei cosiddetti *benchmark*, costituiti da indicatori rappresentativi delle principali classi di attività finanziarie.

Tali indicatori assegnano all'Italia un peso contenuto, riflettendo la dimensione dei mercati finanziari domestici rispetto alla capitalizzazione mondiale (nel caso dei titoli azionari, ad esempio, il peso delle azioni italiane sull'indice azionario mondiale calcolato da *Morgan Stanley Capital International - MSCI World* - è dell'ordine dell'1-1,5 per cento).

Anche al di là del “vincolo” rappresentato dal *benchmark*, nell'esperienza dei nostri fondi pensione si osserva, rispetto ad altri paesi e perlomeno con riferimento ai titoli di emittenti privati, un rilievo minore assunto dal cosiddetto *home country bias*. Quest'ultimo consiste nella tendenza a investire in titoli domestici una quota di portafoglio superiore a quella calcolata in base al peso del mercato finanziario interno sul mercato mondiale. Tra le motivazioni di questo fenomeno vi sono il presunto vantaggio informativo e la migliore conoscenza del mercato interno, l'eliminazione del rischio di cambio, la riduzione dei costi di transazione.

Ad esempio, con riferimento all'insieme delle forme pensionistiche complementari si rileva che alla fine del 2013 gli investimenti in titoli di capitale italiani costituiscono circa il 5 per cento del portafoglio azionario complessivo,

superiore al peso rappresentato dall'Italia nel citato indice azionario *MSCI World*. Tuttavia, secondo alcuni studi l'*home bias* in alcuni paesi di dimensioni medio-grandi, quali Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Francia e Germania, risulterebbe assai più elevato che in Italia.

Dal lato della domanda, anche altri fattori hanno frenato l'investimento in imprese italiane, soprattutto quelle non quotate: la difficoltà di valorizzazione e la scarsa liquidabilità degli strumenti finanziari non quotati; la contabilità a valori di mercato che enfatizza l'impatto sui bilanci della variabilità dei corsi degli strumenti finanziari; l'avversione al rischio dei consigli di amministrazione; la durata dei mandati di gestione e la scelta di orizzonti temporali di riferimento delle politiche di investimento non sufficientemente lunghi; in taluni casi, la struttura delle commissioni corrisposte ai gestori che può incentivare comportamenti di "*short termism*".

Sotto il profilo dell'offerta, la gamma degli strumenti finanziari nei quali i fondi pensione possono investire non appare ben diversificata e pienamente adeguata alle esigenze delle forme pensionistiche.

Il finanziamento delle imprese italiane, in prevalenza di piccole e medie dimensioni, è tradizionalmente centrato sulle banche: secondo i dati della Banca d'Italia, oltre due terzi dei debiti finanziari delle imprese sono rappresentati da prestiti bancari mentre il peso delle emissioni obbligazionarie è marginale; la capitalizzazione delle imprese quotate in borsa è modesta.

Il ruolo rivestito dagli investitori istituzionali è limitato e i mercati primari e secondari dei titoli delle imprese sono poco sviluppati. Si tratta di dati che pongono il finanziamento delle imprese in condizioni di forte dipendenza dal credito bancario, al di là di quanto si registra nei sistemi finanziari di altri paesi industrializzati.

A ben vedere, la regolamentazione sugli investimenti dei fondi pensione non ha posto restrizioni particolari all'investimento nel capitale di rischio e nel debito delle

imprese italiane. I limiti di investimento della previgente disciplina consentivano, infatti, di destinarvi ammontari ben superiori a quelli effettivi.

Per parte sua, la COVIP riconosce il ruolo positivo che i fondi pensione possono rivestire a sostegno degli investimenti privati. Nell'ovvio rispetto delle prerogative gestionali degli organi di amministrazione dei fondi pensione, la Commissione si è attivata anche promuovendo iniziative di incontro con i principali fondi pensione e casse professionali, volte a favorire l'analisi di possibili scenari di intervento nell'ambito degli investimenti finalizzati a dare un contributo al rilancio dell'economia reale del nostro Paese.

La COVIP è altresì intervenuta, nell'ambito dell'adeguamento del Regolamento di autorizzazione dei fondi (maggio 2014), con l'intento di agevolare l'attività degli operatori, contemplando nel novero delle modifiche per le quali non è richiesta l'approvazione della stessa Commissione le modifiche degli ordinamenti interni dei fondi pensione negoziali e preesistenti connesse con l'avvio di iniziative di investimento diretto in società immobiliari e quote di fondi di investimento chiusi.

Gli investimenti degli enti previdenziali di base privati e privatizzati (Casse professionali)

Premessa

In un'ottica di maggior efficienza del sistema di vigilanza in ambito previdenziale, l'art. 14 del Decreto legge 98/2011, convertito con modificazione dalla Legge 111/2011, ha affidato alla COVIP il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali di base privatizzati e privati di cui ai Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996.

Le prerogative attribuite alla COVIP – inserite in un articolato sistema di vigilanza su tali enti – risultano circoscritte rispetto a quelle di cui la stessa dispone nell’attività di vigilanza sui fondi pensione. In particolare, non è contemplata la possibilità né di adottare iniziative di carattere regolatorio, al fine di integrare la disciplina normativa e secondaria, né di adottare provvedimenti nei confronti degli enti, volti a favorire la sana e prudente gestione e a censurare eventuali comportamenti ritenuti non conformi.

La COVIP è infatti tenuta a riferire al Ministero del lavoro e delle politiche sociali e al Ministero dell’economia e delle finanze gli esiti dei controlli posti in essere secondo le modalità contemplate dal Decreto ministeriale del 5 giugno 2012.

Detto decreto prevede, in particolare, la predisposizione da parte della COVIP di una relazione – da trasmettere annualmente ai predetti Ministeri – nella quale, per ciascuna cassa professionale, devono essere fornite informazioni sulla complessiva articolazione delle attività detenute, sia di natura mobiliare che immobiliare, sulla relativa redditività, sulla politica di investimento, sul sistema di gestione e controllo dei rischi, nonché sul processo di impiego delle risorse.

Ai fini della predisposizione di tale relazione, la COVIP ha definito gli schemi di rilevazione dei dati – secondo modalità omogenee – sulla composizione del patrimonio mobiliare e immobiliare degli enti, sia a valori contabili che a valori di mercato, nonché sulla redditività, anche sulla base dell’esperienza maturata sotto il profilo delle segnalazioni di vigilanza dei fondi pensione.

Le ulteriori informazioni, concernenti la politica di investimento, il sistema di gestione e controllo dei rischi e il processo di impiego delle risorse, sono state opportunamente dettagliate prendendo a riferimento quegli stessi profili trattati, relativamente ai fondi pensione, nelle citate “Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento” adottate dalla COVIP il 16 marzo 2012.

La COVIP svolge inoltre ulteriori approfondimenti su specifici ambiti di operatività finanziaria inerenti a singoli enti, sempre dando conto dei relativi esiti ai predetti Ministeri vigilanti. Tali approfondimenti sono condotti anche sulla base di specifiche richieste formulate dai medesimi Ministeri.

i) la disciplina degli investimenti

Il comma 3 dell'art. 14 del Decreto legge 98/2011 prevede che *“il Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali e sentita la COVIP, detta disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di banca depositaria”*.

Tale regolamentazione ad oggi non è stata ancora emanata, sicché allo stato non esiste ancora una specifica disciplina in materia di investimento delle risorse da parte delle casse professionali.

Alla fine dell'anno trascorso, il Ministero dell'economia e delle finanze ha sottoposto a pubblica consultazione lo schema di decreto recante tali disposizioni. L'adozione di tale provvedimento, che farà seguito all'analisi da parte delle Amministrazioni competenti delle diverse osservazioni formulate nell'ambito della citata pubblica consultazione, favorirà certamente l'ordinato esercizio della complessiva azione di vigilanza delle diverse Istituzioni a ciò preposte.

Lo schema di decreto tiene conto, come previsto dalla sopra citata disposizione normativa, dei principi caratterizzanti in materia il settore dei fondi pensione (artt. 6 e 7 del Decreto lgs. 252/2005) e dell'esigenza che la gestione economico-finanziaria degli enti assicurati l'equilibrio di bilancio mediante l'adozione di provvedimenti coerenti con le risultanze dei bilanci tecnici (art. 2, comma 2, del Decreto lgs. 509/1994).

La regolamentazione proposta, che ha come obiettivo primario quello di assicurare il perseguimento dell'interesse collettivo degli iscritti e dei beneficiari delle prestazioni pensionistiche, si fonda sul principio della persona prudente, secondo criteri di adeguata professionalità, conoscenza e gestione dei rischi di investimento.

In base a questo principio, agli enti è lasciata ampia autonomia nello svolgimento delle loro funzioni purché queste siano perseguite in maniera prudentiale e con adeguata diligenza professionale. Considerata la natura e la composizione del portafoglio degli enti, sono stati comunque previsti alcuni limiti di natura quantitativa, tra cui quello inerente agli investimenti diretti in beni immobili e diritti reali immobiliari (al momento fissato al 20 per cento delle risorse dell'ente, da raggiungere – in caso di eccedenza – entro 5 anni) e quello inerente all'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (al momento fissato nel complesso al 30 per cento delle risorse dell'ente e, con riguardo a detti OICR, al 20 per cento, prevedendo altresì che l'ente non può detenere più del 25 per cento del valore del singolo prodotto).

Analogamente alla disciplina sugli investimenti dei fondi pensione, lo schema di decreto muove verso una prospettiva volta a dare rilievo alle capacità gestionali di controllo e ai processi di decisione degli enti.

Essi dovranno dotarsi di strutture tecnicamente e professionalmente adeguate e compatibili con la dimensione e complessità del portafoglio detenuto e con la politica di investimento che intendono adottare. Viene richiesta una adeguata conoscenza e gestione dei rischi al fine di definire politiche di investimento coerenti con il profilo di rischio dell'ente e con la struttura temporale delle passività dallo stesso detenute, ottimizzare i risultati, diversificare il portafoglio e ridurre i costi di gestione, tenendo conto della complessità e delle caratteristiche del portafoglio medesimo.

Le risorse potranno essere investite in forma diretta e indiretta tramite convenzioni con intermediari specializzati. La scelta dei gestori, così come quella della banca depositaria, dovrà essere effettuata sulla base di un processo di selezione che garantisca la trasparenza e la competitività del procedimento.

Lo schema di decreto richiede la specificazione della strategia di investimento dell'ente, la definizione degli obiettivi di investimento che si intendono realizzare e l'indicazione dei rischi connessi a tale politica di investimento, da esplicitare nel Documento sulla politica di investimento di cui è prevista anche la pubblicazione sul sito *internet* dell'ente.

Allo stato attuale va rilevato che, nelle more dell'adozione del provvedimento in questione, non essendo ancora presente – come detto – una specifica disciplina in materia di investimento delle risorse da parte degli enti, i comportamenti seguiti da questi ultimi risultano piuttosto eterogenei.

Al riguardo, si evidenzia che solamente un ristretto novero di casse professionali ha già adottato una formalizzazione e procedimentalizzazione dei profili attinenti alla definizione della politica di investimento, al processo di impiego delle risorse e al sistema di gestione e controllo dei rischi. È altrettanto ristretto il numero degli enti che definisce la propria politica di investimento sulla base dell'analisi di tipo *asset and liability management (ALM)*, basata sulla verifica della capacità delle attività complessivamente detenute di far fronte alle passività previdenziali in essere, allo scopo di garantire l'equilibrio finanziario di lungo periodo.

ii) *le risorse accumulate e la composizione dei portafogli*

A fine 2013 le attività totali detenute dagli enti ammontano, a valori di mercato, a quasi 66 miliardi di euro, in crescita del 7,6 per cento rispetto all'anno precedente. Di questi, circa 62 miliardi (pari al 94,5 per cento) sono detenuti dagli enti di cui al

Decreto lgs. 509/1994, tenuto anche conto delle risorse facenti capo alle tre gestioni separate istituite – da due di questi – ai sensi del Decreto lgs. 103/1996 (per un totale di 613 milioni di euro); il resto è detenuto dagli enti di cui al citato Decreto lgs. 103/1996.

La metà di tali risorse viene gestita da intermediari specializzati sia attraverso gestioni patrimoniali sia attraverso OICR acquistati su determinazioni degli organi di amministrazione degli enti. L'altra metà delle risorse è gestita direttamente dagli enti mediante strumenti diversi dagli OICR.

L'analisi della composizione delle attività detenute dagli enti evidenzia una cospicua presenza di investimenti immobiliari: la somma degli immobili detenuti direttamente (11,5 miliardi di euro, 17,5 per cento del totale attività), delle quote di fondi immobiliari (7,6 miliardi di euro, 11,6 per cento del totale attività) e delle partecipazioni in società immobiliari (693 milioni di euro, 1,1 per cento del totale attività) è pari al 30,2 per cento delle risorse complessive. Rispetto al 2012 il peso degli immobili gestiti in forma diretta si è ridotto di 3,5 punti percentuali, in parte compensato dall'incremento della componente rappresentata dai fondi immobiliari, anche a seguito di operazioni di apporto in questi ultimi di cespiti precedentemente detenuti direttamente.

Va peraltro osservato che tali operazioni, riscontrate in diverse realtà caratterizzate da ingenti patrimoni immobiliari, sovente portano a rilevare cospicue plusvalenze contabili (derivanti dalla più elevata valorizzazione dei cespiti conferiti, rispetto ai relativi valori di bilancio, effettuata in sede di apporto) – con i conseguenti effetti sulla situazione patrimoniale e sui risultati economici – le quali tuttavia, diversamente da quelle derivanti da vere e proprie operazioni di vendita, non rappresentano proventi monetari effettivi. La possibilità di trasformare tali plusvalenze in proventi effettivi è esposta all'alea dei risultati ottenibili da operazioni di dismissione

che potrebbero essere realizzate in un arco temporale pluriennale e quindi richiederà una significativa capacità nel cogliere le opportunità di mercato.

Il peso rilevante del *real estate* costituisce un profilo piuttosto delicato per regimi previdenziali tenuti a erogare prestazioni pensionistiche, considerato l'elevato grado di illiquidità di tali investimenti (in alcuni casi, per di più, abbinati ad altre forme di impiego particolarmente illiquide, quali ad esempio le obbligazioni strutturate connotate pure da elevata complessità).

In proposito va evidenziato che per alcuni enti la persistenza più o meno prolungata nel tempo di una eccessiva esposizione al *real estate* dipenderà principalmente dai risultati effettivi che verranno realizzati con i processi di dismissione attualmente in corso, i quali stanno tuttavia risentendo delle condizioni non favorevoli del mercato di riferimento negli anni più recenti.

Con riguardo agli altri investimenti, la quota più rilevante delle attività è investita in titoli di debito, pari a 19,6 miliardi di euro, che rappresenta il 29,8 per cento del totale.

Oltre i due terzi di tale componente sono rappresentati da titoli governativi, circa 13 miliardi di euro, che costituiscono il 19,7 per cento delle attività totali. Gli altri titoli di debito ammontano a 6,6 miliardi di euro, pari al 10,1 per cento delle attività totali; di questi, 3,7 miliardi di euro sono rappresentati da titoli non quotati, perlopiù di tipo strutturato.

Tenendo conto anche dei titoli di debito detenuti tramite OICR armonizzati, la componente obbligazionaria arriva a 23,2 miliardi di euro, pari al 35,2 per cento delle attività totali.

Gli OICR ammontano a 18,8 miliardi di euro e costituiscono il 28,7 per cento del totale.

Circa la metà degli OICR è di tipo armonizzato, con un'incidenza rispetto al totale delle attività pari al 14,2 per cento; tale componente è costituita in prevalenza da fondi obbligazionari (41,2 per cento) e da fondi azionari (36,7 per cento).

Gli OICR non armonizzati, pari al 14,4 per cento delle attività totali, sono costituiti per quattro quinti da fondi immobiliari, in prevalenza di diritto italiano.

I titoli di capitale, quasi esclusivamente quotati, ammontano a 3,7 miliardi di euro, pari al 5,6 per cento delle attività totali. Tenendo conto anche dei titoli di capitale detenuti tramite OICR armonizzati, la componente azionaria sale a 6,8 miliardi di euro, pari al 10,4 per cento delle risorse complessive.

È presente inoltre una quota di liquidità pari a 4,9 miliardi di euro, con un peso del 7,6 per cento sul totale delle attività.

Nelle attività complessivamente detenute dal settore sono infine presenti polizze assicurative per 435 milioni di euro (0,7 per cento del totale) e altre poste per un valore di 5,9 miliardi di euro (9,1 per cento del totale), rappresentative in prevalenza di crediti di natura contributiva che registrano un andamento crescente negli ultimi anni (certamente connesso anche alla crisi economica) e che per taluni enti presentano una consistenza assai cospicua.

iii) investimenti nel nostro Paese

Gli investimenti delle casse risultano indirizzati al nostro Paese per un ammontare pari a 31,9 miliardi di euro, corrispondenti al 48,6 per cento delle attività totali.

La componente più rilevante è costituita dagli impieghi di carattere immobiliare in forma diretta e tramite partecipazioni in società “dedicate”, che ammontano a 12,2 miliardi di euro, pari al 18,6 per cento delle attività totali.

I titoli di Stato italiani sono 9,2 miliardi di euro, pari al 14 per cento delle risorse complessive (e a circa il 70 per cento del portafoglio di titoli governativi in essere); 2,5 miliardi di euro, pari al 3,8 per cento del totale delle attività, sono titoli emessi da imprese italiane, di natura obbligazionaria per 1,4 miliardi di euro e di natura azionaria per 1,1 miliardi di euro.

Le quote di fondi immobiliari e di *private equity* domiciliati in Italia ammontano rispettivamente a 7,1 miliardi di euro e a 420 milioni di euro, pari nel complesso all'11,5 per cento del totale delle attività.

Prospettive evolutive degli investimenti delle forme previdenziali a sostegno delle imprese italiane

Negli ultimi anni la crisi economica e la contrazione del credito bancario hanno ridotto le risorse per il finanziamento degli investimenti, soprattutto per le imprese di piccole e medie dimensioni.

Da tempo, in ambito nazionale e internazionale, si discutono iniziative intese a creare condizioni più favorevoli per il coinvolgimento degli investitori istituzionali nei finanziamenti di lungo periodo.

L'OCSE, su incarico del G20, ha formulato i principi generali per incentivare il ruolo degli investitori istituzionali (cosiddetti *High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*) tra i quali la regolamentazione coerente con l'orizzonte temporale e i rischi tipici di un investitore di lungo periodo, l'adeguatezza dei requisiti professionali e tecnici degli organi di amministrazione e gestione, il ruolo dei governi nel facilitare l'incontro fra domanda e offerta.

La Commissione europea ha adottato il Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea nel quale sono analizzate diverse modalità per

promuovere l'offerta di finanziamenti a lungo termine e diversificare il sistema dell'intermediazione finanziaria per gli investimenti a lungo termine in Europa. Varie iniziative sono state successivamente avviate.

In Italia, sono state adottate diverse iniziative, anche legislative, per favorire la creazione di strumenti e veicoli di finanziamento delle piccole e medie imprese (i cosiddetti *minibonds*, i fondi di *private equity*, i fondi di debito o *credit funds* e altro ancora). Lo sviluppo di un mercato dimensioni adeguate richiede tuttavia tempi lunghi.

Naturalmente, ogni iniziativa intrapresa in tale direzione dovrà tenere conto di due elementi fondamentali. Innanzitutto, il rispetto dell'autonomia gestionale delle forme e, in secondo luogo, la consapevolezza che la missione prioritaria dei fondi e delle casse professionali è quella di assicurare una adeguata prestazione pensionistica (di base o integrativa a quella di base). La politica di investimento di un fondo o di una cassa professionale dovrà quindi coniugare l'efficienza della gestione con le positive ricadute sulla crescita dell'economia nazionale.

Occorre inoltre tener presente che la recente revisione del regime di tassazione dei risultati di gestione dei fondi pensione e degli enti di previdenza non costituisce un incentivo agli investimenti negli strumenti finanziari emessi dalle imprese. Ciò è in parte attenuato dalla previsione di un credito di imposta, le cui concrete modalità applicative sono ancora da definire (per il 2015 sono programmati 80 milioni di euro da ripartire fra fondi pensione e casse professionali).

In ogni caso, è auspicabile che il maggior coinvolgimento delle forme previdenziali:

- risulti da un processo di valutazione dell'effettiva convenienza economica, che consideri i rischi delle singole scelte di investimento;
- non sia frutto di imposizioni operanti alla stregua di vincoli di portafoglio;

- contempra adeguati presidi organizzativi volti ad assicurare il regolare monitoraggio delle operazioni effettuate.

Un maggiore contributo al finanziamento delle imprese italiane da parte dei fondi pensione e delle casse professionali richiede, innanzitutto, maggiore consapevolezza e competenza da parte delle strutture di governo delle forme stesse nel definire il processo di attuazione della politica di investimento. Gli organi di governo devono essere capaci di selezionare e monitorare progetti di investimento adeguati, sulla base dei propri obiettivi di redditività e rischio.

Per quanto attiene in particolare ai fondi pensione, anche il raggiungimento di masse amministrate più consistenti potrebbe favorire l'incremento dei flussi finanziari destinati alle imprese italiane; operando a costi amministrativi e di gestione più contenuti, per via delle economie di scala, si potrebbero sviluppare assetti organizzativi più strutturati e, quindi, più coerenti con l'auspicato maggior ruolo negli investimenti nell'economia reale del nostro Paese.

Le citate Disposizioni emanate dalla COVIP nel 2012 sul processo di attuazione della politica di investimento, che hanno avvicinato l'esperienza italiana alle migliori pratiche e normative internazionali, prevedono che le forme si dotino di procedure e di strutture organizzative adeguate, definite in relazione alla dimensione, alla complessità della gestione e alla politica di investimento adottata. Anche la recente revisione della disciplina sugli investimenti ha confermato l'indirizzo tracciato dalla COVIP.

Nella medesima direzione stanno procedendo anche i lavori di revisione della Direttiva comunitaria sulle forme occupazionali (cosiddetta IORP II), ai quali la COVIP partecipa attivamente, avviati nell'ambito del programma comunitario di rafforzamento degli investimenti di lungo termine nell'economia reale europea.

Su tale linea si sta muovendo anche la definizione della disciplina sugli investimenti delle casse professionali.

APPENDICE STATISTICA

Tav. 1

La previdenza complementare in Italia. Adesioni.

(dati di fine periodo; dati provvisori per il 2014)

	Dic 2014 ⁽¹⁾	Set 2014 ⁽¹⁾	Giu 2014 ⁽¹⁾	Mar 2014 ⁽¹⁾	Dic 2013	var. % Dic14/ Dic13
Fondi pensione negoziali <i>di cui: LDSP</i>	1.944.304 1.771.831	1.947.363 1.776.698	1.950.644 1.781.458	1.952.656 1.786.403	1.950.552 1.789.395	-0,3 -1,0
Fondi pensione aperti <i>di cui: LDSP⁽²⁾</i>	1.053.139 473.583	1.032.737 471.172	1.018.740 465.362	1.002.604 459.124	984.584 455.802	7,0 3,9
PIP "nuovi" <i>di cui: LDSP⁽²⁾</i>	2.453.938 1.495.077	2.338.681 1.436.926	2.282.032 1.400.182	2.209.050 1.355.256	2.134.038 1.310.404	15,0 14,1
PIP "vecchi" <i>di cui: LDSP⁽²⁾</i>	505.000 171.000	505.000 171.000	505.000 171.000	505.000 171.000	505.110 171.974	
Fondi pensione preesistenti <i>di cui: LDSP</i>	654.000 627.000	654.000 627.000	654.000 627.000	654.000 627.000	654.627 627.773	
Totale iscritti⁽³⁾ <i>di cui: LDSP⁽³⁾</i>	6.584.983 4.538.863	6.452.471 4.483.256	6.385.237 4.445.593	6.298.173 4.399.416	6.203.763 4.355.970	6,1 4,2

LDSP: lavoratori dipendenti del settore privato

(1) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti non si dispone di rilevazioni in corso d'anno. I dati indicati sono basati su quelli della fine dell'anno precedente.

(2) Si è ipotizzato che tutti gli aderenti lavoratori dipendenti facciano riferimento al settore privato.

(3) Nel totale si include FONDINPS. Sono inoltre escluse le duplicazioni dovute agli iscritti che aderiscono contemporaneamente a PIP "vecchi" e "nuovi": a fine 2013 circa 63.000 individui, di cui 37.000 lavoratori dipendenti.

Tav. 2

La previdenza complementare in Italia. Risorse destinate alle prestazioni.⁽¹⁾

(dati di fine periodo; dati provvisori per il 2014; importi in milioni di euro)

	Dic 2014 ⁽²⁾	Set 2014 ⁽²⁾	Giu 2014 ⁽²⁾	Mar 2014 ⁽²⁾	Dic 2013	var. % Dic14/ Dic13
Fondi pensione negoziali	39.645	38.609	37.247	35.931	34.504	14,9
Fondi pensione aperti	13.960	13.314	12.908	12.432	11.990	16,4
PIP "nuovi"	15.773	15.062	14.392	13.678	13.014	21,2
PIP "vecchi"	6.500	6.500	6.500	6.500	6.499	
Fondi pensione preesistenti	50.380	50.380	50.380	50.380	50.376	
Totale Risorse D.P.⁽³⁾	126.323	123.929	121.490	118.982	116.443	8,5

(1) Le risorse complessivamente destinate alle prestazioni comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per i fondi negoziali e aperti e per i fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica; i patrimoni di destinazione ovvero le riserve matematiche per i fondi preesistenti privi di soggettività giuridica; le riserve matematiche costituite a favore degli iscritti presso le imprese di assicurazione per i fondi preesistenti gestiti tramite polizze assicurative; le riserve matematiche per i PIP di tipo tradizionale e il valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit linked*.

(2) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti non si dispone di rilevazioni in corso d'anno. I dati sono pertanto basati su quelli della fine dell'anno precedente. Per i PIP "nuovi" i dati del 2014 delle gestioni separate (ramo I) sono stimati.

(3) Nel totale si include FONDINPS.

Forme pensionistiche complementari. Composizione del patrimonio.*(dati di fine 2013; valori percentuali; importi in milioni di euro)*

	Fondi pensione negoziali		Fondi pensione aperti		Fondi pensione preesistenti ⁽¹⁾		PIP “nuovi”		Totale	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	1.174	3,4	672	5,6	1.622	5,9	861	6,6	4.329	5,0
Titoli di Stato	20.581	59,6	5.151	43,0	10.729	39,3	7.082	54,4	43.543	50,1
<i>di cui: italiani</i>	9.083	26,3	2.817	23,5	6.122	22,4	5.895	45,3	23.917	27,5
Altri titoli di debito	3.586	10,4	485	4,0	3.158	11,6	2.315	17,8	9.544	11,0
<i>di cui: italiani</i> ⁽²⁾	438	1,3	140	1,2	391	1,4	464	3,6	1.433	1,7
Titoli di capitale	6.176	17,9	2.625	21,9	3.625	13,3	1.584	12,2	14.010	16,1
<i>di cui: italiani</i> ⁽²⁾	250	0,7	220	1,8	197	0,7	49	0,4	716	0,8
OICR	2.776	8,0	3.004	25,1	3.968	14,5	1.215	9,3	10.963	12,6
<i>di cui: immobiliari</i>	5	..	1	..	1.170	4,3	126	1,0	1.302	1,5
Immobili ⁽³⁾	-	-	-	-	2.928	10,7	-	-	2.928	3,4
Altre att. e pass.	211	0,6	53	0,4	1.305	4,8	-43	-0,3	1.526	1,8
Totale	34.504	100,0	11.990	100,0	27.335	100,0	13.014	100,0	86.843	100,0
<i>di cui: titoli italiani</i>	9.771	28,3	3.177	26,5	6.710	24,5	6.408	49,2	26.066	30,0
<i>Per memoria:</i>										
Esposizione azionaria ⁽⁴⁾		24,9		43,3		19,0		20,3		24,9

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

(2) Gli investimenti diretti in altri titoli di debito e di capitale italiani sono stati stimati: per i fondi negoziali, i fondi aperti e i PIP di ramo III, sulla base dell'ammontare degli investimenti in titoli italiani ricavato dalla composizione del portafoglio per area geografica, escludendo i titoli di Stato detenuti direttamente e i titoli di debito detenuti per il tramite di OICR; per i PIP di ramo I, si sono applicate le percentuali calcolate per quelli di ramo III.

(3) Sono incluse le partecipazioni in società immobiliari.

(4) Per le forme pensionistiche di nuova istituzione, sono considerati gli investimenti effettuati per il tramite di OICR e le posizioni in titoli di capitale assunte tramite strumenti derivati. Per i fondi preesistenti, i dati sulla composizione del patrimonio degli OICR detenuti non sono disponibili; la componente azionaria degli OICR è stata stimata ipotizzando quelli azionari costituiti per il 90 per cento da titoli di capitale, mentre per quelli bilanciati e flessibili il peso delle azioni è stato posto in entrambi i casi al 50 per cento; per le altre tipologie di OICR, l'incidenza dei titoli di capitale è stata ipotizzata nulla.

Forme pensionistiche complementari. Rendimenti⁽¹⁾.*(dati provvisori per il 2014; valori percentuali)*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondi pensione negoziali	3,8	2,1	-6,3	8,5	3,0	0,1	8,2	5,4	7,3
Fondi monocomparto ⁽²⁾	3,7	1,4	-	-	-	-	-	-	-
Fondi multicomparto									
<i>Garantito⁽³⁾</i>	-	-	3,1	4,6	0,2	-0,5	7,7	3,1	4,6
<i>Obbligazionario puro</i>	2,6	2,2	1,6	2,9	0,4	1,7	3,0	1,2	1,2
<i>Obbligazionario misto</i>	2,7	2,1	-3,9	8,1	3,6	1,1	8,1	5,0	8,1
<i>Bilanciato</i>	5,6	2,4	-9,4	10,4	3,6	-0,6	9,2	6,6	8,5
<i>Azionario</i>	8,2	1,3	-24,5	16,1	6,2	-3,0	11,4	12,8	9,8
Fondi pensione aperti	2,4	-0,4	-14,0	11,3	4,2	-2,4	9,1	8,1	7,5
<i>Garantito⁽⁴⁾</i>	1,0	1,9	1,9	4,8	0,7	-0,3	6,6	2,0	4,3
<i>Obbligazionario puro</i>	-0,2	1,6	4,9	4,0	1,0	1,0	6,4	0,8	6,9
<i>Obbligazionario misto</i>	1,0	0,3	-2,2	6,7	2,6	0,4	8,0	3,6	8,0
<i>Bilanciato</i>	2,4	-0,3	-14,1	12,5	4,7	-2,3	10,0	8,3	8,7
<i>Azionario</i>	3,7	-1,6	-27,6	17,7	7,2	-5,3	10,8	16,0	8,7
PIP "nuovi"									
Gestioni separate ⁽⁵⁾			3,5	3,5	3,8	3,5	3,8	3,6	-
Unit Linked			-24,9	16,3	5,2	-5,7	8,9	12,2	7,3
<i>Obbligazionario</i>			2,7	4,1	0,7	0,9	5,3	-0,4	3,4
<i>Bilanciato</i>			-9,3	8,8	2,8	-4,0	7,4	6,6	8,3
<i>Azionario</i>			-36,5	23,1	7,5	-8,8	10,8	19,3	8,0
<i>Per memoria:</i>									
Rivalutazione del TFR ⁽⁴⁾	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6	3,5	2,9	1,7	1,3

(1) Rendimenti al netto dei costi di gestione per tutte le forme pensionistiche complementari. I rendimenti sono al netto della tassazione per i fondi pensione negoziali e i fondi pensione aperti e al lordo per i PIP, per i quali l'imposta sostitutiva è prelevata direttamente sulle posizioni individuali degli iscritti; per l'anno 2014 è stata applicata l'aliquota sui rendimenti previgente alla Legge 190/2014.

(2) A partire dal 2008, i fondi pensione negoziali che sono rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

(3) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

(4) Il rendimento aggregato è calcolato come media dei rendimenti delle singole gestioni ponderati per l'ammontare di risorse gestite. I dati riferiti al 2014 non sono ancora disponibili.

(5) Tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

Tav. 5

Enti previdenziali privati di base. Iscritti, pensionati e totale attività a valori di mercato.

(dati di fine anno; totale attività in milioni di euro)

	2012	2013
Iscritti	1.671.421	1.695.447
Pensionati	357.970	369.167
<i>di cui: pensionati versanti</i>	66.477	71.281
Totale Attività	61.060	65.711

Tav. 6

Enti previdenziali privati di base. Composizione delle attività a valori di mercato.

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

	2012		2013	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	6.673.147	10,9	4.990.561	7,6
Titoli di Stato	9.589.027	15,7	12.972.105	19,7
<i>di cui: ITALIA</i>	7.529.324	12,3	9.225.107	14,0
Altri titoli di debito	6.208.088	10,2	6.623.565	10,1
<i>di cui: ITALIA</i>	1.389.979	2,3	1.360.886	2,1
Titoli di capitale e altre partecipazioni	2.482.671	4,1	3.668.047	5,6
<i>di cui: ITALIA</i>	992.256	1,6	1.133.578	1,7
OICR	16.817.044	27,5	18.842.844	28,7
<i>aperti armonizzati</i>	8.684.854	14,2	9.348.968	14,2
<i>aperti non armonizzati</i>	657.684	1,1	735.271	1,1
<i>chiusi e alternativi</i>	7.474.506	12,2	8.758.604	13,3
<i>di cui: fondi immobiliari</i>	6.491.191	10,6	7.616.230	11,6
<i>di cui: domiciliati in ITALIA</i>	6.203.443	10,2	7.138.477	10,9
<i>di cui: fondi di private equity o venture capital</i>	591.182	1,0	686.421	1,0
<i>di cui: domiciliati in ITALIA</i>	<i>n.d</i>	<i>n.d</i>	420.431	0,6
Immobili	12.817.382	21,0	11.520.822	17,5
Partecipazioni in società immobiliari	598.746	1,0	693.117	1,1
Polizze assicurative	511.797	0,8	434.729	0,7
Altre attività	5.362.531	8,8	5.965.487	9,1
Totale	61.060.434	100,0	65.711.278	100,0